

LIMITACIONES Y POSIBILIDADES DE LA POLITICA MONETARIA

INTRODUCCION

Los objetivos de la política económica son alcanzar el pleno empleo, estabilizar precios y acelerar el crecimiento económico de la producción. Estos objetivos son mutuamente compatibles. Analizaremos la función que desempeña la política monetaria, como instrumento de política económica, para frenar la recesión.

Para explicar la supuesta incapacidad de la política monetaria para frenar la recesión; mostramos simultáneamente: una interpretación no monetaria de la recesión; y un sustituto de la política monetaria para frenar la recesión. Si la preferencia por el dinero es absoluta, en tiempos de alto desempleo, el interés no puede reducirse con políticas monetarias. Si inversión y consumo se ven escasamente afectados por el interés; reducir el interés, aún siendo ello posible, traería poca ventaja.

Así, la recesión: por caída de la inversión privada al escasear las oportunidades de invertir; o por una porfiada moderación de *gastos*, no puede solucionarse con políticas monetarias.

Pero habría otra solución la *política fiscal*: con el gasto público podría compensarse la insuficiente inversión privada. Mediante reducción de impuestos era posible debilitar la recesión.

Por tanto, la política monetaria se dejó atrás. La única misión de la política monetaria era mantener bajo el interés para: asegurar un nivel reducido de pagos de intereses en el presupuesto gubernamental; contribuir a la eliminación del prestamista; y estimular un poco la inversión privada para contribuir a que el gasto público conservase la demanda agregada en un nivel elevado.

Esta explicación: determinó la adopción de políticas de dinero barato; y recibió un fuerte golpe cuando estas políticas fracasaron en todos los países y los BCRs se vieron obligados a renunciar la pretensión de que podían mantener indefinidamente el interés en un nivel bajo. La inflación, estimulada por la política de dinero barato, provocó la destrucción política de los gobiernos de 1960-1990. El resultado fue que comenzara a revivir la creencia en el poder de la política monetaria.

Este reavivamiento fue fomentado por el avance teórico que señalaba un camino: *el incremento de la riqueza, por el cual el incremento de la cantidad real de dinero puede*

incrementar la demanda agregada (aun cuando no altere el interés). Este avance teórico no debilitaba el razonamiento heterodoxo contra el poder de las políticas monetarias cuando la preferencia por el dinero era absoluta; ya que, en tal circunstancia, las operaciones monetarias *entrañan* la sustitución de otros activos por el dinero *sin que se incremente la riqueza*. Dicho avance teórico revelaba cómo las variaciones que (de otro modo se producían en la cantidad de dinero) podían influir en el gasto total aun en esa circunstancia. Y, tal avance teórico debilitaba la propuesta teórica heterodoxa: *aun en una economía mundial de precios flexibles podría no existir una posición de equilibrio con pleno empleo*. Por tanto, el desempleo deberá ser explicado por la rigidez salarial a bajar o por las imperfecciones del mercado de trabajo.

El reavivamiento de la creencia en el poder de la política monetaria en Perú se vio favorecido por una reconsideración de las funciones que había asumido el dinero entre agosto y octubre de 1990. La crisis de ese período tuvo lugar porque el BCR siguió políticas monetarias contractivas. En el curso de la contracción económica (caída de precios entre Agosto y Octubre de 1990), la cantidad de dinero se redujo drásticamente. Se redujo porque el BCR forzó una pronunciada reducción de la base monetaria. La crisis de ese período es testimonio trágico del poder de la política monetaria.

En Perú, el reavivamiento de la creencia en el poder de la política monetaria se vio favorecido por la creciente desilusión de la política fiscal. El gasto público respondía lentamente y con amplios retrasos *a los intentos* de ajustarlos a la marcha de la actividad económica; de suerte que se dio preferencia a los impuestos. Más aquí entraron en juego factores políticos para evitar el pronto ajuste a la *presunta necesidad*.

Por tanto, no hay discrepancia: en el poder atribuido a la política monetaria; en las funciones asignadas a tal política; y en los criterios según los cuales debe conducirse tal política.

LIMITACIONES DE LA POLITICA MONETARIA

1. La política monetaria mantiene *fijo* el interés *bajo* en el corto plazo.

El fracaso de la política de dinero barato fue uno de los motivos de reacción contra la heterodoxia. En Perú esta reacción *entrañó* un reconocimiento: de que fue un error mantener fijo el precio de los bonos durante 1960-1993; de que era conveniente abandonar tal política y que ese abandono no tendría consecuencia perturbadora ni desastrosa.

La limitación de la política monetaria se deriva de una característica mal comprendida de la relación dinero-interés. Supongamos que el BCR desea mantener bajo el interés. Intentará hacerlo comprando bonos, ello eleva su precio y baja el interés. En el mismo proceso, el BCR también aumenta las reservas de la banca comercial y, por ende, aumenta el volumen del crédito bancario y, en última instancia, aumenta la oferta de dinero. Esa es la razón por la que el BCR y la comunidad financiera creen que un aumento de la oferta de dinero reduce el interés. Los economistas aceptan esa misma conclusión, pero por razones distintas, pues imaginan una curva de preferencia por el dinero de pendiente negativa. Puede inducirse al público a mantener en sus manos una mayor cantidad de dinero reduciendo el interés. Ambas concepciones, de la comunidad financiera y los economistas son correctas, *hasta cierto punto*:

- El efecto inicial de aumentar la oferta de dinero a un ritmo más acelerado del que ha venido prevaleciendo, equivale a *reducir* el interés, por un tiempo, más de lo que habría ocurrido de no producirse aquel aumento de la oferta de dinero. Pero esto es sólo el inicio del proceso.
- La tasa más rápida de aumento de la oferta de dinero *estimula* el gasto: por el efecto ejercido sobre la inversión (por el menor interés de mercado); y por el efecto ejercido sobre otros gastos; y, en consecuencia, sobre los precios relativos derivados de la posesión de saldos en efectivo mayores que los saldos deseados. Pero el gasto de un comprador representa el ingreso de un vendedor.
- El ingreso ascendente *eleva* la curva de la preferencia por el dinero y la demanda de préstamos; y determina un alza de precios, lo cual reduce la cantidad real de dinero.

Estos tres efectos *invertirán* rápidamente la presión inicial a la *baja del interés* en menos de un año; y después de uno o dos años tenderán a restablecer el interés en el nivel que estas habrían tenido de no producirse el aumento de la oferta de dinero. Dada la tendencia de la economía a reaccionar con exceso, es probable que el interés suba transitoriamente por encima de ese nivel, iniciando así un proceso de ajuste cíclico.

- Una tasa más alta de aumento de la oferta dinero *va acompañada* de un mayor interés. Supongamos que el ritmo más acelerado de aumento de la oferta de dinero *eleva* los precios, y supongamos que el público espera que los precios continuarán en alza. Entonces, los prestatarios estarán dispuestos *a pagar*; y en consecuencia los prestamistas pedirán mayor interés. Este efecto expectativas de precios se desarrolla con lentitud y también desaparece lentamente.

Estos cuatro efectos explican la causa de que: todo intento de mantener bajo el interés forzó a los BCRs a efectuar compras de mercado abierto cada vez más grandes; históricamente, el interés nominal alto y creciente se ha asociado con el rápido crecimiento de la oferta de dinero; y el interés nominal bajo y decreciente se ha asociado con un lento crecimiento de la oferta de dinero. En la realidad, el bajo interés es una señal de que la política monetaria ha sido *restrictiva*, en el sentido de que la oferta de dinero ha crecido lentamente con pausa; y el alto interés es una señal de que la política monetaria ha sido *expansiva*, en el sentido de que el crecimiento de la oferta de dinero ha sido rápido. Así, los hechos reales se desarrollan en sentido contrario al que han dado por supuesto la comunidad financiera y los economistas.

Los BCRs podrían garantizar: un bajo interés nominal, adoptando políticas monetarias deflacionarias; y un alto interés nominal adoptando políticas monetarias inflacionarias y aceptando *transitoriamente* que el interés nominal se reduzca.

Estas consideraciones explica: por qué la política monetaria no puede mantener fijo el interés; y la causa de que el interés fijo sean un indicador engañoso respecto a si la política monetaria es "restrictiva" o "expansiva". Por tal razón, es mejor observar la tasa de variación de la oferta de dinero¹.

2. La política monetaria mantiene *fijo* el desempleo *bajo* en el corto plazo.

Se cree que el aumento de la oferta de dinero reduce el desempleo, en tanto que la disminución de la oferta de dinero aumenta el desempleo. Existe razones de por qué el BCR no puede fijar el desempleo en 3%; y no podría ser restrictivo si el desempleo está por debajo de ese 3%, y no podría ser expansivo si el desempleo está por encima de ese 3%.

En cualquier momento, hay un desempleo que tiene la característica de ser compatible con el equilibrio de la estructura de salarios reales. A ese desempleo, los salarios reales muestran una tendencia a crecer a una tasa que puede sostenerse indefinidamente mientras la formación de capital y los avances tecnológicos no se desvíen de sus tendencias a largo plazo.

Un desempleo más bajo indica que hay un exceso de demanda de mano de obra que

¹En parte, éste es un juicio empírico. La "restricción" ó la "expansión" dependen de la tasa de variación de la cantidad de dinero ofertada comparada con la tasa de variación de la cantidad de dinero demandada, excluidos los efectos que sobre la demanda de dinero produzca la propia política monetaria. No obstante, empíricamente, si hacemos a un lado el efecto de la política monetaria, la demanda de dinero es muy estable, de modo que, por lo general basta considerar la sólo oferta de dinero.

producirá una presión al alza de salarios reales. Un desempleo más alto indica que hay un exceso de oferta de mano de obra que producirá una presión a la baja de salarios reales. El desempleo natural es el desempleo que vendría determinado por el sistema de ecuaciones walrasianas, siempre que en estas ecuaciones estén incluidas: las características estructurales de los mercados de trabajo y de bienes de consumo; las imperfecciones del mercado de trabajo; la variación estocástica de la demanda y oferta de trabajo; el costo de reunir información sobre vacantes y trabajadores disponibles; y los costos de movilización².

El análisis de Phillips de la relación desempleo-variación de salarios contiene un defecto: *no establece una diferencia entre salarios nominales y salarios reales*. El análisis de Phillips es para un mundo en que todos prevén que los precios nominales serían estables y en el cual dicha previsión se mantenía firme e inmutable; independientemente de lo que ocurriera con los precios y salarios reales. Por el contrario, supóngase que todo el mundo prevé que los precios nominales aumentarán 3000% al año. Entonces, los salarios nominales tienen que elevarse a esa tasa para no alterar los salarios reales. Un exceso de oferta de mano de obra se reflejará en un incremento menos rápido de salarios nominales que el incremento de precios nominales previstos³. Cuando Perú en agosto de 1990 emprendió una política monetaria encaminada a reducir la inflación y logró reducirla hasta situarla en 45% al año, hubo una pronunciada elevación inicial del desempleo porque, bajo la influencia de las previsiones iniciales, los salarios nominales siguieron subiendo a un ritmo más acelerado que el ritmo de la nueva inflación, aunque más bajo que el ritmo anterior de la inflación. Este es el resultado empírico y previsible de todo intento de reducir la inflación por debajo de la inflación prevista⁴.

²La tasa "natural de desempleo" no necesariamente corresponde a una igualdad entre el número de desempleados y el número de vacantes. Para cualquier estructura dada del mercado de mano de obra, habrá alguna relación de equilibrio entre éstas dos magnitudes, pero no hay razón para que sea una relación de desigualdad.

³El alza de los salarios nominales será menos veloz que el alza de los salarios nominales previstos para dar margen a que ocurran cualesquiera cambios seculares en los salarios reales. No habrá una declinación absoluta de los salarios.

⁴Dicho en términos de la tasa de variación de los salarios nominales, se puede esperar que la curva de Phillips sea razonablemente estable y esté bien definida para cualquier período en el cual ha sido relativamente estable la tasa media de variación de los precios y, por ende, la tasa prevista. En tales períodos, los salarios "nominales" y los salarios "reales" varían conjuntamente. Las curvas de Phillips calculadas para distintos períodos ó diferentes países, para cada uno de los cuales se ha satisfecho esta condición, tendrán un nivel diferente, que

El desempleo natural no sugiere que este desempleo sea invariable. Por el contrario, muchas de las características del mercado de trabajo que determinan el desempleo natural son resultado del hombre y la política. En Perú los salarios mínimos legales y las fuerzas de los sindicatos politizados determinan que el desempleo natural sea mayor de lo que habría sido de no existir esos factores.

Las mejoras en materia de "oficinas de empleo" y la disponibilidad de información sobre vacantes y oferta de mano de obra reducirán el desempleo natural. Se utiliza el término "natural" para separar las fuerzas reales de las fuerzas monetarias.

Supongamos que el BCR desea mantener fijo el desempleo de *mercado* en un nivel inferior que el desempleo natural. Supóngase que el BCR fija en 3% el desempleo de mercado y que el desempleo natural es mayor que ese 3%. Supóngase que comenzamos en un momento en que los precios han sido estables y el desempleo natural es mayor que ese 3%. En consecuencia, el BCR incrementa la tasa de aumento de la oferta dinero. Esto será expansionario. Haciendo que los saldos efectivos nominales sean más elevados de lo que desea el público; el BCR inicialmente reducirá el interés y de esta forma estimulará el gasto. El ingreso y el gasto empezaran a crecer.

Gran parte del aumento del ingreso tomará la forma de un incremento de la producción y el empleo; más que de un incremento de los precios. La gente ha venido esperando que los precios sean estables; y los precios y salarios han sido establecidos para determinado período de tiempo futuro sobre esa base. La gente tarda cierto tiempo en ajustarse a una nueva condición de la demanda. Los empresarios reaccionarán ante la expansión inicial de la demanda agregada incrementando la producción; los trabajadores, trabajando más horas; y los desempleados, aceptando empleos que entonces se ofrecen a los salarios nominales pasados.

dependerá de la tasa media de variación de los precios. Cuanto más alta seas dicha tasa, mayor tenderá a ser el nivel de la curva de Phillips. En los períodos ó los países en que la tasa varía considerablemente, la curva de Phillips no estará bien definida. Si se reformula el análisis de Phillips en términos de la tasa de variación de los salarios reales -y más precisamente, los salarios reales previstos- todo que en su lugar.

Lo anterior describe sólo los efectos iniciales. Debido a que los precios de venta de los productos siempre responden a una alza imprevista de la demanda nominal con mayor rapidez que los precios de los factores de la producción; los salarios reales recibidos han bajado, aunque los salarios reales previstos por los trabajadores aumentaron, ya que estos trabajadores implícitamente evaluaron los salarios ofrecidos al anterior nivel de precios. La caída ex post de salarios reales según los empresarios que se produjo simultáneamente con la subida ex ante de salarios reales según los trabajadores, es lo que permitió que el empleo suba. Pero esa caída ex post de salarios reales según los empresarios pronto empezará a afectar las previsiones. Los trabajadores comenzarán a tener en cuenta el alza continua de precios de los productos que compran y a pedir para el futuro salarios nominales más altos. El desempleo de "mercado" está por debajo del desempleo "natural". Hay un exceso de demanda de mano de obra, de modo que los salarios reales tenderán a elevarse hacia su nivel inicial.

Aun cuando perdure la mayor tasa de aumento de la oferta de dinero, el alza de salarios reales *invertirá* la caída del desempleo, convirtiéndolo en un alza, con lo que el desempleo recupera su nivel anterior. Para mantener el desempleo en 3%, el BCR incrementaría todavía más el aumento de la oferta de dinero. El desempleo de "mercado" puede conservarse por debajo del desempleo "natural"; sólo acelerando la inflación⁵.

) Que sucede si el BCR elige como objetivo el desempleo natural? El primer problema es que no se puede saber cuál es el desempleo "natural". Todavía no se ha desarrollado un método para estimar con precisión y facilidad el desempleo natural. Además, el desempleo "natural" variará de cuando en cuando. Pero el problema es que aún cuando el BCR conociera el desempleo natural e intentará mantener fijo el desempleo de mercado a ese nivel, no se vería conducida a adoptar una determinada política monetaria. El desempleo "mercado" variará respecto al desempleo natural por razones distintas a la política monetaria. Si el BCR responde a estas variaciones pondrá en marcha efectos a más largos plazos que harán que cualquier trayectoria que siga el aumento de la oferta de dinero sea compatible con la regla de la política monetaria. La trayectoria que sigue el aumento de la oferta de dinero se asemeja a una caminata sin rumbo, conducida a una y a otra parte por fuerzas que producen desviaciones transitorias de la tasa de mercado respecto de la tasa natural.

⁵A la inversa, supóngase que el Banco Central elige una tasa buscada de desempleo de "mercado" superior a la tasa de desempleo "natural", entonces se vería conducida a producir una deflación, pero una deflación más acelerada.

La contraposición entre desempleo e inflación es temporal. La contraposición temporal proviene de la inflación imprevista; lo que significa que proviene de una tasa creciente de inflación.

La creencia de que hay una contraposición permanente entre inflación y desempleo; es una versión de la confusión entre "tasa alta" y "tasa creciente". Una tasa "creciente" de inflación puede reducir el desempleo, una tasa "alta" de inflación no puede reducir el desempleo.

Determinando la duración de ese período transitorio para el caso del desempleo, no tenemos pruebas sistemáticas de "lo que tarda en agotarse por si mismo cada uno de los efectos".

Cuando más, se supone, basado en el examen de las pruebas históricas, que el efecto inicial de una inflación más alta e imprevista dura de dos a cinco años; que este efecto inicial empieza a invertirse, y que un ajuste pleno a la nueva inflación lleva *lo mismo* en el caso del desempleo, 20 años. Añadiendo una limitación: para el desempleo: estas estimaciones se refieren a cambios en la inflación de una magnitud del orden de los cambios que se han experimentado en los países con inflaciones bajas. Para los cambios de mucha mayor magnitud, el proceso de ajuste se ve grandemente acelerado.

Por tanto, el BCR controla directamente cantidades nominales *el monto de sus obligaciones*. El BCR usa este control para fijar cantidades nominales: tipo de cambio, nivel general de precios, nivel de ingreso nacional nominal, y oferta nominal de dinero; o para fijar tasas de variación de una cantidad nominal: tasa de inflación, tasa de crecimiento del ingreso nacional nominal, tasa de crecimiento de la oferta nominal de dinero.

El BCR no puede usar este control para fijar *cantidades reales*: interés real, desempleo, ingreso nacional real, oferta real de dinero, tasa de crecimiento del ingreso real o tasa de crecimiento de la oferta real de dinero.

Así la política monetaria no puede fijar magnitudes reales: interés real y desempleo a niveles predeterminados.

POSIBILIDADES DE LA POLITICA MONETARIA

La política monetaria produce *efectos* sobre magnitudes reales: interés real, desempleo, ingreso nacional real, oferta real de dinero, crecimiento del ingreso nacional real

y crecimiento de la oferta real de dinero.

El dinero es la cosa intrínsecamente más insignificante de la economía, excepto de su carácter de *dispositivo para ahorrar tiempo y trabajo*. El dinero es una máquina extraordinariamente eficiente para realizar las actividades comerciales con más rapidez y comodidad; sólo ejerce una influencia distinta e independiente por sí mismo cuando ya no funciona como debe. Con el dinero se ha alcanzado el vertiginoso crecimiento de la producción y el nivel de vida que disfrutamos⁶. Como la influencia del dinero es general, cuando el dinero no funciona como debe; trastorna la operación de todas las *otras máquinas*. La crisis peruana de Setiembre 1988 - Agosto 1990 es el ejemplo más espectacular. Todas las demás crisis en la economía peruana han sido producidas o agravadas, por una perturbación monetaria. Todas las grandes inflaciones han sido producidas por la expansión monetaria, destinada a enfrentar: las desbordantes exigencias de las políticas económicas populistas, la guerra interna 1980 - 1995, la lucha contra el narcotráfico; los conflictos fronterizos; y el desempleo que han forzado la creación de dinero para complementar la tributación hecha por la Sunat.

La primera *tarea* que cumple la política monetaria es que puede evitar que el propio dinero sea una fuente de perturbación económica. Quizá no hubiese habido la crisis peruana de 1988-1990, y de presentarse habría sido menos grave, si el BCR hubiera evitado errores⁷. Los años 1980-1994 habrían sido más estables y producido más bienestar económico si el BCR se hubiese abstenido de cambiar de dirección en forma brusca y errática: primero, expandiendo el dinero a un ritmo excesivamente rápido desde Enero de 1980 hasta julio de 1990; luego, en agosto de 1990, oprimiendo el freno con demasiada dureza; posteriormente, a fines de 1994, invirtiendo su tendencia y reanudando la expansión del dinero por lo menos hasta mayo de 1995 a un paso más rápido del que puede mantenerse a la larga sin una inflación considerable.

En Perú, los sucesos de 1988-1990 y los pánicos bancarios son ejemplos de cómo deja

⁶Como también se ha alcanzado con las otras máquinas que cubren el campo de la economía y nos permite, en su mayor parte, simplemente hacer de manera más eficiente lo que sin esas máquinas se habría hecho con mucho mayor costo de trabajo.

⁷ó si los dispositivos monetarios hubiesen sido los dispositivos monetarios de una época anterior en que no había un Banco Central con poder suficiente para incurrir en las clases de equivocaciones que cometió el Banco Central.

de funcionar como debe, por si mismo el dinero. Por consiguiente, el BCR tiene una tarea; sugerir mejoramientos en el dinero que reduzcan la probabilidad de que deje de funcionar como debe; y utilizar sus propios poderes para mantenerla trabajando en debida forma.

La segunda tarea que cumple la política monetaria es proporcionar un "medio de cambio" estable para la economía. Cumplir la primera tarea contribuye a cumplir la segunda tarea, pero hay algo más. Nuestro sistema económico trabajará mejor cuando empresarios y consumidores, puedan proceder con la plena confianza de que el nivel medio de precios se comportará en el futuro en forma conocida, de preferencia de que ese nivel medio de precios será muy estable. En cualquier orden institucional, sólo hay una flexibilidad limitada de precios y salarios: necesitamos conservar esta flexibilidad limitada de precios y salarios para lograr en los precios relativos y salarios; las modificaciones requeridas para que se ajusten a las modificaciones de los gustos y tecnología⁸.

⁸No debemos desperdiciar ésta flexibilidad limitada simplemente para conseguir modificaciones en el nivel absoluto de precios, dichas modificaciones no cumplen ninguna función económica.

El BCR operaría como sustituto del Patrón oro si sostuviera fijo los tipos de cambio y lo hiciera alterando la oferta de dinero en respuesta a flujos de balanza de pagos, sin "esterilizar" los superávits o déficits de balanza de pagos y sin recurrir a controles de cambios abiertos o a modificaciones en los aranceles. Pero aunque los BCRs nacionales se expresen en este sentido, pocos BCRs nacionales están dispuestos a seguir tal camino, y de nuevo, hay razones convincentes por las que los BCRs no heterodoxos no deban hacerlo. Tal política monetaria sometería a cada país a los caprichos de las acciones -deliberadas o accidentales- de los BCRs extranjeros.

Actualmente para que la política monetaria "proporcione un medio estable a la economía" tiene que hacerlo empleando deliberadamente sus poderes con ese fin.

La tercera tarea que cumple la política monetaria es contribuir a contrarrestar las perturbaciones en el sistema económico provocadas por otras fuentes. Si hay una estimulación secular independiente; la política monetaria puede ayudar a mantener bajo control tal estimulación mediante una tasa de aumento de la oferta de dinero más baja de la que en otro caso habría sido aconsejable. Si, como en 1985-1987, un presupuesto gubernamental explosivo amenazó producir un déficit fiscal sin precedentes, la política monetaria hubiera podido mantener bajo control; cualquier peligro inflacionario recurriendo a una más baja tasa de aumento de dinero de la que en otros casos habría sido aconsejable. Esto significa que, por un tiempo, habrá intereses más altos de los que hubiesen prevalecido en otras circunstancias -a fin de permitir al gobierno prestar las sumas necesarias para el financiamiento del déficit fiscal- pero prevenir el aceleramiento de la inflación; bien pudiera significar que a largo plazo los precios y los intereses nominales fuesen más bajos. Si el fin de la guerra interna, la lucha contra el narcotráfico y los conflictos fronterizos ofrecen al país la oportunidad de trasladar recursos de la producción bélica a la producción de la paz, la política monetaria puede facilitar el traslado valiéndose de una más alta tasa de aumento de la oferta de dinero de la que habría sido conveniente en condiciones distintas, aunque la experiencia no es muy alentadora respecto a que lo pueda hacer sin ir demasiado lejos.

Por tanto, la capacidad de la política monetaria para contrarrestar las perturbaciones que producen inestabilidad es muy limitada. No se sabe lo suficiente: para poder reconocer las pequeñas perturbaciones cuando estas se presentan o para predecir con alguna precisión cuáles serán sus efectos o qué política monetaria se requiere para neutralizarlas; y alcanzar objetivos establecidos mediante variaciones sutiles o incluso variaciones bastantes burdas, en

la combinación de las políticas monetaria y fiscal. En éste aspecto particular, es probable que lo óptimo sea enemigo de lo bueno. La experiencia muestra que lo más prudente es usar la política monetaria para contrarrestar las perturbaciones sólo cuando estas perturbaciones ofrezcan un claro y latente peligro.

FORMAS EN QUE DEBE CONDUCIRSE LA POLITICA MONETARIA PARA CUMPLIR LAS TRES TAREAS

La primera exigencia para la política monetaria es que el BCR debe guiarse por magnitudes nominales que puede controlar: tipo de cambio; nivel general de precios; monto de un total monetario (nominativo+ depósitos a la vista ajustado;, o nominativo+ depósitos a la vista ajustados+depósitos a plazo en la banca comercial).

Para Perú, el tipo de cambio no es una guía conveniente. Será mejor dejar al mercado cambiario que (mediante tipos de cambio fluctuantes) *adapte* el 40% de los recursos que dedicamos al comercio exterior a las condiciones que imperan en el mundo; en tanto que el BCR peruano se reserva la política monetaria peruana para promover el uso eficaz del 60% de los recursos que dedicamos al comercio interno.

El nivel general de precios sería la mejor guía; si las demás cosas permanecieran constante. Pero las demás cosas no permanecen constante. El vínculo entre la política monetaria y el nivel general de precios es más indirecto que el vínculo entre la política monetaria y el monto de dinero. Las decisiones de política monetaria demoran más en afectar al nivel general de precios que al monto de dinero; y la demora y la magnitud del efecto varían con las circunstancias; en consecuencia, no podemos predecir con exactitud cuál será el efecto de una política monetaria sobre el nivel general de precios y, *cuándo* se producirá exactamente ese efecto. El intento de controlar en forma directa el nivel general de precios es equivalente a hacer de la política monetaria una fuente de perturbación económica derivada de falsos arranques y falsas paradas.

Así, la vía más segura es la vía del rodeo; el monto de dinero es la mejor guía inmediata disponible en la actualidad para la política monetaria e interesa mucho menos qué monto específico se elija.

La segunda exigencia para la política monetaria es que el BCR evite oscilaciones acentuadas. En el pasado, el BCR se ha movido en la dirección equivocada, como en la crisis

1988-1990. En 1990-2004, el BCR ha tomado el camino correcto, aunque a veces demasiado tarde, pero ha fallado cuando se va demasiado lejos. El caso general ha sido el caso de un exceso en tiempo; o en oferta de dinero. En agosto de 1990 la política monetaria correcta del BCR era la política de tomar un camino menos expansionario, aunque debió hacer esto al menos un año antes. Pero cuando tomó ese camino se fue demasiado lejos y produjo el cambio más acentuado que ha habido en la tasa de aumento de la oferta de dinero en el período 1980-1986. Entonces, habiendo ido demasiado lejos; la política monetaria correcta del BCR era volver atrás a fines de 1983. Pero nuevamente fue demasiado lejos pues no sólo restableció sino que superó la antes excesiva tasa de crecimiento de dinero. Este episodio una y otra vez ha sido ese el curso seguido desde 1932.

El motivo de la costumbre a reaccionar con exceso. El BCR ha sido incapaz de tomar en cuenta el lapso de demora entre la puesta en práctica de sus medidas y los efectos subsiguientes sobre la economía. El BCR tiende a determinar esas medidas por las condiciones presentes, pero aquellas medidas afectarán la economía sólo después de 6, 9, 12 ó 15 meses. Por tanto, el BCR se siente obligado a pisar el freno o el acelerador, según el caso, con demasiada presión.

El BCR debe evitar tales oscilaciones, adoptando públicamente la política monetaria de *alcanzar una tasa sostenida de crecimiento de un total monetario específico*. Es menos importante cuál sea la tasa exacta de crecimiento o el total *exacto* monetario; que la adopción de alguna tasa fijada y conocida. Se propugna una tasa que en promedio alcance una aproximada estabilidad en el nivel de precios de los productos, lo que exigirá: una tasa de 3% a 5% anual de crecimiento del numerario y los depósitos en la banca comercial o una tasa ligeramente menor de crecimiento del numerario y los depósitos a la vista. Pero sería mejor tener una tasa fija que en promedio produjera una moderada inflación o deflación, siempre que fuera constante; que experimentar las amplias y erráticas perturbaciones que se tuvo en 1988-1990.

A falta de la adopción de tal política monetaria públicamente establecida, consistente en una tasa sostenida de crecimiento de un total monetario específico; representaría una mejora sustancial que el BCR se impusiera el sacrificio de evitar oscilaciones acentuadas.

Los períodos de relativa estabilidad de la tasa de aumento de la oferta de dinero; lo ha sido también en la actividad económica peruana.

Los períodos de amplias oscilaciones en la tasa de aumento de la oferta de dinero; han

sido también períodos de amplias oscilaciones en la actividad económica peruana.

Al fijarse un curso constante y *observarlo*, el BCR podría hacer una contribución para promover la estabilidad económica. Haciendo que ese curso sea de crecimiento sostenido (pero moderado) de la oferta de dinero; contribuiría a evitar la inflación o deflación.

Existen otras fuerzas que afectan la economía; fuerzas que exigen cambio y ajuste, y perturban la pauta uniforme de la manera de actuar. Pero el crecimiento sostenido (pero moderado) de la oferta de dinero creará una atmósfera monetaria favorable a la operación efectiva de esas fuerzas (iniciativa, inventiva, y trabajo infatigable) resortes del crecimiento económico.

FUNCIONES DE LAS POLITICAS MONETARIA Y FISCAL COMO MEDIOS PARA COMBATIR LA INFLACION

INTRODUCCION

Uno de los principales problemas que enfrenta la economía peruana es el problema de evitar y controlar la inflación.

Perú tiene antecedentes muy buenos en materia de inflación. Después del abandono del Patrón oro inflexible en Mayo de 1932, los precios han aumentado permanentemente más que casi la mayoría de los países Latinoamericanos con inflaciones bajas. Si consideramos la experiencia

peruana de 64 años; hemos tenido las más altas inflaciones únicamente durante gobiernos mercantilistas y populistas; en particular, en el período 1960-1990. El nivel de precio en Perú, antes de Mayo de 1932 era aproximadamente el mismo que había prevalecido durante un siglo antes; el nivel actual de precios es más alto que el nivel de precios de antes de 1970, sobre todo a causa de la inflación que tuvo lugar entre 1974-1990. Así, el historial de Perú denota una preocupación y una sensibilidad extraordinaria ante el problema de la inflación.

Sin embargo, actualmente (Diciembre de 1996) Perú está teniendo alzas de precios que, aún cuando resultan pequeñas según las normas de algunos países Latinoamericanos inflacionistas, son grandes de acuerdo con el Patrón de medida de países con inflación casi nula.

En general, los precios están subiendo a una tasa anual de 11% ; tomando el promedio de cualquier período del pasado reciente.

ANALISIS DEL PROBLEMA DE LA INFLACION PERUANA

Al referirnos al problema de la inflación peruana debemos tomar en cuenta las complicaciones internacionales ya que tenemos un sector Comercio Exterior grande en el cual los intercambios comerciales con el extranjero representan aproximadamente el 40% del ingreso nacional. Sin embargo, dejaremos de lado esas complicaciones internacionales para mayor sencillez del presente análisis.

La creencia de que la inflación se produce por el déficit fiscal es una verdad a medias en la que la mitad falsa resulta por lo menos tan importante como la mitad verdadera.

Inflación con superávit fiscal: En Perú, después del golpe de Estado del General Velazco, los precios aumentaron aproximadamente en una tercera parte entre Octubre de 1968 y Mayo de 1970. En 1970, el gobierno tenía un superávit fiscal.

Deflación con déficit fiscal: En Perú, los precios tuvieron una severa caída 10 días después del shock del 8 de agosto de 1990. Entre agosto y diciembre de 1990, el gobierno tenía un voluminoso déficit fiscal.

La relación indirecta entre el déficit fiscal y la inflación

La relación entre el déficit fiscal y la inflación depende de la forma en que se financien el déficit fiscal.

Si el déficit fiscal se financia imprimiendo dinero, aumentando la cantidad ofertada de dinero que hay en la comunidad, producirá inflación.

Si el déficit fiscal se financia con empréstitos públicos⁹, no producirá inflación.

⁹Este medio al que recurre los gobiernos cuando los recursos del tesoro público no alcanzan para atender los excesivos gastos públicos no está bien expuestos en la Nueva Ley Orgánica del Banco Central de 1993.

Si al déficit fiscal le acompaña un retiro del circulante, como en los meses de agosto á diciembre de 1990, le acompañará una deflación.

Para entender la inflación debemos observar el volumen del dinero

En todo tiempo y lugar, la inflación es resultado de un aumento más rápido en la cantidad ofertada de dinero que el aumento de la producción de bienes, y cuanto provoque t n rápido aumento en dicha cantidad ofertada de dinero, provocará inflación.

En ocasiones lo que conduce a un aumento en la cantidad ofertada de dinero es el financiamiento del déficit fiscal. Esto es lo que provocó la hiperinflación en Perú en el período de julio de 1988-julio de 1990. Esto es lo que ha provocado inflación en muchos países, pero la cuestión decisiva es que cualquier cosa generar  inflación sólo si ocasiona un rápido aumento en la cantidad ofertada de dinero.

Considerando la función de la política monetaria y la función de la política fiscal en torno a la inflación. Distinguiendo las dos funciones para comprender la forma en que la política monetaria y la política Fiscal influirá sobre el comportamiento de los precios.

La política monetaria y la política fiscal se dirigen en forma simultánea y es difícil distinguir qué es lo que hace cada una de  sas dos políticas.

Para comprender el proceso, distinguiremos los efectos que ejerce cada una de  sas dos políticas:

- La política fiscal en sí se refiere a la relación entre los impuestos gubernamentales y los gastos gubernamentales por determinada cantidad de dinero.

Una restricción de la política fiscal significa un aumento en los impuestos gubernamentales ó una disminución en los gastos gubernamentales. Para comprender el efecto de una restricción de la política fiscal, debemos saber que hace el gobierno con el dinero adicional que recauda.

Una restricción de la política fiscal en sí significa que si el gobierno fija impuestos adicionales ocurre una de dos cosas: ó reduce las sumas que toma prestadas del público ó paga algo de la deuda, pero no utiliza ése ingreso fiscal adicional para disminuir la cantidad de dinero.

- La política monetaria en sí, se refiere a las variaciones en la cantidad de dinero.

Una política monetaria más restrictiva significa una más lenta tasa de aumento en la cantidad de dinero.

Una política monetaria más expansiva significa una más rápida tasa de aumento en la cantidad de dinero.

LA FUNCION DE LA POLITICA FISCAL COMO MEDIO PARA COMBATIR LA INFLACION

La creencia de que los aumentos de impuestos son deflacionarios independientemente de qué tipo de política monetaria le acompaña; es una verdad a medias en la que la mitad falsa resulta por lo menos tan importante como la mitad verdadera.

Es falsa la creencia de que los aumentos de impuestos reducen la demanda global, independientemente de qué tipo de política monetaria le acompaña.

Los aumentos de impuestos no son necesariamente deflacionarios y pueden ser neutralizados por otras fuerzas

El razonamiento usual se utilizó a menudo en Perú en 1993, antes del aumento de impuestos de ése año.

Hoy se utiliza ése razonamiento para lograr un "mayor " superávit presupuestario.

El razonamiento usual es "Si se elevan los impuestos, el contribuyente tendrá menos dinero que gastar y si ésto es así, se reducirá la presión sobre los precios". Pero ésto es sólo al mitad del asunto.

Supongamos, hipotéticamente, que el gobierno peruano en 1993 elevó los impuestos en 2 000 millones de nuevos soles.

El gobierno de otro modo habría emprestado 2 000 millones de nuevos soles más.

Por consiguiente, dado que los contribuyentes tienen 2 000 millones de nuevos soles menos, los compradores de bonos gubernamentales tienen 2 000 millones de nuevos soles más.

Un lado de la cuenta indica que el gobierno recibe más en impuesto. El otro lado de la cuenta indica que el gobierno necesita emprestar menos

para financiar sus gastos gubernamentales.

De modo que, por una parte, el contribuyente tiene un incentivo para reducir sus gastos y, por otra parte; en el mercado de capitales se reduce la demanda de fondos prestables.

Lo que sucederá en tales circunstancias, si suponemos que el Banco Central no varía su política monetaria como resultado de un aumento en el impuesto, es que las reducidas demandas de fondos prestables sobre el mercado de capitales promoverán una menor tasa de interés y ésta, a su vez, estimulará a otras personas a emprestar los fondos prestables que, de otra forma, hubiera prestado el gobierno. Y así es como en 1993 se observó que la implantación de un aumento de impuesto estuvo acompañado temporalmente de cierta disminución en las tasas de interés.

Este esbozo no es un análisis completo de los efectos de los impuestos sobre la inflación.

Este esbozo significa que no existe un efecto de primer orden por parte de mayores impuestos sobre la inflación.

Este esbozo significa que existe un efecto de segundo orden por parte de mayores impuestos sobre la inflación: Si se reducen las tasas de interés a consecuencia de un aumento de impuestos, es posible que se induzca a la gente a retener unos saldos en efectivo más cuantiosos; y ésto puede ser ligeramente deflacionario; pero tanto la teoría como las pruebas empíricas indican que si los impuestos no influyen sobre la cantidad de dinero, entonces un aumento en los impuestos tendrá un efecto muy reducido sobre la tasa de inflación.

Los economistas heterodoxos creen que un aumento de impuestos implantado en un momento determinado frenará la inflación pero hay economistas que se oponen a éste aumento de impuesto y proponen que deben ser eliminados dichos aumentos de impuestos, ya que los impuestos son demasiado altos, y que la única forma de reducir el gasto gubernamental es una disminución de impuestos. El gobierno gastará cuanto se recaude en impuestos, y un poco más; y la única manera de reducir el gasto gubernamental es la disminución de impuestos.

LA FUNCION DE LA POLITICA MONETARIA COMO MEDIO PARA DETENER LA INFLACION

Los economistas heterodoxos creen que el aumento de impuestos de 2 000 millones de nuevos soles desalentaría el gasto gubernamental. Pero el desalentar ó no el gasto gubernamental depende de lo que haga el Banco Central.

Si el Banco Central aumenta rápidamente la cantidad de dinero, éllo tendrá un mayor efecto que el aumento de impuestos. Si el Banco Central reduce el ritmo de creación de dinero, entonces se abatirá la inflación.

El Banco Central cooperó con el deseo de llevar a cabo "el aumento de impuestos". El Banco Central procedió a elevar la tasa de aumento de dinero.

la situación era una política impositiva deflacionaria y una política monetaria inflacionaria.

Los resultados son: La cantidad de dinero creció a una tasa

extremadamente rápida en el segundo semestre de 1993.

De acuerdo con la definición específica de dinero que se adopte, la cantidad de dinero creció entre el 8% y 12% anual. La consecuencia fué una alza continua y acelerada de la inflación. Los precios siguieron subiendo, aunque hubo ciertos indicios de un descenso en la tasa de aumento del gasto de los consumidores, porque la elevación del impuesto afectó principalmente a los consumidores.

Sin embargo, tal como se había previsto ésto se compensó con un incremento en el gasto de inversión, en la construcción de viviendas, de infraestructura vial y agraria y en las existencias; conforme el gobierno reducía su absorción de recursos del mercado de capitales. Lo que sucedía era que el gobierno emprestaba una cantidad mucho menor y que, por tanto, en el mercado de capitales, había disponible un mayor volumen de fondos para financiar las otras actividades. Pero una parte no constituye el todo. Este caso aislado es un ejemplo y no es una demostración.

Si únicamente se tuviera éste ejemplo aislado, no se podría confiar mucho en la conclusión de que lo que ocurre con el volumen del dinero es mucho más decisivo para la inflación y la deflación que lo que ocurre con los impuestos (y el gasto gubernamental).

Pero tenemos un gran número de pruebas empíricas. Es éste un tema sobre el cual ya se han efectuado muchos estudios empíricos. Los trabajos que varios economistas han realizado sobre la experiencia monetaria peruana a través de muchos años, junto con algunos estudios empíricos que se han hecho en 1980-94 en torno a la experiencia democrática peruana, coinciden en que lo que ocurre con el volumen del dinero es mucho más decisivo, para la trayectoria del ingreso nacional nominal y del gasto medido en nuevos

soles, así como para el comportamiento de los precios; que lo que ocurra con los impuestos y los gastos gubernamentales¹⁰.

En conclusión hay una y sólo una forma de que un país pueda detener la inflación, y que consiste en reducir la tasa a la que aumenta la cantidad de dinero.

Existe dos razones por las que es muy difícil aceptar ésta conclusión:

1. La tendencia de los ejecutivos de los bancos comerciales a fijar su atención en lo que no deben:

Los ejecutivos de los bancos comerciales tienden a fijar su atención en los aspectos crediticios de la política monetaria, en los préstamos y empréstitos de la política monetaria, en las tasas de interés de la política monetaria y no en los efectos cuantitativos en el dinero de la política monetaria.

Los ejecutivos de los bancos comerciales se inclinan a pensar que hay escasez de dinero cuando las tasas de interés son altas y que hay abundancia de dinero cuando las tasas de interés son bajas.

¹⁰Pero no se debe exagerar la situación; existe un gran margen, una gran flexibilidad en la relación entre la variación monetaria y la variación en el ingreso nominal. Hay una tendencia a que el péndulo oscile con demasiada amplitud y nos encontramos con la inesperada situación de prevenir a la gente de que no tome demasiado en serio las relaciones monetarias. Existe una conexión pero de ninguna manera es un rígido eslabón mecánico.

Esto lleva a los ejecutivos de los bancos comerciales a errar el camino.

Los ejecutivos de los bancos comerciales deben observar los hechos reales: los países Latinoamericanos con tasas de interés altas son Argentina, Brasil, Venezuela, Mexico y Perú son países donde la cantidad de dinero ha aumentado con mucha rapidez, donde los precios han estado subiendo con mucha rapidez; y la razón por la que las tasas de interés son altas está en que el dinero ha sido abundante. Los países Latinoamericanos con relativamente bajas tasas de interés son Chile y Panamá. Son países que han mantenido a un nivel bajo la tasa de aumento de dinero.

Así, los hechos reales son justo lo opuesto a lo que la mayoría de ejecutivos de bancos comerciales creen. La mayoría de éstos ejecutivos dan por supuesto que, si se incrementa rápidamente la cantidad de dinero, éllo reduciría la tasa de interés. Sin embargo, el hecho real es que dondequiera que se ha incrementado rápidamente la cantidad de dinero, la tasa de interés ha sido alta; dondequiera que se ha incrementado lentamente la cantidad de dinero, la tasa de interés ha sido baja.

Se debe aclarar que la situación es un poco más complicada tal como se ha descrito, pues sucede que el efecto a corto plazo de la cantidad de dinero sobre la tasa de interés va en un sentido, y el efecto a largo plazo de la cantidad de dinero sobre la tasa de interés va en otro sentido.

Sin embargo, en éstos días, la experiencia y las prédicas se han combinado para determinar cierto cambio en las actitudes de los ejecutivos de los bancos comerciales a éste respecto.

Ahora el Banco Central describe a la política monetaria en función de lo que ocurre con la cantidad de dinero.

Antes el Banco Central describía a la política monetaria en función de si el crédito es restringido ó expansivo, en función de la tasa de interés, en función de la disponibilidad del crédito.

Ahora el Banco Central sostiene que; no quiere dar a entender que los cambios en la cantidad de dinero son necesariamente lo más importante, pero aclaran que tal influencia no debía menospreciarse.

Esto es en extremo importante desde el punto de visto de una evaluación de la futura política monetaria en Perú, ya que se ha descubierto que, si alguien puede decir lo que hará el Banco Central; entonces se podrá indicar algo sobre lo que sucederá en la economía, pero es más difícil predecir lo que hará el Banco Central, que predecir las consecuencias de la política monetaria del Banco Central.

Sin embargo, ahora puede ser más fácil predecir; ya que antes, cuando el Banco Central observaba en la tasa de interés, no podía estarse seguro de que lo que allí observaba el Banco Central correspondía a lo que efectivamente hacía el Banco Central. Pero en la actualidad el Banco Central está observando con mucho mayor cuidado la cantidad de dinero; entonces, si el Banco Central anuncia que piensa restringir la cantidad de dinero, puede tenerse alguna confianza de que así será.

Por lo tanto, la primera razón consiste en la tendencia a concentrar la atención en las tasas de interés y no en la cantidad de dinero.

2. La segunda razón por la que ha sido difícil entender y aceptar la relación entre la cantidad de dinero y el ingreso nacional nominal reside en los retrasos, en los desfases de los efectos de las variaciones de la cantidad de dinero sobre la economía. También aquí se ha acumulado una enorme experiencia.

Si hoy en día se reduce la tasa de aumento de la cantidad de dinero; si hoy en día se realiza un desplazamiento, tal como lo hizo el Banco Central en agosto de 1990 de una tasa de aumento de la cantidad de dinero anual exagerada a una tasa de aumento anual muy restringida, durante cierto tiempo casi no habrá efecto alguno, porque se requiere de un período considerable para que ésta reducción monetaria repercuta en el conjunto de la economía.

Los estudios empíricos muestran que hacen falta entre seis meses y un año para que éstas reducciones monetarias se manifiesten en la economía, y a esto, en parte, se debe que sea tan difícil para la gente reconocer la relación entre los cambios en la cantidad de dinero y los cambios en el ingreso nacional nominal. Porque si se les observa al mismo tiempo, la relación es muy vaga.

Se debe considerar lo que está sucediendo hoy con la cantidad de dinero y lo que estará sucediendo con el ingreso nacional nominal dentro de seis, ó doce meses a partir de ahora.

Esto es muy importante, si se ha entender la situación actual en Perú, donde hoy los precios continúan aumentando rápidamente y no han mostrado señales de estar disminuyendo. Porque todavía están reflejando el rápido ritmo de aumento en la cantidad de dinero que hubo hace pocos meses.

En aquel entonces, la cantidad de dinero aumentaba exageradamente fenómeno que está operando aún a través del sistema. Todavía se manifiestan los efectos de ése rápido aumento de la cantidad de dinero.

Ocurrió un cambio en la política monetaria alrededor de Agosto de 1990 que ha comenzado a tener efectos en el mercado de capitales, pero aún no ha ejercido una influencia importante en la economía.

Las variaciones monetarias influyen en el mercado de capitales con mucha más rapidez que en el conjunto de la economía: Los mercados de capitales están constituidos por activos existentes. Son de muy rápido ajuste. Pueden hacerlo instantáneamente. Los precios pueden subir ó bajar de un día para otro.

La economía es una cuestión de gasto; de una mayor ó menor tasa de producción de bienes y requiere tiempo provocar un cambio.

Una política monetaria que se adopte hoy puede no influir sobre el gasto sino dentro de cinco ú ocho meses.

En Perú, en la actualidad, se propone que se suspenda el impuesto a los activos fijos. Los economistas reconocen que éso no influirá sobre el gasto de inversión sino hasta, quizás, dentro de cinco ú ocho meses.

Se vé lo común que es el fenómeno de que las fuerzas que afectan al ingreso nacional requieren, para surtir efecto, mucho más tiempo que las fuerzas que influyen sobre el mercado de capitales. A éso se debe que el efecto inmediato, es decir, que el efecto que a corto plazo ejerce una tasa menor de crecimiento monetario, incida sobre el mercado de capitales.

El efecto que en diciembre de 1994 y enero de 1995 tuvo el paso a una tasa de incremento del dinero menor consistió, en primer lugar, en reforzar el alza de la tasa de interés.

El efecto inicial fué una subida de la tasa de interés, osea una reducción de la actividad del mercado de valores. Pero ésto fué sólo el primer efecto.

Conforme la disminución de la tasa de crecimiento monetario empiece a influir en el gasto y el ingreso, ocasionará una declinación en la demanda de fondos prestables, porque a medida que el ingreso pierda impulso, el deseo de invertir decaerá, el deseo de emprestar disminuirá, y por consiguiente, se observará que la tasa de interés dejará de aumentar y comenzará a descender.

Por lo que hace a la economía, habrá una contracción en la tasa de aumento del ingreso nominal. El alcance de ésta baja y el momento en que ocurra dependen de lo que el Banco Central haga en adelante.

Ha habido un período de alrededor de tres meses de un crecimiento monetario bastante lento.

Si el día de mañana el Banco Central hubiese de efectuar un viraje y empezara a incrementar rápidamente la cantidad de dinero, ésos tres meses de lento crecimiento sólo representarían una pequeña ondulación en la corriente de expansión económica.

Por otra parte, si el Banco Central continúa su política monetaria de lento crecimiento monetario; entonces todo hace suponer que éllo provocará

una disminución en el ritmo de la actividad económica durante el "próximo" semestre.

A éste respecto existe un experimento controlado.

En diciembre de 1994 había dos clases de pronósticos acerca del año 1995.

Los economistas heterodoxos afirmaron que el primer semestre de 1995 sería lento y que en el segundo semestre habría una recuperación. Afirmaban ésto porque todavía contaban con que el aumento de impuesto surtiría efecto.

Los economistas que hacen hincapié en las fuerzas monetarias, sostenían que hay algo de lo que se puede estar seguro: El primer semestre de 1995 sería muy pujante; es decir, seguiría siendo inflacionario.

En la actualidad, unos rápidos aumentos del ingreso nominal son perjudiciales, no beneficiosos, si se está de acuerdo en que se desea controlar la inflación. Lo que dicen éstos economistas es que, posiblemente, hasta hubiese una rápida tasa de aumento del ingreso nominal en el primer semestre y una atenuación durante el segundo semestre.

La primera mitad de la predicción se ha confirmado: La tasa de crecimiento del ingreso nominal ha sido alta durante el primer semestre, pero aún se corre el riesgo de equivocarse en cuanto al segundo semestre. Si la tasa actual de crecimiento monetario continúa todo permite suponer que habrá una reducción en la tasa de crecimiento del ingreso nominal en el segundo semestre.

Por principio de cuentas, ésto tuvo un efecto muy reducido sobre los precios. Estos precios tienen su propia inercia y tienden a continuar durante algún tiempo; pero si se mantiene el grado de restricción monetaria, entonces la inflación tenderá a disminuir algún tiempo después; quizás hacia el primer trimestre de 1996 ó el cuarto trimestre de 1996.

En realidad el grado de restricción monetaria de Agosto de 1990 fué excesivo, no debería aplicarse el grado de restricción que aplica el Banco Central, pues cuando se ha estado experimentando una inflación a un ritmo como de 1988-1990 conviene hacer disminuir la inflación gradualmente. Si se frena con demasiada brusquedad, se corre el peligro de llevar a la economía hacia una pausa mayor que la deseable.

El Banco Central dice que éste procedimiento es muy difícil de seguir, pues ya se lleva tres meses manteniendo condiciones relativamente restrictivas y no hay señal de que ésto tenga algún efecto en la economía.

Así, es grande la tentación de pisar el freno con todavía más fuerza. Esto sería un gran error, pero se confía que no se cometerá. Se espera que se siga manteniendo una presión definida, pero moderada sobre la tasa de aumento de la oferta de dinero.