

**¿EN QUÉ ESTÁ LA TEORÍA MONETARIA?
REFLEXIONES TRAS LA VISITA A CHILE DE
ROBERT E. LUCAS, JR.***

Francisco Rosende R.

Hace ya veinte años, las contribuciones de Robert E. Lucas provocaron un verdadero impacto en el análisis y metodología de estudio del manejo macroeconómico de corto plazo. Desde entonces, son numerosos los estudios que se han desarrollado con el propósito de evaluar las propuestas específicas de Lucas con relación a las causas del ciclo económico y la naturaleza de la oferta agregada. Por otro lado, han sido también numerosos los trabajos en los que se utilizan las sugerencias metodológicas de Lucas para estructurar el planteamiento y validación de hipótesis en macroeconomía.

En el presente artículo se revisa el estado de la discusión sobre teoría monetaria a la luz de lo expuesto por Robert E. Lucas en su reciente visita a Chile, invitado por el Centro de Estudios Públicos. Este trabajo se propone servir como un marco de referencia para la entrevista a Lucas, que se publica en este volumen, y como una lectura de los aspectos más sobresalientes del debate macroeconómico actual.

FRANCISCO ROSENDE RAMÍREZ. Decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Pontificia Universidad Católica de Chile. Investigador Asociado del Centro de Estudios Públicos.

* Agradezco a Rodrigo Vergara por sus comentarios.

La reciente visita a Chile del Premio Nobel de Economía Robert E. Lucas, invitado por el Centro de Estudios Públicos, ha contribuido a revitalizar el debate académico doméstico en temas tan importantes como el estudio de los determinantes del crecimiento económico y el rol de la política económica frente a las fluctuaciones de corto plazo. Pocos economistas pueden hablar actualmente con tanta autoridad como Lucas de los temas mencionados, debido a la trascendencia de las contribuciones que éste ha realizado al desarrollo del conocimiento en dichas áreas.

La investigación de Lucas se ha dirigido últimamente, en lo esencial, al estudio del crecimiento económico, área que ha concitado un enorme interés entre los economistas académicos tras la publicación de los importantes aportes realizados por Romer (1986)¹ y el propio Lucas (1988)². Así, las presentaciones efectuadas por Lucas en el CEP se refirieron al tema del crecimiento y sus determinantes, ocupando un lugar menos relevante dentro de las mismas el análisis del ciclo económico y las teorías explicativas de éste. No obstante lo cual, las opiniones de Lucas sobre el manejo macroeconómico de corto plazo contienen importantes reflexiones sobre el estado actual de la teoría de los ciclos de actividad³.

2. Los trabajos seminales desarrollados por Lucas a comienzos de los años 70 en el campo de los ciclos económicos⁴ se estructuraron sobre la base de dos principios básicos: la teoría cuantitativa del dinero y la hipótesis de expectativas racionales. En un plano más operativo, Lucas utilizó el supuesto de mercados en equilibrio de manera de entregarles a los precios la tarea de ajustar los mercados, al tiempo que incorporó el modelo intergeneracional desarrollado por Samuelson (1958)⁵, Cass y Yaari (1966)⁶ como marco de referencia para el estudio de las fluctuaciones de la actividad económica y el empleo. Tanto de la lectura de su conferencia Nobel⁷, como de la entrevista sostenida con economistas en el Centro de Estudios Públi-

¹ P. Romer, "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, 94 (1986).

² R. Lucas, Jr., "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22 (1988).

³ Al respecto, véase "Conversación con Robert E. Lucas, Jr.", en este volumen.

⁴ Una recolección de estos se encuentra en su *Studies in Business Cycle Theory* (MIT Press, 1981).

⁵ "An Exact Consumption-Loan Model with or without the Social Contrivance of Money", *Journal of Political Economy*, 66 (diciembre 1958).

⁶ "A Re-examination of the Pure Consumption Loan Model", *Journal of Political Economy*, 74 (agosto 1966).

cos, es claro que para Lucas los referentes básicos en el estudio de la teoría monetaria y los ciclos de actividad siguen siendo la teoría cuantitativa y la hipótesis de expectativas racionales.

Con relación a la teoría cuantitativa, es llamativo el énfasis de Lucas para sostener la validez del supuesto monetarista de estabilidad de la demanda por dinero. Ello a pesar que la opinión actualmente predominante en la profesión es la opuesta. A juicio de Lucas, más allá de un análisis específico de las diferentes contribuciones a la evidencia, los datos muestran una correlación muy estrecha entre los cambios del dinero y los del ingreso nominal⁸ en el mediano plazo, lo que confirma la validez de la teoría cuantitativa como marco de referencia para el estudio de la teoría monetaria, junto con la validez del supuesto de estabilidad de la demanda por dinero en el mediano plazo.

En lo que se refiere al corto plazo, se acuerda con los desarrollos teóricos realizados por el propio Lucas, es razonable encontrar una relación menos estable entre las innovaciones monetarias y los cambios en el ritmo de crecimiento del ingreso nominal. Ello por cuanto la respuesta de los individuos frente a ciertos cambios en los determinantes de sus deseos por liquidez dependerá de la percepción que éstos tengan respecto de la naturaleza de dichos cambios. Luego, un mismo cambio en las tasas de interés nominales o del producto real puede provocar respuestas diferentes en la demanda por dinero, dependiendo de si los individuos visualizan estos movimientos como “transitorios” o “permanentes”, y de la información que estos movimientos incorporen acerca de la orientación esperada de la política monetaria en el futuro próximo. Dado ello, en el marco de un manejo monetario discrecional es más probable que la demanda por dinero observe un comportamiento inestable en el corto plazo que bajo un patrón de regla monetaria del tipo $k\%$.

Con respecto a la hipótesis de expectativas racionales, Lucas es igualmente categórico en destacar su vigencia y relevancia. Cabe señalar que durante los últimos años se ha producido un fuerte cuestionamiento al supuesto de racionalidad de los agentes económicos, el que ha provenido especialmente del área de la teoría monetaria internacional⁹. En particular,

⁷ “Nobel Lecture: Monetary Neutrality”, *Journal of Political Economy*, N° 4 (1996).

⁸ Al respecto, véase la “Nobel Lecture...”, *op. cit.*, y su “Two Illustrations of the Quantity Theory of Money”, *American Economic Review*, Vol. 70 (1980).

⁹ Sobre el estado de la discusión en esta área, véase, por ejemplo, J. A. Frankel y A. K. Rose, “Empirical Research on Nominal Exchange Rates”, en G. Grossman y K. Rogoff, *Handbook of International Economics*, Vol. III (Elsevier Science, 1995), y M. P. Taylor, “The Economics of Exchange Rates”, *Journal of Economic Literature* (marzo 1995).

la incapacidad exhibida por las teorías tradicionales para explicar el comportamiento de los flujos financieros en función de lo que se considera como sus determinantes teóricos (fundamentos) ha llevado al desarrollo de teorías que asumen algún grado de irracionalidad de los agentes económicos, o al menos de una parte del mercado¹⁰.

Para Lucas, los problemas que plantea la explicación de determinados fenómenos en función de las teorías disponibles no deben interpretarse como un signo del fracaso de los “principios básicos” sobre la base de los cuales se construye la teoría, y entre los que se cuenta la hipótesis de expectativas racionales, sino que posiblemente reflejan el fracaso de los economistas para explicar ciertos aspectos de la realidad a partir de un marco analítico básico. Por otro lado, la capacidad explicativa de modelos en los que se utilizan supuestos de cuasirracionalidad, o algún grado de irracionalidad por parte de los mercados, dista de ser satisfactoria. En efecto, el intento de explicar, por ejemplo, el comportamiento de los mercados financieros y cambiarios sobre la base del supuesto de irracionalidad de los agentes sería meramente especulativo, a juicio de Lucas, evidenciando el fracaso de las teorías disponibles y no necesariamente el de los “principios básicos”.

3. Tal como lo planteara en su conferencia Nobel, Lucas reiteró en el CEP la importancia y vigencia de las teorías monetarias del ciclo económico. Como se recordará, Lucas introdujo la hipótesis de expectativas racionales en el estudio de la oferta agregada, lo que permitió plantear en forma más rigurosa la hipótesis de la tasa natural de desocupación, propuesta originalmente por Friedman y Phelps. De acuerdo con la teoría de Lucas, sólo los cambios inesperados en la demanda agregada tendrán efectos reales, los que serán esencialmente transitorios. Así, para Lucas, la naturaleza de los movimientos de la demanda agregada, los que se originan en la política monetaria, determinará la distribución de los cambios en el ingreso nominal.

En el plano de política económica, la teoría de Lucas implica que un programa de estabilización tendrá mayores o menores costos reales dependiendo de la forma en que los agentes económicos visualicen a las autoridades y los cambios en la demanda agregada que éstas generan. Más específicamente, mientras más consistente sea un programa conducente a bajar la

¹⁰ En términos técnicos, esta irracionalidad se ilustraría en la utilización de variables teóricamente incorrectas en la proyección del comportamiento de variables como los tipos de cambio. Estas conjeturas irracionales explicarían ataques especulativos teóricamente inexplicables desde el punto de vista de la teoría.

inflación, y más creíbles sean las autoridades del Banco Central, más rápido se alcanzarán las metas propuestas y a un menor costo en términos de actividad y empleo.

De acuerdo a lo planteado por Lucas en Chile, la distinción entre cambios “anticipados” y “no anticipados” en política monetaria continúa siendo válida y relevante. La evidencia aportada por Sargent (1986)¹¹ sería coherente con este juicio. No obstante lo anterior, para Lucas, no parece tan atractivo, por ahora, dedicar un esfuerzo mayor al establecimiento del origen específico de las no-neutralidades de corto plazo de la política monetaria. En este sentido, si la discusión entre la oferta agregada, subyacente al modelo de contratos de Taylor¹² y el modelo de Lucas, era importante en los años 80, en la actualidad pareciera ser bastante menos atractiva. Al menos, hasta que tengan lugar progresos teóricos que hagan posible replantear el estudio del ciclo económico de una forma que permita conocer más profundamente la microeconomía del proceso de determinación de precios y producto, y el efecto del dinero en este proceso. La literatura reciente en materia de mecanismos de transmisión de la política monetaria sugiere que queda un camino largo por recorrer en esta área¹³.

4. En un plano de política económica, claramente no es similar la recomendación de política monetaria óptima que surge de un modelo de oferta agregada “a la Lucas” que en un modelo “a la Taylor”. En efecto, mientras en el primer caso la recomendación de política que se infiere es la adopción de una regla de crecimiento constante del dinero, en el segundo lo apropiado es dejar en las manos de la política monetaria la tarea de estabilizar el producto, en presencia de shocks aleatorios que afecten el equilibrio económico¹⁴. Sin embargo, en un plano práctico, el reconocimiento de la incapacidad de la política monetaria para conseguir efectos positivos duraderos sobre el producto real se ha materializado en la proliferación de arreglos institucionales en los que se privilegia la búsqueda de la estabilidad

¹¹ “The End of Four Big Inflation”, en T. J. Sargent, *Rational Expectations and Inflation* (Nueva York: Harper and Row, 1986).

¹² “Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations”, *Econometrica* (septiembre 1979).

¹³ Al respecto, véase el simposio sobre mecanismos de transmisión monetaria, *Journal of Economic Perspectives* (otoño 1996).

¹⁴ En un plano estrictamente teórico, la opción de reglas aparece como dominante, en la medida en que es razonable esperar que el nivel de información del sector privado respecto de la naturaleza de las perturbaciones que golpean el equilibrio macroeconómico no es diferente al que posee el Banco Central. Por otro lado, existe la opción de establecer contratos contingentes a la ocurrencia de determinados shocks, lo que resuelve la necesidad de hacer uso de la política monetaria como herramienta de estabilización.

de precios como principal objetivo de la política monetaria. En particular, han adquirido popularidad esquemas como el otorgamiento de autonomía al Banco Central y el establecimiento de metas inflacionarias¹⁵. Para Lucas, la forma específica en que se traduzca la recomendación de política de la teoría es un aspecto político más que económico, encontrándose en esa situación los arreglos mencionados. No obstante, parece razonable suponer que la influencia de las teorías del ciclo lideradas por los trabajos de Lucas, que tuvieron su inicio a comienzos de los años 70, ha sido decisiva en estos cambios en la institucionalidad monetaria. Ello pese a que el establecimiento de un banco central autónomo, a diferencia de una regla monetaria, deja espacio para llevar a cabo algún tipo de política de estabilización de variables reales en el corto plazo, en presencia de shocks inesperados de oferta.

5. En el análisis de la relación entre teoría y política económica de corto plazo, Lucas planteó su sorpresa por la aparente efectividad de las reglas de política monetaria basadas en cambios de la tasa de interés de algún instrumento. Ello por cuanto la teoría disponible permite establecer un nexo entre dinero y precios, pero no existe un vínculo teóricamente aceptado entre los movimientos de tasas de interés y el ingreso nominal. Desde este punto de vista, es teóricamente inexplicable el éxito que se observa en el control de la inflación en numerosas economías del mundo, en las que el Banco Central desatiende —al menos explícitamente— los objetivos monetarios para centrar el análisis en las tasas de interés. Por otro lado, la evidencia disponible en países como Chile indica que las tasas de interés no tendrían un impacto importante en los movimientos de la demanda agregada¹⁶.

Una explicación posible para esta paradoja sería que los movimientos de las tasas de interés que realizan los bancos centrales sean funcionales al logro de ciertos movimientos en algún agregado monetario, el que sería en definitiva el objetivo instrumental del Banco Central. Sin embargo, éste no parece ser el caso en la mayoría de las economías que, como Estados Unidos, Reino Unido y también Chile, efectúan el manejo monetario a través de movimientos en la tasa de interés de algún instrumento de deuda o línea de crédito del instituto emisor.

¹⁵ Para una discusión sobre las opciones disponibles véase NBER, *Macroeconomics Annual*, 1995. Una revisión de la literatura se encuentra en F. Rosende, "La autonomía del Banco Central una vez más", *mimeo*, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, octubre 1996.

¹⁶ Evidencia con respecto al rol de las tasas de interés en la determinación del gasto interno y la inflación puede consultarse en F. Morandé y F. Rosende (eds.), *Análisis empírico de la inflación en Chile* (Ilades/Georgetown University - Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, 1995).

Para Lucas, ésta es un área en la cual la teoría se encuentra en un estado de desarrollo demasiado preliminar como para sostener juicios que pudieran sustentar reglas diferentes a una regla monetaria tradicional. Como se indicó antes, nuestro conocimiento acerca de la forma en que los cambios en política monetaria afectan el equilibrio macroeconómico dista de ser satisfactorio, quedando como uno de los planteamientos más concretos al respecto el bien conocido juicio de Friedman en cuanto a que la política monetaria opera con “largos y variables rezagos”.

En un plano empírico, es necesario un análisis más acabado de diferentes experiencias de política de tasas de interés con el propósito de establecer un juicio más definitivo acerca de su real contribución al logro de ciertos objetivos inflacionarios.

6. Al igual que hace veinte años, las contribuciones de Lucas a la teoría monetaria son a un llamado a la humildad y prudencia de aquellos economistas que se dedican al estudio de la macroeconomía. Ello por cuanto nuestra capacidad interpretativa de los indicadores de corto plazo es limitado, como también lo es el conocimiento disponible para definir una estrategia de política que permita manipular los cambios en la demanda agregada de acuerdo con un cierto objetivo de producto o empleo, e incluso para lograr una cierta trayectoria deseada de la inflación en el corto plazo. □