

---

# POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA FISCAL

---

*Política monetaria y política fiscal*  
de Antonio Erias Rey y José Manuel Sánchez Santos,  
Madrid, Ediciones Pirámide, 1998, 350 pp.

*Lucía Montoya de Restrepo\**

**P**ara alguien que, como yo, ha dictado durante varios años el curso de política monetaria con el enfoque normativo tradicional, la lectura del texto fue un estimulante encuentro con una visión de la teoría de la política económica mucho más rica en elementos para enfrentar una de las preguntas claves de la teoría económica: ¿cómo es el proceso de toma de decisiones de los agentes económicos?

La introducción del libro no es tan sólo una excelente síntesis de los temas que se estudian sino una presentación muy pedagógica de los conceptos básicos del enfoque institucional, que ilustra claramente la forma como éstos se aplican en el análisis del proceso de elaboración de la política económica.

A lo largo de todo el texto se evidencia la clara intención de establecer un contraste con la óptica tradicional, tanto en lo que se refiere al realismo de los supuestos acerca del carácter y el comportamiento de quienes diseñan las políticas y de los agentes privados, como en lo que respecta al papel de las instituciones en la determinación de esos comportamientos. Y con ese propósito, los autores demuestran con insistencia que el análisis es más realista cuando se acepta que quienes diseñan las políticas son grupos con funciones objetivo diferentes de acuerdo con la parcela de política económica que controlan o con sus preferencias políticas, que cuando se suponen planificadores sociales representativos cuyo único objetivo es maximizar una función de bienestar social perfectamente definida.

Se insiste además en la necesidad de reconocer e incluir en el análisis la heterogeneidad de los agentes y de los grupos económicos, no sólo en cuanto a las preferencias sino en cuanto al poder para

\* Profesora de la Universidad Externado de Colombia.

influir en el proceso de diseño y ejecución de las políticas. Y el análisis de los procesos de elaboración de políticas y del comportamiento de los agentes económicos se aproxima aún más a lo que sucede en la realidad cuando se tiene en cuenta de modo explícito el carácter bidireccional de las relaciones entre autoridades económicas y agentes privados, y el papel de las instituciones en la formación de los incentivos que gobiernan el comportamiento de ambos grupos.

Cuando el estudio del proceso de implementación de la política económica y de sus efectos tiene en cuenta los elementos anteriores, es necesario reconocer que existen dos tipos de restricciones –políticas y de credibilidad– adicionales a las restricciones tecnológicas y de recursos de los análisis tradicionales. Por esa razón, las herramientas analíticas más apropiadas para llevar a cabo este tipo de análisis son la teoría de juegos y las contribuciones de la teoría de las expectativas racionales.

Una vez establecidas esas premisas analíticas y metodológicas, el libro –haciendo honor a su nombre– se dedica a estudiar las consecuencias de las restricciones de credibilidad sobre la política monetaria y de las restricciones de índole política sobre la política fiscal, tanto en lo que se refiere al diseño de las políticas como en cuanto a su eficacia.

#### LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS RESTRICCIONES DE CREDIBILIDAD

En el estudio de la política monetaria, la primera parte se dedica a demostrar por qué existen restricciones de credibilidad en la formulación de políticas y medidas específicas; y el análisis gira en torno de un concepto fundamental: la inconsistencia dinámica de los planes óptimos<sup>1</sup>. ¿Por qué la autoridad monetaria tiende a apartarse de los planes previamente anunciados? La respuesta de los autores combina dos elementos: el carácter secuencial del proceso de instrumentación de la política monetaria y la posibilidad de aprovechar los *trade off* entre inflación y desempleo, cuya combinación produce sorpresas inflacionarias. Si frente a esta situación los agentes económicos perciben que la autoridad de política tiene un incentivo que lo puede hacer desviar de la senda anunciada previamente, surgen los problemas de credibilidad.

De modo que la mejor solución institucional al problema de credibilidad de la política monetaria es un banco central independiente con un objetivo claro y explícito de estabilidad de precios a largo

<sup>1</sup> El plan óptimo para el periodo  $t+j$  diseñado en el momento  $t$  es diferente del plan óptimo para ese periodo en el momento  $t+j$ .

plazo. La independencia y la claridad de los objetivos de esa institución llevan a que los agentes económicos perciban que la función objetivo del banco central da mayor peso e importancia al control de la inflación de lo que le darían el gobierno o los órganos legislativos, pues esos grupos tienen claros incentivos para utilizar la política monetaria con fines políticos.

Los autores no limitan el análisis de las restricciones de credibilidad de la política monetaria al ámbito nacional, también consideran la esfera internacional y muestran que los mercados financieros hoy, con las recientes transformaciones ligadas a los desarrollos tecnológicos y las políticas de desregulación, desempeñan un papel esencial que aún no ha sido suficientemente valorado por la teoría tradicional. Las políticas monetarias nacionales que no son creíbles por los mercados financieros son castigadas con primas de riesgo que se reflejan en tasas de interés y tasas de cambio más altas.

Teniendo en cuenta estas circunstancias, los capítulos dedicados al tema monetario hacen énfasis en la naturaleza estratégica de las relaciones entre la autoridad monetaria y los agentes privados - especialmente los mercados financieros- y en demostrar que las restricciones de credibilidad dan lugar a políticas monetarias subóptimas.

Esta nueva manera de enfocar el proceso de diseño de la política monetaria implica, entre otras cosas, que las expectativas y su proceso de formación son un aspecto esencial del análisis, puesto que los problemas de credibilidad aparecen cuando los agentes esperan que las autoridades de política no cumplan los planes ni logren las metas trazadas. Por esta razón, la bondad de los instrumentos ya no se puede juzgar considerando únicamente su estabilidad y su adecuación con respecto a las metas, sino que también es necesario evaluar su poder de señalización, es decir, su capacidad para dar las señales que el Banco Central realmente se propone en el corto y el largo plazo.

El nuevo e importante papel que se atribuye a las expectativas supone de manera implícita que la eficacia de una estrategia monetaria no depende tan sólo de su solidez técnica; también depende de la forma como la autoridad monetaria la presenta a los agentes económicos. El reconocimiento de la importancia de las expectativas permite además entender por qué los mercados financieros, con su capacidad para convertir en forma cada vez más rápida sus expectativas en decisiones, son decisivos para determinar el grado de eficacia de la política.

Desde esta perspectiva analítica, es obvio entonces que la reputación del Banco Central tiene gran influencia en los mecanismos

de transmisión de la política monetaria. La credibilidad en su fidelidad al objetivo de la estabilidad de precios a largo plazo lleva a que los agentes valoren las decisiones de la autoridad monetaria de tal manera que se reducen los costos de la política monetaria y se agilizan los mecanismos de transmisión.

#### LA POLÍTICA FISCAL Y LAS RESTRICCIONES POLÍTICAS

Así como las restricciones de credibilidad contribuyen a explicar por qué las políticas monetarias resultan subóptimas, las restricciones políticas son fundamentales para explicar las políticas fiscales subóptimas. La segunda parte del libro se dedica a estudiar ese tema.

El análisis parte del reconocimiento que el proceso de diseño de la política fiscal es en realidad un proceso político. Desde este punto de vista, los agentes que toman las decisiones de política fiscal actúan guiados por dos móviles: maximizar su popularidad y satisfacer las preferencias de sus votantes, lo que equivale a reconocer que el proceso electoral y los partidos políticos influyen de manera inevitable en la orientación de la política fiscal.

Un corolario implícito en esta perspectiva es que el tamaño del déficit fiscal y la forma de financiarlo tienen determinantes políticos, es decir, las decisiones en esta materia tienen en cuenta algunas consideraciones de carácter estratégico, entre ellas la búsqueda de la elección o reelección de la autoridad o grupo encargado de la política fiscal o el ánimo de condicionar las políticas tributarias y de gasto del gobierno siguiente.

Por otra parte, en un análisis que pretende ser más realista que los de tipo convencional, es evidente que, además de las motivaciones políticas mencionadas, existen otros elementos no económicos que pueden influir en la viabilidad de una reforma de saneamiento fiscal, como el diseño institucional de las entidades que intervienen en la gestión de la deuda pública, la votación con que un gobierno haya resultado elegido o el peso del ministro de Hacienda en el gobierno. Como sabemos, estos elementos no se consideran en la teoría tradicional de los déficit públicos basada en el principio del *tax smoothing* (distensión fiscal).

En los modelos basados en esta teoría, las variaciones de la deuda pública obedecen a choques que afectan el producto y las finanzas del gobierno. En otras palabras, las caídas transitorias de la actividad económica dan lugar a aumentos de la deuda como uno de los medios para mantener o aumentar el nivel de gasto público en presencia de una reducción de los impuestos. Sin embargo, los autores del libro

muestran que la trayectoria del déficit público de muchos países no se ajusta a esa hipótesis y que se gana poder explicativo introduciendo los elementos de orden político.

El libro culmina con un capítulo sobre la relación entre la política monetaria y la política fiscal. En esta materia aporta un elemento novedoso: la demostración de que un déficit creciente, sin importar que sea financiado con emisión o con deuda, termina induciendo una política monetaria acomodaticia. Una senda fiscal que se traduzca en un coeficiente deuda/PIB que despierte recelo en los agentes económicos genera expectativas que desatan presiones inflacionarias y devaluacionistas. Las expectativas vuelven a aparecer como un elemento esencial en el proceso de formulación de la política económica y en el análisis de sus efectos sobre el comportamiento de los agentes.

Pese a que el principal propósito del libro es hacer un contraste teórico entre la óptica tradicional con la nueva perspectiva y mostrar lo que ésta última representa como teoría positiva de la política económica, también propone algunas recomendaciones de política y analiza los pros y los contras de las distintas opciones. Además de los aportes sobre la naturaleza estratégica de las relaciones entre las autoridades económicas y los agentes privados y entre agrupaciones de las mismas autoridades económicas, cabe destacar el análisis de los diversos tipos de asimetrías: temporales, de información, de interpretación, de valoración, etcétera. En el aspecto normativo, los autores resaltan algunos elementos que permiten o hacen necesario replantear los debates sobre credibilidad, flexibilidad, reglas, discrecionalidad, ambigüedad y transparencia.

En cuanto a las deficiencias del texto, la más notoria se encuentra en el capítulo sexto, 'Política fiscal y déficit público', no sólo porque se aparta del enfoque institucional que sirve de eje a todos los demás capítulos, sino porque contiene afirmaciones que sólo son válidas aceptando supuestos muy restrictivos que no se hacen explícitos. Pero éste es sólo un punto gris dentro de un todo en el que predominan la claridad y el rigor de la exposición y la combinación del análisis conceptual con casos concretos de diseño y aplicación de políticas. Infortunadamente, los estudios de caso que se citan hacen referencia a países europeos o a los Estados Unidos, pero ninguno a Latinoamérica.

También vale la pena resaltar la extensa bibliografía que incluye obras de autores que desde hace bastante tiempo mostraron las ventajas y bondades de esta mirada interdisciplinaria de la economía, así como los mejores representantes del enfoque institucional y de la escuela

de la elección pública. No sólo incluye autores norteamericanos sino también europeos, y dentro de ellos, muchos españoles cuyos textos no son muy conocidos entre nosotros.

Pese a todos los méritos del texto en mención y del enfoque que propone, surgen algunas inquietudes sobre la posibilidad de utilización de uno y otro.

En cuanto al enfoque, existe una limitación metodológica para verificar y validar sus supuestos o sus conclusiones: la dificultad para encontrar o construir variables *proxy* que permitan incorporar todos los elementos políticos e institucionales pertinentes en un modelo econométrico definido. El libro sugiere algunos indicadores que permiten subsanar esta dificultad al tiempo que señala sus limitaciones. Además, la evidencia empírica de algunos países de la OCDE que se utiliza para respaldar algunas de las hipótesis básicas no es concluyente. Ése es el caso, por ejemplo, de las encuestas realizadas en varios países europeos para validar la hipótesis de que los agentes conocen las preferencias de la autoridad de política o que pueden llegar a conocerlas mediante un proceso de aprendizaje, una hipótesis fundamental en los modelos del ciclo político económico.

En cuanto al texto, y desde el punto de vista de quien dicta un curso sobre política monetaria, vale la pena hacer unas breves consideraciones.

El libro no se podría utilizar como texto en un curso de pregrado pues sólo puede ser aprovechado por quien ya tiene una formación básica en la materia. Pero es útil como referencia para enriquecer el curso: aportando elementos para la discusión de los supuestos de los modelos tradicionales y enriqueciendo la bibliografía sobre los temas institucionales que de todas maneras deben formar parte del curso, como por ejemplo, en el caso de la banca central. Este tema casi siempre se incluye en los cursos de política monetaria, en los que por lo general se hace énfasis en los instrumentos que el banco utiliza y en su eficacia para el logro de los objetivos. El capítulo del libro que se ocupa de este tema presenta un excelente análisis del papel del banco central y, de manera coherente con el enfoque adoptado, se concentra en aspectos como la credibilidad, la independencia y los problemas de coordinación con los responsables de otras áreas de la política económica. Esta parte es un excelente complemento de la bibliografía usual y permite que los estudiantes aprecien críticamente las discusiones entre grupos de decisión que en el país se conciben como islotes separados que se recriminan mutuamente.

Por otra parte, desde el punto de vista estrictamente pedagógico, hay elementos que nos obligan a los profesores a cuestionar la manera

como presentamos los temas. Normalmente hablamos de relaciones entre variables y no de relaciones entre agentes económicos; mostramos cómo reacciona un indicador cuando se modifica otro, en lugar de referirnos a las reacciones de un grupo ante las decisiones de otro grupo. Esta forma de exposición, repetida en todos los cursos, va dejando en la mente del estudiante una idea mecanicista de los procesos económicos y de la forma como se diseña la política pública. El enfoque que acabamos de presentar, que analiza el proceso de diseño y ejecución de la política económica como un juego (no cooperativo, la mayoría de las veces), obliga a conceder toda la importancia que se merece al carácter de los agentes y a las relaciones entre ellos.

La posibilidad de introducir elementos políticos e institucionales en nuestros cursos da mayor realismo a los análisis, lo que dicho sea de paso responde a una petición generalizada de los estudiantes. Pero a la vez nos plantea varios retos y mayor exigencia y rigor. Entre ellos, lograr el equilibrio adecuado entre abstracción y realismo. En ese sentido, el intento de incorporar más elementos para representar todo el panorama puede dificultar en vez de facilitar la comprensión de los fenómenos fundamentales. El otro peligro es la posibilidad de que el entusiasmo por las luces que arroja esta visión interdisciplinaria de la economía deje en los estudiantes la sensación de que ‘todo es institucional’, y que, por lo tanto, las medidas que buscan resolver los desequilibrios macroeconómicos pueden ser sustituidas por la arquitectura institucional.

El enfoque que se adopta en el texto muestra que el proceso de elaboración de la política económica es más complejo de lo que se suele pensar y que sus resultados son más inciertos. Pero como afirman sus autores

no cabe sorprenderse de la ausencia de soluciones definitivas que pueda detectarse en algunas de las conclusiones a la hora de examinar los efectos de determinadas medidas de política económica o las relaciones causales entre algunas variables económicas. Esta característica no es algo exclusivo de la ciencia económica, pues incluso en la dinámica clásica y en la física cuántica, que tantas veces se emplean como arquetipo de ciencias exactas, las leyes fundamentales expresan probabilidades, no certidumbres (p. 30).