

**Comentario al trabajo de Adrián Ravier:  
“La Curva de Phillips de Pendiente Positiva y la Crisis de 2008”**

**Lidia Rosignuolo**

El excelente trabajo de Adrián Ravier constituye una importante contribución al análisis económico, por cuanto coloca nuevamente las ideas de la escuela austríaca en el centro de la discusión académica. Si bien, las ideas de la escuela austríaca han estado eclipsadas por la discusión keynesiana / monetarista de los últimos cuarenta años, dicha escuela pareciera proveer las mejores herramientas para entender la coyuntura macroeconómica mundial contemporánea y su relación con la política monetaria.

En mi opinión, el análisis impecable, la claridad de exposición, la completitud del tema tratado y las implicancias que surgen del mismo me permiten afirmar que, en todo momento, Adrián privilegió la excelencia en la construcción del conocimiento económico y en la búsqueda de explicaciones para proponer un enfoque alternativo al neoclásico, razón por la cual mi comentario se circunscribe a resaltar algunos aspectos que considero relevantes en la comprensión de su hipótesis.

En este marco, presentaré una breve síntesis de la evolución de la teoría económica y del manejo de la política monetaria durante los últimos cincuenta años. Luego, estilizaré los lineamientos del pensamiento austríaco en materia de política y ciclo económico, tratando de sustentar porqué dicha escuela puede explicar mejor lo acontecido en la economía mundial de los últimos años.

La curva de Phillips ha estado en el centro del debate de la teoría económica desde la aparición del trabajo *“The problem of achieving and maintaining a stable price level”* (Samuelson y Solow, 1960). En efecto, en los primeros años de la década del `60, aportó sustento teórico para que los *policy makers* aplicaran políticas monetarias discrecionales y expansivas.

En términos coloquiales, la recomendación de política macroeconómica que surgía de la curva de Phillips keynesiana de corto plazo (como la denomina Adrián Ravier) podría resumirse de la siguiente forma: *“señor policy maker aumente la tasa de creación monetaria para acelerar la tasa de expansión del producto y reducir el desempleo. La contrapartida sólo será un poco de inflación, que podrá mitigar volviendo a controlar la velocidad de emisión monetaria”*. En este marco, como la función de preferencia de los *policy makers* suele priorizar el desempleo por sobre la inflación, no sorprendieron los resultados macroeconómicos alcanzados por los países desarrollados en los años ‘60s y ‘70s: niveles de inflación creciente. Sin embargo, la creciente inflación, contradiciendo la curva de Phillips keynesiana de corto plazo, no era acompañada por mayor crecimiento y menor tasa de desempleo. Todo lo contrario, en el mundo desarrollado había alta inflación, bajo crecimiento y alto desempleo.

En este marco histórico de inflación creciente y bajo crecimiento, Milton Friedman desarrolla la curva de Phillips vertical de largo plazo, a partir de la cual el dinero sólo tiene efectos reales en el corto plazo. Por el contrario, en el largo plazo la política monetaria expansiva no puede modificar la tasa de crecimiento del producto y el nivel de desempleo, generando sólo más inflación. En este marco, los efectos reales de la política monetaria expansiva sólo duran el tiempo que los agentes económicos permanezcan engañados y se equivoquen en la formulación de sus expectativas inflacionarias. En este sentido, cuanto más velozmente los agentes económicos corrijan y adecuen sus expectativas inflacionarias a la realidad observada, menos durarán los efectos reales de la política monetaria.

De su análisis de la neutralidad del dinero y la ineficiencia de la política monetaria para afectar los niveles de empleo y de actividad en el largo plazo, se infiere que la tasa de crecimiento de la oferta monetaria es sólo un instrumento de política eficaz para controlar los niveles de inflación. En este escenario, Friedman postula que los bancos centrales deben conducir la política monetaria basándose en una regla que limite la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, para controlar la inflación en el largo plazo y además, evitar que los políticos intenten aumentar el empleo y el nivel de actividad en el corto plazo, emitiendo dinero. La idea subyacente detrás de esta recomendación de política monetaria es que hay una fuerte relación causal positiva entre el crecimiento de la oferta monetaria y el aumento del nivel general de precios. Puntualmente, Friedman propone una regla monetaria ortodoxa según la cual los bancos centrales deberían hacer crecer la oferta monetaria a una tasa fija del 2% anual.

Estas ideas conducen a que, en los años '70s, varios países industrializados adopten el monetary targeting como ancla nominal y metodología de conducción de la política monetaria. La Reserva Federal comienza a seguir trayectorias predeterminadas para los agregados M1 y M2 en 1973, empezando a anunciar públicamente sus targets monetarios en 1975. Por su parte, los bancos centrales de Gran Bretaña, Alemania, Canadá, Suiza y Japón comienzan a aplicar la misma política. Cabe mencionar que el monetary targeting incluye tres elementos fundamentales: a) la confianza en la información subyacente en un agregado monetario para conducir la política monetaria; b) el anuncio de objetivos de mediano plazo para los agregados monetarios y c) la existencia de circulación de información fluida entre la autoridad monetaria y el público para establecer mecanismos de auditoría sobre el banco central y evitar largos y sistemáticos desvíos de los objetivos.

El devenir de los acontecimientos históricos mostró que el primer elemento fundamental del monetary targeting dejó de estar presente. El producto nominal abandonó la cointegración con la oferta monetaria y por ende, la información de los agregados monetarios dejó de ser útil para conducir la política monetaria y alcanzar el objetivo de inflación. Las palabras de Charles Bouey, ex presidente del Banco Central de Canadá, no pueden ser más elocuentes al respecto: *“los agregados monetarios nos han abandonado, no es que nosotros hemos abandonado a los agregados monetarios”* (Blinder, 1999). En este marco, los principales bancos centrales dejaron de aplicar monetary targeting.

A partir de los años 90s los principales bancos centrales occidentales comenzaron a manejar su política monetaria a través de inflation targeting. Dicho régimen es una regla de objetivos a diferencia del monetary targeting que es una regla de instrumentos. En inflation targeting el objetivo de política monetaria es directamente la tasa de inflación. No hay objetivos intermedios e indirectos como la base monetaria; M2 ó M3.

En consecuencia, como inflation targeting es una regla de objetivos, dicho régimen amerita que el policy maker disponga de cierto margen de discrecionalidad en el manejo de la política monetaria. Siguiendo a Blinder (1998), se recomienda que dicha discrecionalidad sea depositada en policy makers aversos a la inflación y responsables.

En el esquema de inflation targeting la tasa de interés es el instrumento de política económica para influir sobre la inflación y sus desviaciones de la meta. En efecto, el Banco Central, procurando bajar la inflación, sube la tasa de interés nominal de corto plazo para que la tasa de interés real de largo plazo se ubique por encima de la tasa neutral. Por el contrario, si la inflación observada se encuentra por debajo de la meta, la autoridad monetaria tendrá margen para bajar la tasa de interés nominal y ubicar la tasa de interés real de largo plazo por debajo de la tasa neutral, incentivando el consumo, la inversión y el nivel de actividad en el corto plazo. En pocas palabras, **en inflation targeting el Banco central hace un manejo discrecional de la tasa de interés.**

En este marco, la escuela austríaca tiene mayor relevancia. En efecto, en concordancia con el pensamiento austríaco, la tasa de interés es la que transfiere la información necesaria relativa a las preferencias de consumo intertemporales de los agentes individuales a los productores, quienes toman las decisiones en materia de inversión y producción. En otras palabras, a partir de la tasa de interés se asigna intertemporalmente los recursos (capital). Y, justamente, la asignación intertemporal de recursos es el elemento clave, que permite distinguir entre procesos de crecimiento sustentable y procesos de crecimiento no sustentables. Cabe recordar que un proceso de crecimiento es sustentable cuando hay consistencia entre las preferencias de los consumidores y los planes de producción de los productores.

El crecimiento sustentable puede darse por avance tecnológico, o por un cambio de las preferencias intertemporales del público. Esta última alternativa implicaría un aumento (descenso) del ahorro (consumo) presente. El aumento del ahorro impacta negativamente sobre la tasa de interés y reasigna recursos desde el consumo a la inversión, impidiendo que se resienta el nivel de actividad económica presente. Por su parte, el incremento de la inversión expande la frontera de posibilidades de producción, permitiendo producir más y satisfacer la mayor demanda de consumo futuro.

La diferencia entre el crecimiento genuino y un boom artificial se basa en el diferente comportamiento que hay en cada uno de los casos de parte de los ahorristas y la autoridad monetaria. La política monetaria expansiva lleva a un crecimiento no sustentable. La política monetaria expansiva genera un crecimiento artificial del crédito, originando el crecimiento no sustentable y el ciclo económico. La política monetaria expansiva y el crecimiento artificial del crédito bajan ficticiamente la tasa de interés. Con el descenso artificial de la tasa de interés, el ahorro y la inversión se mueven en sentido contrario. El ahorro cae como consecuencia del descenso de la tasa de interés y la inversión se expande como resultado de la política monetaria expansiva. El menor ahorro presente se traduce en mayor consumo. El descenso de la tasa de interés y el crédito barato impulsan la inversión. Hay una sobreproducción de bienes de consumo y bienes de inversión. La economía se mueve más allá del pleno empleo y hay un boom de corto plazo.

El boom no es sustentable. La demanda creciente de crédito y la continua demanda de bienes de consumo elevan la tasa de interés en el mercado de fondos prestables e impulsan la inflación, respectivamente. La autoridad monetaria se encuentra obligada a subir la tasa de referencia y toda la estructura de tasas de interés de la economía se eleva.

El incremento de tasas genera una pérdida de valor presente de los proyectos de inversión, los cuales son abandonados. La tasa de desempleo aumenta, impactando negativamente en el nivel de ingreso y en el gasto de consumo. La economía se contrae, cayendo al nivel de ingreso previo a la aplicación de la política monetaria expansiva. Sin embargo, la composición del producto no es similar a la previa. La nueva situación tiene más inversión pero menos consumo que la original. Pero, el nuevo mix entre inversión y consumo no es sustentable, ya que hay capital específico que no podrá ser reasignado rápidamente. Se pierde confianza en la economía, las expectativas se tornan muy negativas y la oferta de crédito se contrae. Es así que la tasa de interés sube aún más y tanto la inversión como el consumo siguen contrayéndose. Hay un aumento en la preferencia por la liquidez y la economía cae adentro de la frontera de posibilidades de producción, generándose una importante acumulación de inventarios y una creciente capacidad instalada ociosa. Esta es la segunda etapa que Von Hayek denomina "*secondary deflation*", que es inevitable que ocurra, luego de aplicar políticas monetarias expansivas.

En este marco, se puede apreciar que una vez ocurrido el ajuste del "*secondary deflation*" la economía no puede retornar a su nivel de equilibrio original, esto es, no puede retornar a una situación con las mismas tasas de crecimiento potencial y de desempleo natural, que

las que tenía antes de aplicar la política monetaria expansiva. En la “*secondary deflation*” hay destrucción de capital y por ende, una contracción de la frontera de posibilidades de producción. Luego de la “*secondary deflation*” la tasa de crecimiento potencial debe bajar y, al mismo tiempo, la tasa natural de desempleo debería subir (hay menor stock de capital). En pocas palabras, la política monetaria expansiva, que busca estimular el crecimiento económico de corto plazo, es más nociva que lo sugerido por las ideas monetaristas, porque no sólo genera inflación, sino que en el largo plazo reduce la tasa de crecimiento potencial y aumenta el desempleo estructural de una economía.

Desde mediados de año a la actualidad, la Reserva Federal de EEUU ha aplicado una política monetaria muy expansiva. La base monetaria y la oferta monetaria (M2) de EEUU se han expandido alrededor de un 120% y 18%; respectivamente. Los mecanismos de transmisión de la política monetaria han comenzado a funcionar. En este sentido, todos los indicadores de la economía real han comenzado a mostrar significativas mejoras, lo cual es muy positivo. Sin embargo, teniendo en cuenta las ideas de la escuela austríaca, no se puede dejar de señalar que resulta importante realizar un seguimiento muy exhaustivo de la evolución de los mercados de crédito y de capitales. En este sentido, la escuela austríaca nos enseña que existiría el riesgo que se formara un nuevo crecimiento artificial, que indefectiblemente sería seguido por una nueva “*secondary deflation*”, que dejaría a la economía en un punto aún peor que el del primer / segundo trimestre de este año.

Por último, quisiera hacer una observación al impecable trabajo de Adrián Ravier. En los comentarios finales y a modo de conclusión, Adrián plantea aquella vieja idea de Von Hayek, que sostenía que la eliminación de los bancos centrales y del dinero público era la manera más eficiente para evitar el ciclo económico. En mi opinión, esta idea de Von Hayek, por su muy baja probabilidad de aplicación, atenta per se contra la divulgación de las ideas de la escuela austríaca. En consecuencia, la divulgación de las ideas austríacas no debe perseguir como objetivo la eliminación de los bancos centrales ni del dinero público, sino tener presente lo negativo que puede ser aplicar política monetaria expansiva para intentar generar efectos reales.

**Lic. Lidia Rosignuolo**  
**UBA - USAL**

### **Bibliografía consultada**

- 1) Samuelson P. y R. Solow (1960): “*The problem of achieving and maintaining a stable price level*”. Versión en español en Mueller M. G., “*Lecturas en Macroeconomía*” Ed. CECSA (1974)
- 2) Frish, Helmut (1988). “*Teorías de la inflación*” Ed. Alianza. Madrid.
- 3) Mishkin, Frederic (2007): “*Monetary Policy Strategy*”. The MIT Press, Cambridge, London.
- 4) Giacomini, Diego (2009): “*Capital –Based Macroeconomics*”. Notas de clase, “Dinero, Crédito y Bancos”. Facultad de Ciencias Económicas, UBA.
- 5) Garrison, Roger (2001): “*Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure; Foundations of the Market Economy*”, edited by Mario Rizzo and Lawrence H White.
- 6) Ludwig von Mises; Gottfried Haberler, Murray Rothbard y Friedrich A Hayek (1996). “*The Austrian Theory of the Trade Cycle*”. Ludwig Von Mises Institute.