

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo
Gert Rosenthal

Secretario Ejecutivo Adjunto
Andrés Bianchi

Director de la Revista
Aníbal Pinto

Secretario Técnico
Eugenio Lahera



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO DE 1989

Revista de la
CEPAL

Santiago de Chile

Agosto de 1989

Número 38

SUMARIO

La macroeconomía nekeynesiana vista desde el Sur. <i>Joseph Rumbos.</i>	7
El ahorro y la inversión bajo restricción externa y fiscal. <i>Nicolás Eyzaguirre.</i>	31
La promoción de exportaciones y la sustitución de importaciones en la industria centroamericana. <i>Larry Willmore.</i>	49
La especificidad del Estado latinoamericano. <i>Enzo Faletto.</i>	69
La ecopolítica en el desarrollo del Brasil. <i>Roberto Guimarães.</i>	89
Las políticas sociales en Costa Rica. <i>Ana Sojo.</i>	105
La pobreza en el Ecuador. <i>Eduardo Santos.</i>	121
Los desastres naturales y su incidencia económico-social. <i>Roberto Jovel.</i>	133
Institucionalismo y estructuralismo. <i>Oswaldo Sunhel.</i>	147
Orientaciones para los colaboradores de la <i>Revista de la CEPAL.</i>	157
Premio de economía Raúl Prebisch	159
Publicaciones recientes de la CEPAL.	161

La macroeconomía neokeynesiana vista desde el Sur

*Joseph Ramos**

El problema principal de la macroeconomía es establecer en qué medida las variaciones de la demanda agregada incidirán sólo sobre los precios o si repercutirán también en la producción. La curva de Phillips ofrecía una respuesta a este interrogante, pero al fracasar esa tentativa de síntesis se reanudó la discusión sobre el tema.

A raíz de la crisis de la macroeconomía han surgido dos escuelas en el Norte —la de los nuevos clásicos, y la de los neokeynesianos. Ambas intentan basar la macroeconomía en cimientos microeconómicos sólidos —expectativas racionales y maximización. Sin embargo, los neokeynesianos cuestionan el postulado básico de los nuevos clásicos, de mercados en equilibrio continuo. Señalan que, por el contrario, existen rigideces específicas en los distintos mercados, que inducen ajustes cuantitativos y no sólo en los precios.

El autor traza en este artículo el desarrollo de la macroeconomía desde la caída de la curva de Phillips. Recoje el aporte de los nuevos clásicos, sobre todo en cuanto a expectativas, pero destaca los avances de los neokeynesianos por considerar que las rigideces que identifican y los desequilibrios a que éstas pueden dar lugar son más pertinentes para entender la problemática del Sur. Examina, finalmente, la causa de que pese a su alto costo macroeconómico, el mercado por sí sólo, no genere suficientes incentivos para tratar de superar tales rigideces y de que, por lo tanto ellas deban ser abordadas directamente por la política macroeconómica.

*Oficial Principal de Desarrollo Económico de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

Introducción

La macroeconomía entró en crisis hace ya veinte años y aún se está lejos de reconstituir una nueva síntesis. No obstante, gracias a esa crisis, la macroeconomía se ha convertido en uno de los campos más fértiles de la economía. Por lo demás, la falta de un nuevo consenso no significa una pérdida importante para América Latina, ya que el anterior (la síntesis neoclásica) era en verdad poco pertinente para los problemas de nuestros países. De hecho, los modelos y enfoques que han proliferado con la crisis de la macroeconomía son para el Sur mucho más útiles que los del pasado. Es cierto que no son modelos íntegros y acabados, pero se adaptan mucho mejor que los tradicionales a la heterogeneidad de los problemas típicos de los países en desarrollo.

Para los nuevos clásicos, la crisis tiene su origen en el hecho de que la macroeconomía tradicional (entendida como la síntesis neoclásica expresada en las curvas de IS y LM) era sólo un tejido de relaciones empíricas entre variables agregadas, pero carente de teoría. Ello dio lugar a la tajante dicotomía entre microeconomía y macroeconomía. En la primera, los agentes respondían a incentivos para optimar; a su turno, los supuestos *ad hoc* propios de la segunda posibilitaban la existencia de "equilibrios" con desempleo, aunque dejaban sin explicar las causas de las rigideces y de que los agentes optimizadores no respondieran a los incentivos para superarlas.

Para los keynesianos, en cambio, la falta de rigor y elegancia teórica de la macroeconomía tradicional era suplida por su pertinencia y, en particular, por su capacidad de ofrecer una explicación para el fenómeno del desempleo involuntario. ¿De qué servía la elegancia teórica de la microeconomía si, en el fondo, negaba la posibilidad del desempleo involuntario, tratándolo como un fenómeno aparente o, a lo sumo, de carácter friccional, es decir de corta duración?

El desencuentro entre ambas disciplinas pudo mantenerse sin mayores variaciones mientras los problemas macroeconómicos principales continuaron siendo el desempleo sin inflación, o la inflación sin recesión. Asimismo, gracias al enfoque de la curva de Phillips, la coexistencia de inflación y desempleo pudo tratarse adecuadamente por un tiempo. No obstante, incluso este último enfoque se mostró insatisfactorio a mediados de los años setenta, cuando a su débil base teórica vino a sumarse una limitación empírica,

sobre todo en los países afectados por una inflación persistente.

Desde entonces, la macroeconomía entra en crisis. Hay quienes optan por reconstruirla, sobre la base de una ampliación de la teoría de los precios. Es el camino seguido por los nuevos clásicos, con expectativas racionales y su supuesto de mercados en continuo equilibrio. Otros (neokeynesianos) intentan echar los cimientos microeconómicos de las relaciones macroeconómicas.

En este ensayo el autor pretende revisar el debate y los avances macroeconómicos posteriores, en particular los que se han producido del lado neokeynesiano, una vez procesadas las críticas. Se emprende esta tarea con una perspectiva propia del Sur, es decir, prestando especial atención a los avances que revisten mayor interés para los países en desarrollo,¹ sobre todo en lo concerniente a los programas antiinflacionarios.²

Las primeras tres secciones describen la crisis de la macroeconomía desde la caída de la curva de Phillips hasta su posterior reconstrucción a base de la incorporación de las denominadas expectativas racionales. Este último proceso ha tomado dos derroteros diferentes. El primero, es el de los nuevos clásicos, quienes agregan el supuesto de equilibrio continuo al de expectativas racionales, con lo cual es legítimo pensar que pierden importancia para el Sur, ya que éste se ha caracterizado a todas luces por frecuentes y significativos desequilibrios. El segundo, es el de los neokeynesianos, quienes incorporan expectativas ra-

cionales, pero no dan por sentada la existencia de un equilibrio continuo. En efecto, destacan la existencia de rigideces, que dificultan los movimientos hacia el equilibrio, aun bajo el imperio de expectativas racionales. Sin embargo, identifican rigideces específicas, y no se limitan a suponerlas, como en el pasado. Este enfoque no es sólo más riguroso, sino que tiene repercusiones políticas, pues permite aprovechar las rigideces (el Norte) o superarlas (el Sur).

En los esfuerzos por identificar las rigideces, van más allá de las asociadas más clásicamente al mercado de trabajo. Intentan detectarlas también en los demás mercados (el de crédito y, sobre todo, el de bienes propiamente tal). De ahí que el grueso de este artículo —la sección iv— se centre en la identificación de estas rigideces, llamadas a echar los cimientos microeconómicos de la nueva macroeconomía keynesiana.

En la sección v se analiza porqué, si estas rigideces son tan importantes en la generación de graves desequilibrios macroeconómicos, el mercado no produce automáticamente incentivos para eliminarlas. Se concluye que, pese a su alto costo social, el costo privado de cada rigidez para la empresa suele ser bajo. Por eso es que la rigidez tiende a persistir, a menos que sea abordada por la política macroeconómica en forma directa y deliberada.

En la sección vi se concluye con temas críticos y promisorios según este enfoque, como credibilidad, equilibrios múltiples, ajuste automático, "corredor" de lo creíble e instituciones.

¹Cabe aclarar que ésta no es una revisión de los avances de la macroeconomía provenientes del Sur ni de los estudios sobre el Sur (por ejemplo, Taylor, 1983). Se trata más bien de una revisión de los avances neokeynesianos en el Norte, que privilegia los puntos más pertinentes para el Sur. Lecturas recientes en el mismo sentido son, entre otras, las de Arida (1985) y Cordón (1986). La revisión más completa se encuentra en Cortázar (1986).

²De ahí que sólo tangencialmente alude a problemas de

desequilibrio externo, que son encarados, por ejemplo, en Arellano (1986), Dornbusch (1987) y Meller (1987).

I

La macroeconomía en crisis: la caída de la curva de Phillips

El desafío principal de la teoría y práctica macroeconómica actual es establecer en qué medida las variaciones de la demanda agregada harán variar sólo los precios o también la producción. Si bien es claro, por ejemplo, que para que baje la inflación debe, por lo común, desacelerarse el crecimiento de la demanda agregada nominal, a menudo la desaceleración no sólo reduce la inflación, sino que también afecta la producción. Determinar por qué el ajuste a las desaceleraciones de la demanda agregada nominal se hace a veces exclusivamente por la vía de los precios, sin costo recesivo, y en ocasiones repercute también en la producción, es el principal problema pendiente de la teoría macroeconómica.

Merced a la identidad cuantitativa, sabemos que el producto nominal es igual al nivel de precios (P) multiplicado por el volumen de producción (Y), lo cual es, por definición, igual a la cantidad de dinero (M) multiplicada por su velocidad de circulación (V). En su versión dinámica (donde las minúsculas significan tasas de crecimiento):

$$(I)m + v = p + y$$

O sea, las variaciones de la demanda agregada incidirán tanto sobre los precios como sobre la producción (a no ser que la expansión monetaria sea absorbida completamente por movimientos compensatorios en v).

Como el enfoque clásico tradicional supone pleno empleo ($y=0$), toda variación de la demanda recae en los precios, por lo que se trata de una teoría de inflación sin desempleo. El enfoque keynesiano, por el contrario, supone rigidez de precios, por lo que toda variación en la demanda afecta sólo la producción y el empleo; vale decir, es una teoría de empleo, pero sin inflación. Mientras la economía se caracterizaba claramente por uno de estos dos estados límites (pleno empleo, durante la segunda guerra mundial, aguda depresión durante la gran crisis), tal dicotomía de enfoques resultaba tolerable. Sin embargo, para situaciones menos críticas se necesitaba un enfo-

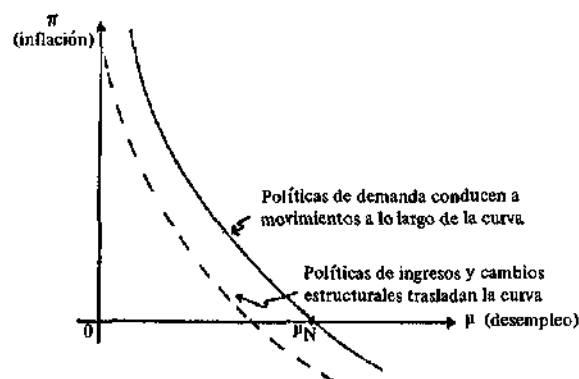
que que permitiera la coexistencia de inflación y desempleo (por encima de la tasa "natural").

La curva de Phillips vino a llenar ese vacío. Era la "ecuación faltante" que intentó dilucidar la forma en que las reducciones de la demanda agregada nominal se descomponían en bajas de precio (o menor inflación) y caídas (o menor crecimiento) de la producción. En su versión original (Phillips, 1958; Lipsey, 1960), esta curva sugería la existencia de una relación empírica inversa entre inflación (salarios nominales) y desempleo no friccional (o capacidad ociosa). Su explicación parecía obvia: a menor capacidad ociosa y menor desempleo, los eventuales aumentos de la demanda agregada incidirían cada vez más sobre los precios, ya que difícilmente podría incrementarse la producción sin que se elevaran los salarios y los costos.

Esta posible sustitución (*trade-off*) entre inflación y desempleo dejaba extenso campo al manejo macroeconómico. Las políticas estructurales y de oferta permitirían trasladar la curva de Phillips hacia el origen, mientras que las políticas de demanda (monetarias y fiscales) servirían para desplazarse a lo largo de esa curva con el objeto de llegar a la combinación preferida de desempleo e inflación (gráfico 1). Sin embargo, la rela-

Gráfico 1

LA CURVA DE PHILLIPS PRIMITIVA



ción empírica no se mostró estable. Por otra parte, la base teórica subyacente se reveló precaria, sobre todo en contextos de inflación persistente (como fue el caso, a partir de mediados de los años sesenta, de los países industrializados, y el de América Latina desde mucho antes), pues relacionaba una variable dinámica (tasa de inflación) con otra de carácter estático (nivel de desempleo o de capacidad ociosa).

En su formulación más moderna (Friedman, 1968; Phelps, 1970) la curva de Phillips fue ajustada para tomar en cuenta las expectativas inflacionarias. Según esta nueva versión, las variaciones en el exceso de demanda (la diferencia entre las tasas natural y efectiva de desempleo) se relacionan no con una tasa de inflación sino con la diferencia entre la inflación efectiva y la esperada ($P - bP^e = a(U_N - U)$).³

Mientras más se expande la demanda agregada, más se eleva la inflación efectiva por encima de la esperada, y mayor resulta la reducción del desempleo. Sin embargo, de preverse correctamente la inflación venidera, no habrá exceso de demanda y, por consiguiente, no aumentarán ni la producción ni el empleo.

La disyuntiva entre inflación (no esperada) y desempleo sólo persiste, pues, en tanto la inflación esperada difiera de la efectiva. ¿A qué atribuir este rezago (o rigidez) en las expectativas?

³P es la inflación efectiva; P^e , la inflación esperada; U_N , la tasa "natural" de desempleo o de pleno empleo (dadas las "imperfecciones" imperantes en la economía); U, la tasa efectiva de desempleo; a, un coeficiente de respuesta del producto al exceso de demanda; y b, un coeficiente que refleja el grado en que la inflación efectiva se ajusta a la inflación esperada. $b = 0$ es la curva de Phillips primitiva, no depurada en función de las expectativas inflacionarias, o sea distorsionada por la ilusión monetaria. $b = 1$ implica que por lento que se ajusten las expectativas, éstas a la larga convergerán con la inflación efectiva, sobre todo si la inflación perdura por mucho tiempo. En efecto, $b = 1$ significa que las expectativas inflacionarias no adolecen de una subestimación o sobreestimación sistemática, pues no hay ilusión monetaria permanente. Se asocia típicamente con mecanismos de indización "perfectos". Hubo cierta polémica empírica respecto del valor de b: si era 1 (la hipótesis de la tasa natural de Friedman y Phelps) o inferior a 1, dando lugar a *trade-offs* permanentes entre desempleo y mayor inflación. Los estudios empíricos mostraron de manera creciente un $b = 1$; b podía ser menor a 1 durante algún tiempo por razones institucionales (e.g., los salarios son negociados por períodos largos), pero a la larga b tendía a 1. (Véanse Gordon (1981), para un resumen en detalle de este punto, e ILPES (1977).)

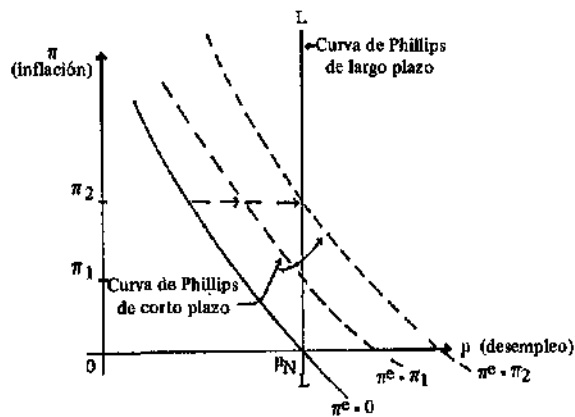
Una de las explicaciones ensayadas fue la de suponer que las expectativas se ajustaban a base sólo de la inflación pasada, por lo que se las llamó "adaptativas". En ese caso, las aceleraciones de la demanda agregada nominal (coherentes con una inflación superior a la pasada) serían inesperadas, y redundarían en incrementos de la producción, ya que, por hipótesis, los precios se reajustarían más lentamente (según la inflación pasada).

La existencia de expectativas adaptativas de parte del público permitía que el gobierno redujera el desempleo cíclico, pero a costa de aceleraciones cada vez más intensas de la demanda agregada, y a la larga de la inflación. Más aún, para el éxito de esta política se requería que el público continuara subestimando la inflación efectiva, sin darse cuenta de que las autoridades estaban acelerando sistemáticamente la demanda agregada. Lo más probable, es que tarde o temprano el público descubra la racionalidad e intencionalidad con que opera el gobierno y modifique su modelo de formación de expectativas para tomar en cuenta ya no sólo la inflación pasada, sino la política probable de las autoridades para encararla.

Este segundo tipo de expectativas —denominadas "racionales" (Lucas, 1972; Sargent y Wallace, 1975; McCallum, 1980)— no postula que las expectativas del público sean acertadas; lo que sí supone es que no se equivocarán sistemáticamente en una u otra dirección. En efecto, en la medida que haya aprendizaje y los agentes ajusten "racionalmente" sus expectativas (mirando el futuro y no sólo el pasado), la inflación esperada tenderá a igualar a la efectiva, con lo que el exceso de demanda irá desapareciendo vía mayor inflación, en tanto que la producción y el empleo retornarán a sus niveles iniciales.

Para un determinado ritmo de inflación esperada habrá que optar, entonces, mientras las expectativas no se ajusten plenamente a la inflación efectiva, entre desempleo, y mayor inflación, lo que involucra un desplazamiento de corto plazo (gráfico 2). En cambio, una vez que las expectativas inflacionarias se hayan ajustado plenamente, la curva de Phillips de corto plazo se desplazará (hacia arriba para aceleraciones no esperadas en la demanda, hacia abajo para desaceleraciones). Por consiguiente, en el largo plazo la curva de Phillips es vertical, con lo cual desaparece la disyuntiva permanente entre menor de-

Gráfico 2
LA CURVA DE PHILLIPS CON EXPECTATIVAS



empleo y mayor inflación, y el pleno empleo es compatible con cualquier tasa de inflación.

Las consecuencias de esta reformulación para la política macroeconómica son de enorme alcance. Se concluye que la reducción sistemática del desempleo sólo puede lograrse mediante aceleraciones continuas de la inflación; es más, en rigor, éstas tendrán que ser inesperadas, pues los agentes elaboran sus expectativas acerca de la inflación venidera en forma no sólo adaptativa, a

base de la trayectoria pasada del fenómeno, sino tomando en cuenta toda la información disponible respecto del futuro (expectativas racionales). En este ejercicio se incluyen, por cierto, las metas de la política económica (entre ellas, la de reducir el desempleo cíclico vía aceleraciones crecientes en la tasa de inflación).

La política macroeconómica produce efectos en el nivel de empleo sólo si los agentes económicos son incapaces de preverla o bien, si sus detalles técnicos son tan complejos y novedosos que los agentes no pueden "descifrarla" a tiempo para neutralizar sus efectos. La adopción de medidas inesperadas permite, entonces, un activismo, pero a costa de agudizar, en lugar de suavizar, los ciclos económicos. De ahí que los proponentes de expectativas racionales aboguen por reglas que impidan o minimicen las decisiones discrecionales (por ejemplo, expansión fija, antes que aumentos contracíclicos, de la cantidad de dinero) y postulen que es preferible abandonar todo intento de manejo macroeconómico.⁴

⁴Esa conclusión requiere considerar otros supuestos. Obviamente, si la economía es estable y se regula bien por sí misma en forma automática, no habrá necesidad de intervención, por muy inteligente y bien intencionado que sea el gobierno. El asunto se complica cuando, como sucede en la vida real, la economía no es muy estable y el gobierno es poco competente o actúa motivado por necesidades políticas de corto plazo. (Véase Blinder, 1987).

II

La perspectiva del Sur

Antes de abordar el desenlace del debate en el Norte, conviene examinar los puntos respecto de los cuales un lector del Sur debiera mostrarse especialmente sensible. En primer lugar, es preciso subrayar que lo que se cuestiona en el Norte es el "activismo hacia arriba", por considerarse que el intento de reducir el desempleo cíclico mediante variaciones de la demanda agregada es de escasa utilidad.⁵ En cambio, en la actualidad,

el interés de la política macroeconómica del Sur se centra más bien en el "activismo hacia abajo", procurando reducir la inflación al menor costo recesivo posible. La curva de Phillips original o

⁵Lo inadecuado es la política contracíclica (o de *fine tuning*), y no una política macroeconómica que (de enfrentarse a una recesión aguda no cíclica) pretenda zafar al país (o

acelerar su salida) de esa situación. Inadecuada es la política económica que varía sistemáticamente con el ciclo. En cambio, es probable que una política económica que sea contingente a un estado no previsible (e.g., recesión por choque externo) suscite efectos reales (choque recesivo), ya que constituye una sorpresa para los agentes. Tales choques pueden ser positivos o negativos, por lo que el agente privado estaría incapacitado de preverlos y de tomar en cuenta la reacción de la política.

con expectativas adaptativas, sugería que para bajar la inflación había necesariamente que incurrir en un costo recesivo. En cambio, si las expectativas son racionales, puede que el descenso de la inflación no entrañe costo recesivo, en la medida que el público haga suya la meta anunciada en la política económica en materia de incremento de precios.

Las expectativas adaptativas posibilitan, entonces, el activismo hacia arriba, pero hacen costoso (recesivo) el activismo hacia abajo. En cambio, de ser racionales las expectativas, la curva de Phillips se hace vertical y, por consiguiente, la política económica anticíclica pierde importancia. La contrapartida del teorema de la inoperancia del activismo hacia arriba es la eficacia (y el escaso costo recesivo) que *puede* tener el activismo hacia abajo (Sargent, 1982), siempre que el programa antiinflacionario concite credibilidad.

Sin duda, una buena nueva para el Sur, que fluye del enfoque de las expectativas racionales, es que las políticas de estabilización no tengan necesariamente que ser recesivas. Sin embargo, esta conclusión es menos tajante de lo que parece. En efecto, hay gran asimetría entre los supuestos informativos de uno y otro modo de activismo. Se supone que el público conoce la política macroeconómica aplicada, cuando ésta es hacia arriba; por el contrario, una política antiinflacionaria representa no una modificación de la política en el ciclo, sino un cambio de régimen (o de regla), cuya meta consiste en estabilizar no ya el empleo, sino los precios. Pero ese cambio de reglas de la política económica no necesariamente será reconocido o creído por los agentes. De ahí que no baste el mero anuncio de una nueva meta de política (bajar la inflación a cierto nivel) para que el público ajuste de inmediato y en forma completa sus expectativas. Tampoco es irracional que se dude de la coherencia entre la meta y su instrumentación, o de la permanencia de esta nueva meta. En el Sur, por lo tanto, el problema de la credibilidad reviste importancia crucial.

Segundo, tal como su nombre sugiere, el *fine tuning* (manejo macroeconómico de relojería) se refiere a cambios marginales o pequeños, por lo común dentro de una misma estrategia o política económica. El deseo de suavizar el ciclo puede dar lugar a políticas sistemáticas, que lleven, por ejemplo, a expandir la cantidad de dinero cada

vez que la economía crezca a un ritmo inferior al de su tendencia. Los ajustes en el Sur, en cambio, son de mayor alcance y, por lo tanto, difíciles de anticipar. Así, bajar la inflación no constituye una meta sistemática; implica más bien modificar la regla o meta de la política económica anterior (más tolerante en esta materia). Los cambios de reglas erosionan la credibilidad, ya que cuesta discernirlos o anticiparlos, aparte de que nadie garantiza que no sean pasajeros,⁶ con lo cual los precios quedan, hasta que su estabilidad se hace creíble, sometidos a rigideces análogas a las provenientes de expectativas adaptativas.

Tercero, es probable que el uso de reglas, en lugar de políticas discrecionales, ayude a evitar las inconsistencias dinámicas (Kydland y Prescott, 1977). En efecto, el público también sabe, y por eso desconfía de los anuncios, que la autoridad puede lograr un beneficio a corto plazo si abandona la política anunciada (e.g., eleva la demanda por encima de la meta inflacionaria, de modo de inducir un aumento de empleo). Para lograr credibilidad, tal vez sea necesario someterse a reglas que impidan la adopción de medidas discrecionales. Así, es aconsejable establecer, por ejemplo, que el financiamiento del Banco Central a la Tesorería no superará determinado porcentaje del producto interno bruto.

Por otra parte, la estabilidad de la política genera por sí sola credibilidad. No es extraño, entonces, que el costo de la discrecionalidad sea más alto allí donde la credibilidad representa un activo importante (el Norte). Debido a la misma inestabilidad característica de la política económica del Sur, los anuncios de política gozan de poca credibilidad. Este hecho predispone a sus autoridades económicas a abandonar la política anunciada y adecuarse a las expectativas del público, en tanto que incentiva a sus contrapartes del Norte a seguir la política anunciada, porque así lo espera el público. Donde existe credibilidad será, por consiguiente, más fácil (menos recesivo) bajar la inflación que allí donde la credibilidad es escasa (el Sur). Esto mismo explica por qué cada intento fracasado de estabilización eleva el costo

⁶No es que las expectativas ignoren el futuro, sino que las reglas de intervención dependen de estados no previsibles (*state contingent*), dado que éstos constituyen alejamientos radicales respecto de la situación de equilibrio.

recesivo probable del siguiente.⁷ También explica por qué es preciso recurrir a otros instrumentos para suplir la falta de credibilidad, a riesgo de sufrir una grave recesión.

Cuarto, la intervención puede ser eficaz para aumentar el empleo, en la medida que las expectativas sean adaptativas o que haya otras rigideces que demoren el ajuste de los precios. En cambio, estas mismas rigideces, que facilitan una política activa hacia arriba (meta habitual en el Norte), dificultarán (harán recesiva) una política antiinflacionaria (meta típica del Sur). Así que la política económica del Sur requiere identificar tales rigideces, con el objeto de superarlas y compensar sus efectos.

Quinto, los modelos macroeconómicos del Norte suponen habitualmente la existencia de mercados de capitales bien desarrollados, por no decir perfectos. La realidad de la mayoría de los países de América Latina es ciertamente otra. Sus mercados domésticos son incipientes e incapaces de absorber más que una fracción de las necesidades de financiamiento del sector público o privado, a lo que se agrega una insuficiente y asimétrica integración con los mercados de capital externos. Es decir, hay mucho más movilidad de capital hacia afuera que hacia adentro. Estas diferencias se manifiestan en diversos planos:

i) La distinción entre política monetaria y fiscal —tan importante en el Norte— es menos pertinente en el Sur, ya que en este último caso las posibilidades de financiamiento fiscal mediante endeudamiento (externo o interno) son muy restringidas. La política monetaria del Sur se encuentra determinada básicamente por el

déficit fiscal. De ahí que en gran medida una política monetaria reactiva envuelva una disminución del déficit fiscal, al tiempo que un déficit fiscal creciente implica una política monetaria expansiva. O sea, el margen de autonomía de ambas políticas es muy pequeño.

ii) Para restaurar un equilibrio externo, la política monetaria del Norte puede recurrir a medidas para atraer o inducir movimientos de capital. En el Sur, una política monetaria expansiva puede inducir fuga de capital, pero una política restrictiva no necesariamente atraerá capitales nuevos (aparte de frenar las fugas), debido a su asimétrica integración a los mercados internacionales. De ahí que en el Sur una política monetaria restrictiva se hará sentir principalmente en una mejora del equilibrio interno (puede frenar un proceso inflacionario). Para el logro del equilibrio externo, son preferibles las devaluaciones, acompañadas de recortes en la demanda los cuales inciden sobre los flujos comerciales, y no tanto sobre los flujos de capital.

iii) Los modelos analíticos más pertinentes para el Sur son los de economías abiertas en condiciones de restricción del capital. Por eso, cuando la tasa de interés real doméstica es inferior a la internacional, hay salida de capital; pero aún en el evento de que la tasa de interés doméstica, ajustada por riesgo de devaluación, sea superior a la internacional, puede no haber entrada de capitales. O sea, el capital externo estaría racionado más por cantidad que por precio. De ahí que la tasa de interés interna deba, siempre, permanecer por encima de la internacional más el riesgo de devaluación.

III

La bifurcación posexpectativas racionales

Sea cual fuere la escuela económica a la que se adhiera —clásica, monetarista o keynesiana—,

⁷Llama la atención en este sentido, que los sucesivos intentos de congelamiento y estabilización ensayados en Argentina a partir del Plan Austral en junio de 1985 hayan sido cada vez más breves; y los repuntes inflacionarios, cada vez mayores.

cabe reconocer que la revolución de las expectativas racionales ha terminado por imponerse. Se rechazan supuestos *ad hoc*, como el de las expectativas adaptativas, buscándose, por el contrario, apoyar la macroeconomía en sólidos cimientos microeconómicos y, en particular, en el principio de maximización. No puede suponerse que los agentes persistan en un tipo de conducta sistemá-

ticamente equivocada, que les signifique pérdidas. El riesgo de incurrir en ellas los incentiva a descubrir y prever el uso de cualquier política que pretenda explotar un comportamiento pasivo e inercial de su parte. Porque hay aprendizaje, no cabe suponer que ante cambios en las metas o en la orientación de la política económica los agentes reiterarán su comportamiento pasado. Esto pone en jaque gran parte de los valores estimados (y el supuesto de que permanecen estables) de los parámetros incluidos en los modelos macroeconómicos y de las propuestas políticas basadas en ellos (Lucas, 1976).

Asimismo, se hace necesario prescindir de esquemas simplistas de interacción según los cuales las autoridades económicas actúan sobre un sector privado cuyas decisiones óptimas ya están dadas y son conocidas. Por el contrario, los particulares saben que la autoridad económica puede sentirse tentada a violar su palabra y actuar "después", por lo que ajustan su conducta a ese supuesto. Así, a no ser que la autoridad autolimite su posible incumplimiento, pueden generarse subóptimos, producto de esta visión conflictiva, antes que óptimos que suponen la existencia de cooperación. Todo esto ha conducido a una revalorización de normas e instituciones, y no sólo de la política económica, para el logro de mayor estabilidad y el fomento de una interacción más cooperadora entre los sectores público y privado.

Hasta aquí hay una convergencia de los enfoques, producto en gran parte de la embestida de la escuela de las expectativas racionales. Las tradiciones han tomado rutas diferentes a partir de estas convergencias. Los "nuevos clásicos" adoptan como punto de partida las expectativas racionales y les agregan el supuesto de que los mercados están en equilibrio continuo. El desempleo se transforma así en voluntario: ante pequeñas caídas en el precio relativo del trabajo, atribuibles a choques tecnológicos, los individuos —supuesta una fuerte sustitución de ocio y trabajo— optan por trabajar menos ahora y más en el futuro.⁸ En

consecuencia, la política monetaria sistemática carece de efectos reales; y, en virtud del "teorema neorrícardiano" (Barro, 1974), la política fiscal tampoco afecta el nivel de gasto agregado, ya que el mayor déficit público se ve compensado por un mayor ahorro privado. Aplicados en el Sur, esos mismos supuestos implican, en su versión "fuerte", que las políticas de estabilización tendrán efectos sólo en los precios, y no en el empleo; y en una versión más moderada, que los efectos en el empleo son transitorios, esto es, mientras persista la dificultad de discernir las caídas de los precios relativos que sean propias de la desaceleración del ritmo general de los precios (Lucas, 1972, 1973).

Aparte los problemas de información y credibilidad, estas repercusiones del pensamiento de los nuevos clásicos parecen poco pertinentes para el Sur.⁹ Más rica es la veta que ofrecen los neokeynesianos, quienes aceptan las expectativas racionales, pero rechazan el supuesto de que los mercados están en continuo equilibrio, pues siguen convencidos de la realidad del desempleo involuntario (resultado demasiado patente y habitual de las políticas de estabilización). Ponen el acento más bien en la existencia de rigideces que, aún en presencia de expectativas racionales, dificultan los movimientos hacia el equilibrio. A diferencia del pasado, la estrategia neokeynesiana apunta ahora a identificar (y no simplemente a suponer) tales rigideces, sean ellas de precios, salarios o de ambos. De esta forma, la política económica recupera su importante papel: las rigideces son aprovechadas en el Norte para elevar o suavizar fluctuaciones cíclicas, en procura de más empleo; a la inversa, en el Sur se hace necesario compensar o superar tales rigideces, a fin de eliminar los efectos negativos que las políticas antiinflacionarias tienen en la producción.

⁹En cuanto al teorema neorrícardiano —salvo el caso de fugas de capital—, sus derivaciones contradicen la importancia que los enfoques tanto ortodoxos como neokeynesianos, en el Sur, asignan a la reducción del déficit fiscal.

⁸Acercas de la teoría real de ciclos, véase Prescott (1986).

IV

Los cimientos microeconómicos de la nueva macroeconomía keynesiana

El punto básico del enfoque nekeynesiano consiste en identificar las rigideces que están frenando el pleno y rápido ajuste de los precios a las variaciones de la demanda agregada. En la medida que ese ajuste sea incompleto, las alteraciones de la demanda agregada darán lugar a cambios en la producción (aumentos deseados, si se trata de activismo hacia arriba; caídas indeseables, si se trata de activismo hacia abajo). La estrategia de investigación nekeynesiana ha procurado explorar las rigideces asociadas a cada mercado, sea para explotarlas (hacia arriba) o compensarlas (hacia abajo).¹⁰

1. Las rigideces en el mercado del trabajo

Los contratos laborales que estipulan la indización hacia atrás llevan a que las contracciones de la demanda agregada nominal reduzcan la inflación menos que lo deseado e impongan un costo recesivo (Dornbusch y Simonsen, 1983; Williamson, 1985). No obstante, cuando se las identifica oportunamente y se cuenta con suficiente apoyo político, tales rigideces pueden ser contrarrestadas. En el caso de programas antiinflacionarios, es preciso introducir leyes de reajuste salarial e indización "hacia adelante" que consideren no la inflación pasada, sino la prevista, lo cual supone la modificación de una extensa gama de normas contractuales. Así, el Plan Cruzado, puesto en marcha por las autoridades brasileñas en 1986, modificó la inflación implícita de todos los contratos salariales según la inflación meta. El reajuste al que tendría derecho cada contrato fue calculado de acuerdo con el número de meses que éste hubiera estado vigente.

Más grave es la situación en que la productividad laboral depende, no sólo del nivel salarial absoluto, sino también del salario relativo, que es lo que postulan las teorías de los salarios de eficiencia (Summers, 1988; Katz, 1986; Stiglitz,

1986).¹¹ En efecto, en la medida que el esfuerzo laboral varíe positivamente con el salario relativo, se reducirá el incentivo para que ante caídas de su demanda, las empresas disminuyan los salarios, pues temerán que el esfuerzo, y así la productividad, declinen y, por ende, sus costos no bajen (o lo hagan menos que proporcionalmente). Este tipo de relación entre productividad y salario relativo puede deberse a que un salario relativo menor alienta el descuido, induce a empeñarse, reduce la calidad media de los nuevos postulantes o induce una mayor rotación laboral.

Debido al deseo de la empresa representativa de pagar un salario por sobre el promedio que prevalecería con pleno empleo —para así captar los beneficios de un mayor esfuerzo y de una productividad más alta—, el equilibrio se logra con un salario superior, aunque con desempleo. Las empresas no contratan la mano de obra dispuesta a trabajar por menos, pues temen que ello redunde en un deterioro de la productividad del resto de su personal. El desempleo es, por lo tanto, involuntario, ya que los cesantes exhiben características iguales a los ocupados y están dispuestos a trabajar con la misma productividad de los ocupados y al mismo salario. No obstante, se trata de un desempleo de equilibrio, ya que no hay incentivo para que las empresas bajen los salarios para contratar a los cesantes.

Estos modelos envuelven un nuevo atractivo para los países del Sur, toda vez que sirven para explicar la segmentación del mercado, tan frecuente en ellos. Las teorías de salario de eficiencia tienen mayor validez en los segmentos más

¹¹La teoría de los salarios de eficiencia postula que el poder sobre el mercado laboral está en manos de las empresas, situación que se compadece más con la realidad latinoamericana y que resulta, por ende, más útil para nuestro análisis. En función de este criterio, dejamos de lado teorías que se basan en el poder de los trabajadores en el mercado laboral, como de las del tipo *insider-outsider*. Véase Lindbeck y Snower (1985).

¹⁰Los trabajos de Mankiw (1987) y Rotemberg (1987) son muy útiles para introducirse en este tema.

modernos o formales de la economía, en que la tecnología es más compleja y, por consiguiente, un eventual descuido entraña mayores riesgos; el control de la eficiencia de la mano de obra es más difícil; los costos de contratar y despedir personal son mayores, y en que reviste gran importancia la capacitación específica en la empresa. Por estas razones, las unidades formales pagan un salario superior al de las demás empresas (del sector informal) y contratan un número de trabajadores inferior a lo óptimo, obligando al resto a subocuparse en empleos de menor productividad en el segmento informal de la economía (Cortázar, 1986).

En este modelo, el desempleo cíclico (o mayor subempleo) surge como consecuencia de errores de percepción acerca del comportamiento de los salarios relativos. En efecto, si a consecuencias de un programa de estabilización se contrae la demanda agregada, es posible que los salarios no se desaceleren en forma proporcional. Se buscaría de esta forma evitar las mermas de productividad derivadas de la creencia de los trabajadores que la baja es sólo local y significa un deterioro de su salario relativo, y no del nivel general de los salarios. Mientras las empresas estimen que los trabajadores aún no han tomado conciencia de que la desaceleración de los salarios es un fenómeno generalizado, no frenarán el crecimiento de los que ellas pagan, pues temen que una actuación en contrario erosione sus utilidades. Y bastará con que algunas empresas asuman esta conducta, para que las demás las imiten, aunque sepan lo que pasa, ya que tampoco quieren quedar en situación desmedrada, pagando un salario relativo inferior. En este marco, pues, los ajustes a eventuales desaceleraciones de la demanda se harán mediante recortes en el empleo y la producción, y no sólo mediante reducciones salariales. Pese a que el poder de fijación de salarios está básicamente en manos de la empresa, el hecho de que el trabajador posea la capacidad de ajustar su esfuerzo (eficiencia) al salario relativo, y no sólo al absoluto, puede generar desempleo en la medida que la empresa evite recortes salariales para mantener su productividad. Esta es la característica que hace tan importantes estos modelos para el Sur.

Por cierto, este enfoque coincide con la explicación de Keynes del porqué los trabajadores son menos renuentes a las disminuciones de los sala-

rios reales originadas en aceleraciones de la inflación —que perjudican a todos, pero no afectan sus salarios relativos— que a rebajas en el propio salario, que en un primer instante parecen significar una disminución de sus salarios relativos, además de sus salarios absolutos. En efecto, en la medida que el salario relativo forme parte de la función de productividad de la empresa, se crea un problema de "coordinación" que frena el ajuste de un equilibrio a otro. Mientras los demás no bajen sus salarios, ninguna empresa querrá hacerlo, ante el temor de perder por deterioro de la productividad más de lo que gane por disminución en los pagos a sus trabajadores. Y mientras menos empresas se decidan a introducir esta rebaja, mayor será el costo para la empresa (en términos de productividad) de reducir los suyos. Peor todavía, hay incentivos perversos para que el trabajador se resista a una merma de su salario. Mientras mayor sea la ignorancia respecto a lo generalizado de la caída de la demanda, mayor será su salario absoluto y menor el incentivo para que se informe de lo que está sucediendo. De hecho, lo que lo educa en tal sentido no es la reducción salarial, sino el desempleo (o ajuste en cantidad), y ésta es una manera bastante costosa de proveer información. El desempleo involuntario pasa así a ser manifestación de una falla en el sistema de precios, el cual deja de cumplir su crucial función coordinadora. Ello haría justificable, en principio, la intervención estatal con el objeto de restaurar el equilibrio, por medio ya sea de una expansión de la demanda (activismo hacia arriba en el Norte) o de una política salarial restrictiva (activismo hacia abajo en el Sur).

Con todo, de existir la rigidez señalada, a las caídas en el producto y el empleo tenderán a acompañar aumentos en los salarios reales (cuando los precios se desaceleran inesperadamente). En ese sentido, es un desempleo de tipo "neoclásico". Sin embargo, a menudo la recesión y el desempleo van acompañados de caídas importantes en los salarios reales. Para explicar la concurrencia de estos fenómenos (desempleo neokeynesiano) debemos buscar fuera del mercado de trabajo, en el mercado de bienes.

2. Rigideces en el mercado de bienes

Se producen recesiones cuando los precios no se ajustan en forma instantánea a las desaceleraciones de la demanda. Las explicaciones recién con-

sideradas atribuyen el rezago de los precios a la lentitud con que se ajustan los costos (salarios). Si éstos fuesen flexibles, también los precios se adecuarían de inmediato.

Esta sección, en cambio, trata de los rezagos que no tienen su origen en el mercado laboral y que, por lo tanto, tal vez expliquen porqué el ajuste de los precios puede ser aún más lento que el de los salarios. Ello permitiría entender cómo algunas recesiones van acompañadas de caídas (no alzas) en los salarios reales. O sea, este tipo de recesiones se desencadenaría no porque los costos laborales son altos, sino porque, a raíz de lo elevado de los precios, las ventas terminan contrayéndose.

Asimismo, en la medida que el ajuste de los precios sea lento, las devaluaciones (revaluaciones) cobran sentido. En efecto, al modificar directa e instantáneamente el precio de los bienes transables respecto al de los no transables, ellas pueden acelerar el movimiento hacia el equilibrio, manteniendo de esta forma más estable el tipo de cambio real efectivo y el equilibrio de las cuentas externas (Dornbusch, 1988; Solimano, 1986).

Este enfoque prioriza, por tanto, la rigidez de precios imperante en el mercado de bienes. De ahí que abandone el postulado de la competencia perfecta y reconozca que la empresa dispone de algún grado de maniobra para fijar sus precios. De hecho, basta un poco de competencia imperfecta, ya que ésta es, al menos a corto plazo, mucho más generalizada de lo que parecería a primera vista. En una situación de desequilibrio —como es el caso durante una recesión o en cualquier situación en que el precio del momento difiera del precio esperado—, toda empresa, aún la normalmente competitiva, adquiere algún grado de libertad para fijar sus precios (Arrow, 1959) y se comporta como una empresa en competencia imperfecta, lo cual, según veremos, genera un efecto macroeconómico negativo de primer orden.

El supuesto de que las empresas disponen de cierto margen para fijar sus precios entronca claramente en la tradición del Sur, en que típicamente los precios se modelan como un margen fijo sobre los costos variables (*mark-up pricing*).¹²

Más aún, el supuesto de competencia imperfecta permite incorporar a la macroeconomía buena parte de los importantes avances recientes en el campo de la organización industrial (Stiglitz, 1984), muchos de los cuales se prestan también para explicar las recesiones:

i) Bajo competencia perfecta, un precio demasiado alto acarrea enormes pérdidas a la empresa (en el límite, quiebra); a la inversa, un precio bajo (correcto) eleva considerablemente las ventas y utilidades. Por lo tanto, los incentivos a favor de un ajuste rápido son fuertes y muy superiores a los que se dan en una situación de competencia imperfecta, en que las ventas no son tan sensibles a los precios, pues lo que se pierde en volumen de ventas, a causa de un precio demasiado alto, se gana, al menos en parte, vía precisamente, ese mayor precio. En la medida que la rapidez de ajuste sea función de las variaciones de las utilidades implícitas, la rapidez de ajuste será pues menor bajo competencia imperfecta que bajo competencia perfecta.

ii) En una situación de competencia imperfecta, los precios se ajustan lentamente, por lo que los cambios de la demanda dan lugar también a adecuaciones de las cantidades producidas. Se deduce que un vuelco positivo de la demanda elevará el producto sin presionar sobre los precios, ya que la producción generada anteriormente con competencia imperfecta era subóptima desde el punto de vista social (el precio inicial excedía el costo marginal). La competencia imperfecta facilita el activismo hacia arriba. No sucede lo mismo con las reducciones de la demanda, pues éstas elevan el grado de competencia imperfecta (sube el precio en relación con el costo marginal). Se produce, entonces, una importante asimetría bajo competencia imperfecta: las alzas en la demanda agregada inducirán un incremento de la producción, con escaso efecto sobre los precios, acercando así el sistema a la competencia perfecta, en tanto que las políticas restrictivas harán la competencia aún más imperfecta, reduciendo la producción y, posiblemente, elevando los precios.

Lara Resende y Lopes (1981), Modiano (1983) y Monteiro (1981) para Brasil; Chica (1983) para Colombia; Corbo (1982) y Jadresic (1985) para Chile; y Aceituno y otros (1984), para México.

¹²Véanse, por ejemplo, Frenkel (1984) para Argentina;

iii) La lentitud en el ajuste de los precios de cada empresa provoca externalidades negativas a la demanda agregada. La inflexibilidad de los precios de una empresa rigidiza el nivel medio de precios de la economía, de modo que las desaceleraciones de la demanda deterioran el ingreso real y, por ende, la demanda agregada real. En efecto, un precio demasiado alto hace caer tanto el propio nivel de ventas, según la elasticidad-precio de la demanda, como el ingreso medio nacional, con lo que la demanda de todas las empresas se deteriora según la elasticidad-ingreso. Sin embargo, como el segundo efecto le resulta marginal, la empresa descuidará por completo esta externalidad de su acción y se centrará sólo en el primer efecto, en la medida que ese precio demasiado alto perjudique sus utilidades. De hecho, lo óptimo para la empresa sería que todos los demás sectores bajaran sus precios rápidamente, pues ello permitiría elevar la demanda agregada de la economía y, por consiguiente, la demanda de su sector; y que su sector fuera el último en ajustarse. En la medida que este raciocinio sea de validez general y ningún sector quiera ser primero en ajustarse, todos tenderán a esperar que los demás bajen sus precios, con lo que se agravará el efecto macroeconómico negativo.

Es difícil exagerar la trascendencia que este enfoque ha tenido para el Sur, incluso antes de su formalización en el Norte. Ya son muchos los autores del Sur que han acudido a algunas de estas características asociadas a la formación de los precios en condiciones de competencia imperfecta, para explicar el lento ajuste de los precios durante los procesos de estabilización y, por consiguiente, porqué éstos tendieron a ser recesivos.¹³

Asimismo, este margen para fijar precios del que disponen muchos productores ha servido para explicar porqué demora tanto el cumplimiento de la "ley de un precio", incluso después de procesos de apertura comercial, como en el Cono Sur a fines de los años setenta¹⁴ y, en conse-

cuencia, porqué el uso de la política cambiaria para frenar la inflación degenera a menudo en atrasos cambiarios (CEPAL, 1984; Dornbusch, 1987).

En el espíritu del nuevo keynesianismo, no sólo se admite la posibilidad de competencia imperfecta, sino que se intenta describir otros factores que pueden originarla. Entre otras, se destacan las siguientes hipótesis de la teoría de la organización industrial.

a) *Asimetrías en la demanda, por los costos de información*

En la medida que una empresa enfrente una demanda sólo parcialmente elástica, fijará su precio óptimo según el precio de sus competidores y la calidad del producto. Así establecerá su nicho en el mercado, ganándose cierta reputación y una clientela habitual. Si posteriormente la empresa eleva su precio, su clientela habitual se impondrá del hecho de inmediato, comprobando asimismo que no ha habido mejora alguna en la calidad. Sobrevendrá, pues, una reducción de la demanda, de acuerdo con la elasticidad-precio de la curva respectiva. Si, en cambio, la empresa baja su precio, la demanda que enfrenta se incrementará en forma menos elástica. La demanda de su propia clientela aumentará, pero el número de clientes no se ampliará de inmediato. En primer lugar, el público en general (es decir los clientes potenciales, pero no habituales de la empresa) demorarán en enterarse de la baja del precio; y segundo, como su clientela no habitual

terno. De ahí entonces que la "ley de un precio" se haya dado hacia arriba (hacia el precio interno), pero no hacia abajo (hacia el precio internacional). En una segunda fase, la importación se concentró en productos diferenciados, inexistentes antes en el mercado interno (por ejemplo, whisky), que si bien quitaban mercado al producto doméstico más homólogo (por ejemplo, el aguardiente local), no afectaban mayormente su precio, pues eran sustitutos muy imperfectos. Finalmente, mucha de la importación fue organizada por los mismos productores del bien doméstico con el que competía. En la medida que la competencia en la importación y distribución era insuficiente —situación típica, salvo para productos relativamente estandarizados y de alta rotación, como televisores y tocacassettes— era posible un precio superior al internacional más el arancel aduanero. Por cierto, a la larga, y como función directa de la competitividad, había de producirse la convergencia de precios. Más, el punto es que este ajuste puede ser muy demorado.

¹³Véanse, entre otros, Ramos (1977), Frenkel (1979) y Foxley (1983).

¹⁴Por ejemplo, al inicio del proceso de liberalización muchos importadores, sobre todo los pequeños, fijaron el precio del producto importado al nivel no de sus costos (precio internacional más arancel aduanero), sino del precio in-

puede interpretar que la baja del precio obedece, al menos en parte, a un deterioro de la calidad, su demanda se incrementará en forma aún menos elástica. Mientras no se generalice la noticia de que la baja del precio no envuelve un detrimento en la calidad, la empresa seguirá enfrentando una curva de demanda quebrada, elástica al alza, pero menos elástica a una baja en el precio de su producto.

Debido a esta asimetría en los costos de información, menores serán los incentivos para que la empresa baje sus precios, ya que ésta los ajustará en función de su curva de demanda de corto plazo que es (y se la percibe como) elástica. Los programas de estabilización tenderán, entonces, a ser recesivos, ya que en presencia de desaceleraciones de la demanda agregada nominal, el ajuste de los precios tiende a rezagarse (Stiglitz, 1984).

b) *Los mercados oligopólicos en la recesión*

Es sabido que el interesado en entrar a un mercado monopolístico u oligopólico tiene que calcular sus utilidades probables en función no de las del oligopolio actual, sino de las ganancias mucho menores que percibirán ambas empresas si tuvieran que dividirse el mercado. Para desalentar la entrada de nuevos competidores, la empresa oligopólica cobrará pues un precio menor al monopolístico y mantendrá capacidad instalada ociosa. Sin embargo, durante una recesión (o ante el riesgo de que ella se desencadene, típico de cualquier programa de estabilización) disminuye la necesidad de mantener un precio muy inferior al monopolístico, ya que las ventas caen y la capacidad ociosa sectorial aumenta. Es probable, por consiguiente, que ante caídas de la demanda agregada nominal la empresa oligopólica reaccione con aumentos de sus márgenes, acercándose así a su precio monopolístico, lo que frena el ajuste general de precios de la economía.

Por otro lado, la existencia de acuerdos colusorios (formales o informales) sobre precios entre empresas oligopólicas tiende a frenar los ajustes indispensables ante reducciones de la demanda agregada. A causa de las diferencias de costos, mercados, calidad y especificidad de los productos, las negociaciones para lograr tales acuerdos son engorrosas. Una vez establecidos, hay pues un fuerte incentivo para mantenerlos,

ya que su violación y desconocimiento entraña el riesgo de una guerra de precios, en que todos los productores pierden. Con el fin de evitar roces en materia de acuerdos, en una fase inicial las eventuales caídas en la demanda tienden a ser enfrentadas mediante reducciones en las ventas, antes que bajas en los precios, rigidizando así el ajuste en el mercado de bienes.

c) *La asincronía en la fijación de precios*

Como es costoso fijar precios todos los días, las empresas lo hacen para un determinado intervalo (en todo caso, modificable). En ese lapso, es posible que varíen sus costos y, ciertamente, el valor real de sus ingresos, el que estará sujeto a continuos cambios, según el ritmo inflacionario imperante. En consecuencia, el precio que fijan no es el que equilibra la oferta y la demanda hoy, sino el que las equilibra a lo largo del período durante el cual permanezca vigente. Una desaceleración inesperada de la demanda agregada durante ese lapso será necesariamente incompatible con la inflación prevista al momento de fijar los precios. Por lo tanto, de no procederse a la modificación de éstos, disminuirán las ventas. No obstante, esta situación sólo persistirá hasta la próxima remarcación, cuando (si se prevé la permanencia de la política restrictiva) los precios bajarán de acuerdo con la caída de la demanda y la recesión quedará superada.

Sin embargo, si las distintas empresas fijan y remarcan sus precios en momentos diferentes, el ajuste general será mucho más lento.¹⁵ En efecto, para proceder al remarcaje la empresa puede adoptar como referente no sólo el precio de equilibrio que es compatible con la nueva demanda agregada, sino también el precio de sus competidores. Si opera de esta forma, no modificará su propio precio completamente, a menos que todos sus competidores hayan remarcado en forma simultánea. El grado de su ajuste dependerá del porcentaje de competidores que aún no haya remarcado. A su vez, cuando les toque su turno a las demás empresas, tampoco se ajustarán por completo al cambio de la demanda agregada, ya que muchas no habrán hasta entonces remarca-

¹⁵Profundizan en el tema Taylor (1980) y Blanchard (1983 y 1986).

do; y las restantes lo hicieron en forma incompleta. En la medida que las empresas no deseen modificar su propio precio relativo al precio medio del sector, su ajuste ante caídas de la demanda agregada será insuficiente y, por lo tanto, demoroso. De ahí que esta falta de sincronización cree una inercia en los precios, aún en el evento de que no se hayan suscitado problemas de credibilidad, lo que agrava las fluctuaciones de la demanda agregada.¹⁶ Este es el tipo de problema, entre otros, que la llamada tabla de "desagio" —la devaluación diaria y programada de la moneda antigua en función de la nueva— intentó corregir en los planes Austral y Cruzado de Argentina y Brasil. Dadas las altas inflaciones, era necesario expurgar de los contratos financieros y de arriendo la expectativa de inflación implícita para el período de vigencia del contrato, a fin de sincronizar los precios con la nueva meta de inflación.

Asimismo, en contextos de inflaciones mayores o muy fluctuantes aumenta el costo de mantener un intervalo fijo de remarcación, lo que lleva a abreviarlo. Al acortarse el período de remarcación, el ajuste vía precios es cada vez mayor, y menor la variación en las cantidades (acercándose, por ende, al ajuste instantáneo de libro de texto). De ahí que el *trade-off* (posible sustitución) entre inflación inesperada y producción será menor mientras más alta o fluctuante sea la inflación (Ball, Mankiw y Romer, 1988). O sea, si bien se concuerda con Lucas (1973) en cuanto a que el grado de incompatibilidad entre inflación y producción se aminora mientras mayor sea la variación en la demanda,¹⁷ se encuentra que, a diferencia de lo postulado por Lucas, esa incompatibilidad se hace también menor si el nivel medio

de inflación es mayor. Sin duda, esto contribuye a explicar porqué es menos costoso (hay menor riesgo recesivo) acabar con una hiperinflación (como la boliviana de 1985) que con una inflación fuerte y persistente, pero aún no desbordada (como las que azotaron a la región en los últimos 15 años).

d) *La asimetría en la percepción
y la interdependencia estratégica*

Finalmente, también los errores de percepción acerca del nivel medio de precios pueden dar lugar a rezagos en el ajuste de precios (Phillips, 1958; Lucas, 1972). Es lógico suponer que los precios propios se conocen más rápidamente que el nivel medio de precios. Las variaciones bruscas de la demanda agregada darán la impresión, entonces, de que ha habido una caída de los precios relativos propios. De suscitarse resistencia al ajuste de éstos, las políticas de estabilización pueden provocar recesión.

Hasta aquí tenemos una explicación a base de un supuesto *ad hoc*. Típicamente, sin embargo, las metas de un programa antiinflacionario son conocidas; lo que es menos seguro es si éstas se cumplirán. Si hay incertidumbre simétrica acerca del cumplimiento de la meta, como es el caso del activismo hacia arriba,¹⁸ es decir, si es igualmente probable que la inflación efectiva sea diez puntos superior o inferior a la meta, no habrá error sistemático ni, por consiguiente, caídas sistemáticas en la producción y el empleo. Sin embargo, en el caso del activismo hacia abajo parece razonable suponer que la incertidumbre apuntará en una sola dirección; es decir, los incumplimientos se darán únicamente en el sentido de una inflación superior a la proyectada. Por eso, cada empresa operará con el supuesto de que las demás reajustarán sus precios a un ritmo igual o superior a la meta, marco en el que es virtualmente seguro que la inflación excederá a la meta, desencadenándose así una recesión. Este enfoque ha sido profundizado en el Sur (Simon-

¹⁶Si la falta de sincronización es tan costosa, ¿por qué las empresas no se sincronizan? Entre las explicaciones figura la de que cada empresa enfrenta choques idiosincráticos o encara costos de remarcar diferentes, lo cual se traduce en intervalos también diferentes (Ball y Romer, 1987). Otra interpretación (Okun, 1981) pone de relieve el deseo de cada empresa de conseguir información respecto al comportamiento de sus competidores (sea el precio que cobran o el salario que pagan). El afán de todos de fijar su precio después que los demás impide la sincronización.

¹⁷Según Lucas, ese grado de incompatibilidad encuentra su origen en los problemas de información; según los neokeynesianos, las mayores variaciones de la demanda suscitan reducciones en los intervalos de remarcación.

¹⁸En caso de activismo hacia arriba, se desconocen la meta precisa de reducción del desempleo, el aumento de la demanda agregada nominal y el tiempo que éste se mantendrá. Cabe suponer, entonces, una distribución simétrica de las expectativas respecto a la verdadera meta de reducción del desempleo perseguida.

sen, 1988) para explicar la inercia de los precios provocada por la interdependencia estratégica entre los agentes económicos y la consiguiente tendencia recesiva de los programas antiinflacionarios.

El problema puede ilustrarse mediante el análisis de la dependencia de la política de precios de una empresa respecto de lo que supone que será el comportamiento de sus proveedores. Cada empresa enfrenta la decisión de si reajustar los precios a un ritmo igual o superior a la meta inflacionaria. Su decisión dependerá de lo que cree que harán sus proveedores, pues sus ganancias o pérdidas variarán según la relación del precio que fije con el de sus proveedores. Habrá, pues, cuatro posibilidades, según se ilustra en el gráfico 3. Si tanto la empresa como sus proveedores reajustan sus precios a un ritmo superior al de la inflación meta, aquélla conservará su participación en el mercado, aunque experimente algunas pérdidas (ya que habrá algo de recesión, en la medida que todas las empresas fijarán precios muy altos). Saldrá ganando si reajusta por encima de la inflación meta y sus proveedores, en cambio, se ciñen a ésta. En el evento de que reajuste sus precios según la inflación meta, no ganará nada si sus proveedores hacen lo mismo, pero perderá mucho si estos últimos los elevan por encima de la meta. De ahí que la estrategia de minimizar las pérdidas así como la de maximizar las ganancias conduzcan a que la empresa eleve sus precios por encima de la inflación meta.

Gráfico 3
 CUADRO DE GANANCIAS Y PERDIDAS DE
 UNA EMPRESA PRODUCTORA TÍPICA
 (según precios que fijan ella
 y sus proveedores)

		Empresas proveedoras de insumos	
		$\dot{P} = \dot{P}_{meta}$	$\dot{P} > \dot{P}_{meta}$
Empresa productora	$\dot{P} = \dot{P}_{meta}$	0	-
	$\dot{P} > \dot{P}_{meta}$	+	0 ⁻

De otro lado, como le resulta previsible que las demás empresas seguirán la misma lógica, puede concluirse que ésta es la política óptima de precios para la empresa. Desafortunadamente, tal asimetría en las expectativas implica que todas las empresas fijarán precios por encima de la inflación meta, induciendo una recesión, pues el error de cada una genera una externalidad sobre la demanda agregada (un efecto de ingreso negativo, debido a un nivel general de precios muy alto). El desafío consiste, pues, en crear incentivos para que cada empresa siga la solución socialmente óptima ($P = P_{meta}$). En efecto, mientras no se tenga la certidumbre de que los demás también cumplirán con la meta (en particular los proveedores, incluida la mano de obra), sería aventurado que la empresa se sometiera a la meta inflacionaria del programa de estabilización.

Estas cuatro hipótesis (y habría otras más) sobre rigideces en el mercado de bienes contribuyen a explicar porqué las empresas tienden a ajustarse a un equilibrio "desde arriba" (con precios cuya rigidez los coloca por encima de la inflación compatible con el programa macroeconómico) y, en consecuencia, porqué los programas antiinflacionarios suelen ser recesivos.

En la medida que estas explicaciones acerca de la rigidez de los precios sean válidas, habrá un argumento a favor de una intervención transitoria en el mercado de bienes, con el objeto de evitar que una política de estabilización genere efectos recesivos. La idea sería mantener los precios relativos, pero a niveles nominales menores. En efecto, las empresas son individualmente capaces de mantener su precio relativo constante, pero encuentran dificultades para hacerlo de manera simultánea con la fijación de un precio nominal más bajo, compatible con la demanda agregada. Ello es lo que justificaría una intervención para coordinar la fijación de precios de las empresas y la utilización de un instrumento adicional (control de precios) mientras el problema perdure.¹⁹

¹⁹La literatura sobre el tema, avala la existencia de un problema de rigidez y de coordinación de precios. Un control de precios puede entonces resultar justificable, aunque la práctica muestra que contra este beneficio potencial hay que ponderar las dificultades administrativas que entraña y los abusos a que se prestan las decisiones burocráticas. De ahí que su uso deba reservarse para situaciones especialmente graves,

La finalidad de la política de precios no sería reprimir la inflación, sino que acelerar el ajuste de precios a un nivel compatible con la política de demanda agregada. En efecto, el objetivo esencial sería asegurar en lo posible a cada agente económico que la decisión de ajustar su precio de acuerdo con la inflación meta no le provocará una pérdida relativa sistemática, puesto que los demás agentes económicos estarán obligados a ajustar sus precios según la misma meta. Se trataría de coordinar las expectativas entre sí y de compatibilizarlas con la meta inflacionaria implícita en la política monetaria y fiscal.²⁰ La política de precios no es entonces sustituto, sino que complemento, de una política de demanda agregada, en el empeño de bajar la inflación y simultáneamente evitar una recesión.

3. Rigideces en el mercado de crédito

La hipótesis básica es que los ciclos económicos obedecen a las fluctuaciones de la inversión; y estas últimas se asocian no tanto a vaivenes en la tasa de interés real —que, al menos en los países desarrollados, fluctúan relativamente poco— como a cambios en la disponibilidad de crédito.²¹

Se aduce que la imperfección principal, intrínseca al mercado de capital, obedece a la asimetría de la información entre los acreedores y los postulantes a préstamos, respecto a la viabilidad o calidad del respectivo proyecto de inversión. Ello crea dos tipos de problemas, los cuales impiden un racionamiento basado exclusivamente en la tasa de interés. En efecto, el alza de esta última provoca una selección adversa de los

postulantes, ya que los deudores potenciales más responsables se retiran del mercado, con lo que se acrecienta la probabilidad de seleccionar un deudor malo. Se crea, además, un incentivo perverso (riesgo moral), puesto que un interés más alto induce a preferir proyectos con mayor varianza, aun cuando su rentabilidad media sea inferior, ya que si fracasan, la pérdida para los deudores es la misma, pero en caso de éxito pueden ganar mucho más.

Dado que una tasa de interés superior reduce la calidad del préstamo medio, el expediente de racionar el crédito exclusivamente por medio de incrementos en la tasa de interés pierde eficacia. Incluso, superado cierto nivel, es posible que se vea erosionada la rentabilidad atribuible al cobro de una tasa de interés mayor. Por lo tanto, en torno a ese punto, la oferta de crédito tenderá a ser relativamente insensible a la tasa de interés y habrá que racionar el crédito ya no sólo por precio, sino también por cantidad. Las variaciones de la demanda de crédito que se registren en torno a ese punto darán lugar, entonces, a mayor o menor racionamiento de este recurso, experimentando la tasa de interés fluctuaciones más bien pequeñas.

Por otra parte, la oferta de crédito no será muy sensible a la tasa de interés, pero sí al grado de incertidumbre (o choques exógenos). La presencia de mayor incertidumbre inducirá a los bancos a contraer la disponibilidad de crédito. A eso se debe que las recesiones —que elevan el riesgo de quiebra— se caractericen por las reducciones considerables del crédito, antes que por aumentos de la tasa de interés. A la inversa, en situaciones de auge, en las que la incertidumbre es menor, se elevará la disponibilidad de crédito a cada tasa de interés.

En cuanto a la demanda de crédito, el movimiento es inverso. La recesión (auge) disminuye (eleva) la disponibilidad de fondos propios, incrementando (reduciendo) así las necesidades de crédito. Durante una recesión, pues, la demanda y la oferta de créditos se mueven en forma opuesta, generando una escasez de este recurso (*credit crunch*). El crédito reviste, entonces, un carácter procíclico, que las variaciones contrarias de las tasas de interés no logran amortiguar.

La incertidumbre atribuible a la asimetría en la información puede ser aminorada por medio de garantías. Sin embargo, también este expe-

en concordancia con adecuadas políticas de demanda agregada, y por períodos breves.

²⁰Este problema de coordinación se resuelve automáticamente en un contexto de hiperinflación, puesto que en conjunturas de ese tipo la indización y la fijación de precios se basan cada vez más en el tipo de cambio libre, que es el único parámetro cuyo precio varía en cada momento, que se conoce de manera rápida y automática y que posee amplia gravitación sobre los costos. En consecuencia, si el tipo de cambio puede estabilizarse, todos los demás precios se alinearán de modo automático y sincronizado, con lo cual —durante la hiperinflación— los controles de precios adicionales pasan a ser redundantes. Para un análisis de este fenómeno en el caso boliviano, véase Morales (1988).

²¹Para una reseña de la bibliografía sobre este tipo de rigideces, véanse Gertler (1987) y Greenwald, Weiss y Stiglitz (1984).

diente suscita problemas. En momentos de crisis el valor de las garantías decae, con la merma consiguiente de la disponibilidad de crédito, pese a que la rentabilidad de los proyectos no haya sufrido deterioro. Esto acentúa las ventajas que tienen las empresas establecidas respecto a las nuevas o más pequeñas.

La literatura sobre el tema que se analiza destaca el papel de las crisis financieras, no sólo de los factores monetarios, en la explicación de la profundidad y persistencia de la depresión de los años treinta (Bernanke, 1983). Su importancia para una cabal comprensión de la crisis de la deuda externa a comienzos de los años ochenta en América Latina parece obvia. Las variaciones en el riesgo de conceder préstamos a los distintos países no se reflejaron en diferencias en las tasas de interés (por el contrario, éstas fueron bastante uniformes entre países) sino que en un racionamiento del crédito. Asimismo, la crisis se precipitó a causa no tanto de los aumentos en las tasas de interés internacionales (1980-1981), como del colapso en el flujo de nuevos créditos (1982-1983).

En cambio, tales enfoques requieren adaptaciones importantes para que sean útiles en la explicación de la crisis reciente de nuestros mercados financieros domésticos.²² Por un lado, contrariamente a lo postulado en estos modelos, las tasas de interés de nuestras economías no han permanecido estables. Con todo, por mucho que hayan fluctuado, tampoco fueron el único conducto para racionar la disponibilidad de crédito. Hubo además una aguda segmentación del mercado, que también sirvió como medio de racionamiento, al discriminar entre los que contaban y los que no contaban con suficientes garantías. Los últimos lograron escaso acceso al crédito, en tanto que los primeros dispusieron casi sin límites de este recurso. En el segmento privilegiado, los préstamos fueron racionados casi exclusivamente mediante la tasa de interés (con excepción de las empresas pertenecientes al mismo grupo económico que el banco).

²²Massad y Zahler (1987) examinan los aspectos analíticos originados en el sobreendeudamiento interno y la crisis de los sistemas financieros de la región a partir de 1981. Massad y Zahler (1988) ofrecen estudios de casos para Argentina, Brasil, Colombia, Chile y Perú.

Por otro lado, debido a la gran disponibilidad de créditos externos y a los altos niveles de los coeficientes de endeudamiento a capital propio, las empresas se sintieron más estimuladas a conseguir préstamos que a preocuparse de utilizarlos de manera eficiente. Se ganaba en función del monto de endeudamiento, en tanto que las pérdidas eran función del capital propio, mucho más bajo. Además, no se consideraba que endeudarse a altas tasas nominales de interés entrañara riesgos excesivos, pues se esperaba que las tasas de interés reales descendieran pronto. Asimismo, debido al menguado nivel de capitalización de muchos bancos y el seguro estatal con que éstos creían contar implícitamente, ninguna institución financiera se sintió incentivada a operar de manera cautelosa, pues en el fondo sólo arriesgaba fondos ajenos. Ello explica la incapacidad de la tasa de interés real, no obstante el alto nivel que ella alcanzó, para contraer la disponibilidad de crédito.

La persistencia de estas tasas, muy superiores al ritmo de crecimiento de la economía y a la capacidad de repago de las empresas, obligó a la banca a renovar, a cualquier tasa de interés, los créditos a sus deudores, ya que en caso contrario éstos hubiesen quebrado. Al no poder racionar por cantidad y quedar obligados a avalar toda la demanda de crédito de sus deudores, los bancos vieron crecientemente comprometida su solvencia, a causa de la mala calidad de las inversiones de sus deudores. Más que cumplir una función de racionamiento, la elevada tasa de interés reflejó graves desequilibrios en la economía en su conjunto (atraso cambiario, sobreendeudamiento externo) lo que condujo a una demanda artificialmente alta de crédito. Así, la tasa de interés devengada sería elevadísima (aunque nunca se llegara a cobrar).

Los modelos descritos se prestan también para explicar el fenómeno de las burbujas financieras. Estas se generan en presencia de expectativas positivas y generalizadas, susceptibles de ser sustentadas con crédito. Cuando este último es procíclico, las expectativas positivas se retroalimentan, dando origen a expectativas aún más favorables. La burbuja crece a base de expectativas y de un crédito procíclico, pero sin un fundamento económico real, hasta que estalla a causa de algún choque exógeno. Lo sucedido en la bolsa de valores de Argentina y Chile (entre

otras) antes de 1980 ilustra esta situación.²³ Una institucionalidad financiera inmadura y poco o mal regulada permitió que el optimismo infun-

dado de muchos se transformara en una euforia colectiva en tanto este optimismo pudo nutrirse de enormes flujos de crédito externo.

V

El costo privado y social de las rigideces

¿Por qué no se generan automáticamente incentivos importantes para que los agentes corrijan, por su propia iniciativa, las rigideces mencionadas, cuyo costo social es tan elevado? En esencia, la respuesta es que mientras los costos sociales (macroeconómicos) de tales rigideces microeconómicas son altos, de primer orden de magnitud, los costos privados para las empresas o los beneficios derivados de la corrección de sus errores son bajos, de segundo orden (Mankiw, 1985; Akerlof y Yellen, 1985; Blanchard y Kiyotaki, 1987). Sucede así porque los costos macroeconómicos de mantener un precio demasiado alto son directamente proporcionales a la diferencia entre el precio efectivo y el precio correcto o de equilibrio (pues el producto global caerá en esa proporción). En cambio, el incentivo microeconómico para corregir cualquier error de precio es equivalente a la utilidad dejada de percibir cuando se

fija un precio equivocado. De tratarse de una empresa competitiva, esta pérdida de utilidad sería enorme (infinita en rigor); en cambio, si se opera en un marco de competencia imperfecta, que se acerca más al mundo real, la caída de las utilidades es mucho menor. De ahí que el supuesto de la competencia imperfecta sea tan importante en estos modelos.

La demostración de este punto es sencilla. Las utilidades (U) son función tanto de las ventas (Q) como del precio (P). Si bien cuando se fija un precio demasiado alto las ventas caen, ello se ve compensado por el cobro de un precio más alto. La caída en las utilidades, que es lo que verdaderamente motiva a la empresa, es mucho menos que proporcional a la diferencia en el precio.

En términos más técnicos, $U = f(P, Q)$. Mediante una expansión de Taylor en torno al precio óptimo, P^* , esto puede expresarse así:

$$U(P) = U(P^*) + \frac{dU(P^*)}{dP} (P - P^*) + \frac{1}{2} \frac{d^2U(P^*)}{dP^2} (P - P^*)^2 + \dots$$

$$U(P) - U(P^*) = \frac{dU(P^*)}{dP} (P - P^*) + \frac{1}{2} \frac{d^2U(P^*)}{dP^2} (P - P^*)^2 + \dots$$

En torno al precio óptimo, la variación en las utilidades atribuible a un cambio en el precio se aproxima a cero, de modo que el primer término desaparece. Por lo tanto,

$$U(P) - U(P^*) = \frac{1}{2} \frac{d^2U(P^*)}{dP^2} (P - P^*)^2 + \dots$$

²³El valor medio real de una acción en la bolsa argentina se cuadruplicó entre 1978 y 1980; y en la chilena se elevó 16 veces entre 1973 y 1980. En ambos casos, estos movimientos excedieron por amplio margen las perspectivas de la economía real (Ramos, 1986).

O sea, las utilidades perdidas por fijar un precio demasiado alto son proporcionales no al error en el precio ($P - P^*$), sino al cuadrado del error en el precio. De tal modo que si éste es fijado a un nivel 10% superior al nivel de equilibrio, la reducción en las utilidades será del orden de $(10\%)^2$ o de 1%. Los incentivos para que cada empresa introduzca la corrección pertinente son, según se advierte, de segundo orden $(P - P^*)^2$. En cambio, el costo para la economía es de primer orden, ya que la caída de la producción (y la demanda agregada) global será directamente proporcional a $(P - P^*)$. De ahí entonces que, si

bien el costo macroeconómico de la inercia o rigidez de los precios (o salarios) es alto, el costo privado para la empresa *parecerá* pequeño.

No es que la recesión no entrañe costos serios para la empresa. El problema es que la corrección de su "error" de precios mejorará sólo marginalmente sus utilidades. En efecto, la expansión de la demanda que enfrenta la empresa depende no tanto de la corrección de su precio (mejora de segundo orden), sino de que todos los demás corrijan los suyos (una mejora de primer orden). Esta eventualidad no depende del comportamiento propio (la externalidad en la demanda agregada). Ciertamente, la tendencia apunta a que la empresa corrija sus precios, pero como el incentivo es pequeño, la velocidad de ajuste será lenta.

Más aún, es intuitivamente obvio y demostra-

ble (Akerlof y Yellen, 1985) que mientras más empresas maximizan con lentitud o en forma incompleta (situación probable del Sur), menos costoso le resultará este proceso a cada una de ellas, pues pierden poco ante sus competidores, y menor será por lo tanto el "castigo" que reciban por ser "ineficientes". O sea, basta con que algunas empresas estén dispuestas a tolerar rigideces —para ellas de segundo orden, con escasos efectos sobre su rentabilidad— para que puedan suscitarse efectos macroeconómicos serios y prolongados, sin que ello sea suficiente para inducir una corrección acelerada. La inercia de los precios puede coexistir, entonces, con la racionalidad económica, sin violar los principios de maximización, al menos en cuanto a un primer orden de magnitud.

VI

A modo de conclusión

1. Las convergencias

A estas alturas no cabe duda de que las expectativas son un factor determinante básico del comportamiento de los agentes económicos, que generan consecuencias de primer orden para la macroeconomía. Asimismo, parece obvio que el agente adopta un comportamiento maximizador, tanto por razones de consistencia como para permitir algún proceso de aprendizaje. Si bien esto requiere modelar las expectativas en términos "racionales", ello no significa que la información al alcance del agente sea completa o esté libre de errores de percepción. Tampoco involucra, en ausencia de mercados a futuro suficientemente desarrollados, que el agente pueda prever sin dificultades la permanencia de una política, ni la forma en que se construirán las expectativas de sus competidores. Las dificultades en tal sentido pueden dar lugar a transacciones falsas o incompletas; a fallas de coordinación; o lisa y llanamente a desequilibrios análogos a los producidos por expectativas adaptativas y rigideces *ad hoc*. Lo nuevo, sí, es la necesidad de modelar la falla o rigidez causante del desequilibrio, y no limitarse a postular una presunta falla en forma arbitraria o sin fundamento.

La necesidad de identificar y especificar la falla y de conciliarla con un comportamiento maximizador del agente es lo que ha llevado a los teóricos a conceder prioridad al imperativo de sentar la macroeconomía sobre sólidos cimientos microeconómicos. Es por ello que han cobrado tanta importancia la teoría de juegos y los avances en materia de organización industrial para explicar, respectivamente, las interacciones no cooperadoras entre grupos y el comportamiento de las empresas en una competencia imperfecta. Esta profundización en los cimientos microeconómicos ha contribuido a su vez a frenar el avance de las teorías de desequilibrio. El esfuerzo reciente se ha volcado a la identificación del origen del desequilibrio, antes que a la explicación de sus consecuencias, tan bien trazadas por las teorías de desequilibrio.

2. Temas críticos y promisorios

Cabe esperar, asimismo, progresos importantes en otras cuatro áreas de crucial importancia tanto para el Sur como para el Norte.

a) La credibilidad

Con credibilidad, aún las malas políticas pueden dar buenos resultados durante algún tiempo; sin ella, en cambio, hasta las mejores políticas serán muy costosas. De ahí que la credibilidad sea un activo tan importante, que hay que cuidar. ¿Qué hacer, cuando no existe? Este es el problema típico del Sur al inicio de cualquier programa de estabilización. Condición necesaria para ganar credibilidad es que el programa sea coherente y su instrumentación adecuada. Sin embargo, ello no es suficiente, pues, ¿cómo convencer al público de que será duradero, y que no se lo descartará al primer tropiezo? Dado que nada ni nadie puede asegurar la mantención del programa, se suscita incertidumbre respecto a su cumplimiento, aunque en una sola dirección, de que la inflación sea superior, nunca inferior, a la meta. De ahí que las expectativas tiendan a ajustarse lentamente, y "desde arriba", a la meta inflacionaria, provocando así recesión.

Por otro lado, aun si un agente se convence del buen diseño, de la coherencia y permanencia del respectivo programa de estabilización, tiene derecho a preguntarse si los demás agentes económicos, sobre todo sus competidores y proveedores, ajustarán sus precios en forma instantánea y completa según la meta inflacionaria, o sólo en forma parcial y desde arriba, hasta que vean los resultados (Di Tata, 1982). Se crea, así, un círculo vicioso en el que las propias expectativas de que el programa sólo tendrá éxito parcial lo llevan a su fracaso; la inflación disminuye de manera insuficiente, y se generan tendencias recesivas. El gobierno se enfrenta al dilema de perseverar en su empeño —a riesgo de provocar recesión— o de aflojar en su meta y ratificar las expectativas del público, a costa de un debilitamiento adicional de su credibilidad.

No constituye, pues, una vuelta atrás postular que es probable que, al menos en lo que se refiere a *cambios de régimen*, las expectativas del público son adaptativas (es decir, el público es escéptico). En efecto, las modificaciones sistemáticas de política dentro de un régimen determinado (por ejemplo, manejo de relojería anticiclíco) sí pueden ser anticipadas; cambios de régimen, no. Tampoco es factible prever cuán serio es el compromiso gubernamental de mantener el nuevo régimen (digamos, el programa antiinflacionario).

Una vez que el cambio de régimen adquiere credibilidad, las desaceleraciones de la demanda agregada pasan a incidir sólo sobre los precios. En cambio, mientras no se llega a tal convencimiento, el escepticismo del público frena el ajuste vía precios, haciendo que el programa de estabilización sea recesivo.

El desafío consiste, entonces, en encontrar alguna forma de convencer al público de que la nueva regla (reducción inflacionaria) se mantendrá, de modo de que se evite incurrir en una recesión larga y profunda. La lógica de las políticas de precios y salarios, diseñadas en el marco de los recientes programas heterodoxos de estabilización en Argentina, Brasil, México, Perú, así como en Israel, apunta en esa dirección. Pueden esas políticas ser interpretadas como intentos no de reprimir la inflación, sino de guiar y armonizar las expectativas de los agentes entre sí y con la meta inflacionaria de la política económica, para evitar una recesión mientras persista incertidumbre en el público respecto a la credibilidad general y la permanencia de la nueva política. Obviamente, si el resto de la política económica —en particular, la fiscal— no es coherente con la meta inflacionaria, el programa estará condenado al fracaso, como fue el caso en Argentina, Brasil y Perú (Ocampo, 1987).

b) Los equilibrios múltiples

Una característica común a las situaciones de rigidez anteriormente descritas es que admiten la existencia de más de un equilibrio para una determinada política de estabilización: uno, de menor inflación y pleno empleo (un óptimo absoluto); otro, de recesión y excesiva inflación (un máximo local, pero subóptimo absoluto). Ello ocurrirá en especial si se forman expectativas de que la primera reacción de los demás productores ante una contracción de la demanda sea mantener sus precios y que, por lo tanto, puede prevalecer un período en que las ventas globales estén constreñidas en cantidad. O sea, la expectativa de que habrá ajustes en cantidad más que en precios tenderá a inducir un comportamiento de parte de las empresas consonante con ese supuesto. Durante un tiempo las expectativas pasan a ser profecías autocumplidas, dando lugar a distintos equilibrios locales, cada uno consonante con un diferente conjunto de expectativas: el optimismo

genera auges; el pesimismo, recesión; y las expectativas de estancamiento, más estancamiento.

Ninguno de estos equilibrios es descartable como irracional. De otro lado, el incentivo de cada agente para actuar está condicionado por lo que él estima que será el comportamiento de los demás. En consecuencia, un subóptimo puede pasar a ser un punto de equilibrio, dado que se trata de un máximo local. Mover la economía desde este equilibrio subóptimo a otro equilibrio, pero óptimo absoluto, ofrece una justificación para una intervención de parte de las autoridades económicas.²⁴

De hecho, buena parte de la lógica de intervención —sobre todo de los planes heterodoxos de estabilización— contra la “inflación inercial” puede ser entendida como un intento de mover la economía desde una situación de equilibrio con inflación alta a otra con inflación baja, para un mismo impuesto inflacionario. En efecto, se reconoce que este último es igual al ritmo de inflación multiplicado por la base monetaria. Como a mayor inflación se contrae la base monetaria real, pasado cierto punto la reducción en la base excede el aumento del ritmo inflacionario, con lo cual puede darse que con dos tasas sustancialmente distintas se recaude el mismo impuesto a la inflación. Bajar la inflación desde un equilibrio de alta inflación a uno con baja inflación exigiría, pues, un esfuerzo de coordinación (política de precios e ingresos) más que una disminución del déficit.²⁵

Tan importante como admitir que las rigideces pueden hacer que el sistema descansa en un máximo local, pero subóptimo, lo es reconocer que los equilibrios posibles no son indiferentes al camino que se adopte para alcanzarlos. O sea, el sistema económico no necesariamente es reversible; lo que representaba un equilibrio óptimo antes de una recesión, tal vez ya no sea viable después, sobre todo si ella fue prolongada. Es posible que las caídas (respecto a tendencia) en los niveles de empleo e inversión sean recuperables en la fase expansiva del ciclo, con lo que el sistema volvería a su equilibrio óptimo. No ocu-

rrirá así, en cambio, para choques de mayor duración (Arida, 1985). Tal vez se vuelva a la larga a un ritmo de crecimiento semejante al histórico, pero la disponibilidad de capital y, por ende, el nivel de producción serán menores, ya que el nivel óptimo de equilibrio es sensible al proceso de transición y a la duración del mismo (*hysteresis*).

La curva de Phillips de largo plazo será en tal evento vertical, aunque en torno a dos niveles distintos de “pleno empleo”. En este marco, las políticas monetaria y fiscal revestirán importancia no tanto para restaurar desviaciones cíclicas en torno a uno de los equilibrios de pleno empleo, sino, más fundamentalmente, para asegurar el logro del equilibrio de largo plazo consonante con un pleno empleo más productivo.

c) *Los ajustes automáticos y el “corredor” de lo creíble*

Si existen varios equilibrios posibles —según el estado de las expectativas—, ¿hacia cuál de ellos conduce espontáneamente el mercado? Cabe conjeturar que ante desajustes de menor importancia las fuerzas automáticas del mercado darán lugar a movimientos convergentes hacia el equilibrio óptimo. En efecto, la libre interacción de la oferta y la demanda es un buen mecanismo de ajuste para variaciones pequeñas (marginalismo) en torno del equilibrio y en un determinado mercado. Pero cuando las variaciones son grandes, afectan a más de un factor y, sobre todo, requieren una coordinación significativa entre agentes y mercados, es probable que la operación espontánea del mercado adolezca de serias fallas. Es lo que llevó a Leijonhufvud (1981) a formular la hipótesis del “corredor” (franja), según la cual las fuerzas automáticas del mercado son estabilizadoras de las variaciones moderadas en torno al equilibrio. Fuera de esa franja, las tendencias a la convergencia se debilitan considerablemente, ya que se acentúan las dificultades de coordinación, las que en el límite dan lugar a transacciones falsas e incompletas y a una falla generalizada en las señales del mercado.

Hay dos situaciones en las que esta hipótesis reviste especial importancia para el Sur. Una, es el caso de una recesión aguda y prolongada, en la que el mercado ha dejado de coordinar bien y de apuntar al equilibrio óptimo. Por ejemplo, en el evento de un deterioro de los salarios, servirá

²⁴Determinar si esa justificación es o no suficiente exige, a su turno, evaluar los posibles costos de dicha intervención.

²⁵Obviamente, bajar la inflación a cero sí supone reducir el déficit, pues a inflación cero el impuesto inflación también es cero.

para aminorar el desempleo cuyo origen sea atribuible sólo a desajustes en el mercado de trabajo. No será útil, en cambio, si el desempleo tiene su origen en un desequilibrio en el mercado de bienes, a causa, por ejemplo, de la vigencia de precios inflados, que imposibilitan vender todo lo que se es capaz de producir. En este caso, según lo indican los modelos de desequilibrio, y a la inversa de la reacción espontánea del mercado, son los precios los que deben caer, y a mayor ritmo que los salarios, para conseguir la recuperación de los niveles normales de ventas, producción y empleo. O sea, mientras los ajustes de precios y salarios en los mercados de bienes y trabajo no se sincronicen y coordinen, la recesión perdurará.

La segunda de las situaciones se configura durante un cambio de régimen de política. Es lo que sucede al inicio de un programa antiinflacionario fuerte, cuya meta no puede ser prevista ni creída plenamente por el mercado y en la que es previsible que los agentes se acercarán al equilibrio en forma asimétrica, "desde arriba", subiendo sus precios a una tasa superior a la inflación meta. Ambas situaciones —que se ubican claramente fuera de la franja marginal en que el mercado sí es eficiente— darán lugar a una recesión o a la persistencia de ésta, si es que no hay una intervención clara y acertada de parte de las autoridades que coordine las expectativas y armonice el comportamiento de los agentes con la meta inflacionaria implícita en la política macroeconómica.

d) *Las instituciones*

Si muchos problemas macroeconómicos derivan de una insuficiente información respecto al comportamiento de los demás agentes económicos y, en especial, si conjuntos diferentes de expectativas pueden dar lugar a equilibrios muy distintos, cabe preguntarse acerca de la factibilidad de reducir las necesidades de información o de anclar las expectativas, de modo de atenuar el grado de incertidumbre respecto al equilibrio.

Ambos interrogantes tienen como posible respuesta el establecimiento de normas de comportamiento acordadas con antelación, aunque definir éstas es un asunto nada de fácil.²⁶

Desde este punto de vista, muchas instituciones económicas (contratos, esquemas de indización, ley de quiebras, garantías sobre depósitos, legislación laboral) tendrían por objeto aminorar la incertidumbre respecto del comportamiento ajeno, sobre todo cuando éste involucra el intercambio de una promesa futura como contrapartida de un compromiso actual. Lejos de constituir imperfecciones, se trata de mecanismos que pretenden acotar el grado de inestabilidad y riesgo derivado de una situación en la que cualquier agente puede hacer cualquier cosa. Al reducir (por mutuo acuerdo) el grado de impredecibilidad, estas instituciones generan un comportamiento más estable y menos riesgoso. Incluso, al rebajar el costo de las transacciones entre compromisos futuros y presentes facilitan el intercambio y contribuyen también al mejoramiento del nivel de vida.

Como contrapartida, sin embargo, y de manera análoga al debate sobre reglas y discrecionalidad, tales normas e instituciones disminuyen la flexibilidad y rapidez de las respuestas ante coyunturas inesperadas. Si bien las normas son modificables, introducirles cambios entraña elevados costos. Así, a menos que se trate de ajustes muy fundados y llamados a persistir en el tiempo, es probable que se opte por prolongar la vigencia de normas e instituciones, aunque ya no sean tan adecuadas a las nuevas circunstancias. Por ejemplo, las normas de indización salarial son adecuadas para inflaciones persistentes, pues aminoran las redistribuciones aleatorias en el ingreso; sin embargo, pueden transformarse en negativas si se quiere bajar la inflación, pues tienden a rigidizar los ajustes de precios y, por

mas respecto a instrumentos que las autoridades manejan (e.g., la base monetaria), lo que maximiza la simplicidad y el control; otros, en cambio, prefieren normas acerca de resultados (e.g., estabilidad de precios), sobre todo cuando la relación entre el instrumento y los resultados es lenta, incierta o equívoca. Asimismo, se pueden formular reglas para distintas contingencias (e.g., según haya más o menos inflación, desempleo, desequilibrio externo...). Desafortunadamente, mientras más contingencias se contemplan, menos predecible y más discrecional se hace la práctica. Inversamente, puede definirse una regla a la cual se adhiera independientemente de contingencias (e.g., una expansión fija en la cantidad de dinero), pero si bien con este expediente se gana simplicidad, se arriesga un desastre en coyunturas no previstas. (Blinder, 1987).

²⁶Por ejemplo, algunos abogan por la definición de nor-

ende, a provocar recesión. La institucionalidad más adecuada dependerá, entonces, del contexto económico probable: en este caso, indización si hay inflación persistente; ausencia de indización, si hay poca o ninguna inflación.

Por otra parte, las coyunturas inesperadas, sobre todo las que rebasan lo previsible, exigen una vigorosa acción compensadora, la que ha de incluir, por cierto, la modificación expedita de las normas e instituciones, en caso de que ellas estén induciendo un comportamiento inadecuado en las nuevas circunstancias.

Siempre es posible, claro, renegociar las normas en forma individual. Sin embargo, a menos que los costos de no renegociar sean muy altos para ambas partes (o sea previsible una repetición del "juego", en la que ganadores y perdedo-

res podrían intercambiar posiciones), es probable que los obstáculos impidan tal renegociación, pese a sus elevados beneficios sociales netos. Esta divergencia entre beneficio social y privado constituye un argumento a favor de una intervención estatal. En contra de la misma están, por una parte, el riesgo de una mala intervención y, por otra, el costo de la mayor incertidumbre derivada de la propia modificación de las normas. Ello suministra un argumento más para que las intervenciones en la institucionalidad se limiten a casos de desviaciones muy alejadas de lo normal, es decir para recesiones especialmente agudas y prolongadas o inflaciones muy elevadas: o sea, dentro del ciclo normal, reglas estables (contingentes o no); fuera de esa franja ("corredor"), activismo.

Bibliografía

- Accettuno, G. y otros (1984): Descripción del sistema de ecuaciones y simulaciones históricas, *Economía mexicana: modelo macroeconómico*, México, D.F., CIEPLAN.
- Akerlof, G. y J. Yellen (1985): A near rational model of the business cycle, with wage and price inertia, *Quarterly Journal of Economics* (suplemento).
- Arellano, J.P. (1986): La literatura económica y los costos de equilibrar la balanza de pagos en América Latina, *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*, R. Cortázar (ed.), Santiago de Chile, CIEPLAN.
- Arida, P. (1985): Macroeconomic issues for Latin America, *Texto para Discussão N° 87*, Pontificia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- Arrow, K. (1959): Toward a theory of price adjustment, *The Allocation of Economic Resources*, M. Abramovitz (ed.), Stanford University Press.
- Ball, L. y D. Romer (1987): Real rigidities and the non neutrality of money, *NBER Working Paper*, N. 2171.
- Ball, L., G. Mankiw y D. Romer (1988): The new Keynesian economics and the output inflation trade-off (mimeo). Nueva York, Cambridge y Princeton, marzo.
- Barro, R. (1974): Are government bonds net wealth?, *Journal of Political Economy*, diciembre.
- Bernanke, B. (1983): Non monetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression, *American Economic Review*, junio.
- Blanchard, O. (1983): Price synchronization and price level inertia, *Inflation, Debt and Indexation*, R. Dornbusch y M. Simonsen (eds.), Cambridge, MIT Press.
- (1986): The wage price spiral, *Quarterly Journal of Economics*, agosto.
- y N. Kiyotaki (1987): Monopolistic competition and the effects of aggregate demand, *American Economic Review*, septiembre.
- Blinder, A. (1987): The rules-versus-discretion debate in the light of recent experience, *Weltwirtschaftliches Archiv* CXXIII.
- Bruno, M. y otros (1988): *Inflación y estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- CEPAL (1984): *Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur*, Estudios e informes de la CEPAL N° 38.
- Corbo, V. (1982): Inflación en una economía abierta: el caso de Chile, *Cuadernos de economía*, Santiago de Chile, abril.
- Corden, M. (1986): The relevance for developing countries of recent developments in macroeconomic theory, *World Bank Discussion Paper*.
- Cortázar, R., ed. (1986): *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*, Santiago de Chile, CIEPLAN.
- Chica, V. (1983): La dinámica de los precios en la industria manufacturera colombiana: 1958-80, *Revista de planeación y desarrollo*, Bogotá, enero-abril.
- Di Tata, J. (1982): Expectativas de expectativas y la no neutralidad de una política monetaria totalmente credda, *Ensayos económicos N° 23*, Banco Central de la República Argentina, septiembre.
- Dornbusch, R. (1987): Open economy macroeconomics: New directions, *NBER Working Paper* N° 2372.
- (1988): *Exchange rates and inflation*, Cambridge, MIT Press.
- y M. Simonsen, eds. (1983): *Inflation, debt and indexation*, Cambridge, MIT Press.
- Foxley, A. (1983): *Latin American Experiments in Neoconservative Economics*, Berkeley, University of California Press.
- Frenkel, R. (1979): Decisiones de precios en alta inflación, *Estudios CEDES*, vol. 2 N° 3, Buenos Aires.
- (1984): Inflación, shocks y mark-up en Argentina, 1975-1982, *Ensayos económicos N° 30*, Banco Central de la República Argentina, junio.

- Friedman, M. (1968): The role of monetary policy, *American Economic Review*, mayo.
- Gertler, M. (1987): *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, Social Systems Research Institute, Universidad de Wisconsin, mimeo.
- Gordon, R. (1981): Output fluctuations and gradual price adjustment, *Journal of Economic Literature*, junio.
- Greenwald, B., A. Weiss y J. Stiglitz (1984): Informational imperfections in the credit market and macroeconomic fluctuations, *American Economic Review*, mayo.
- ILPES (1977): Planificación de corto plazo: la dinámica de los precios, el empleo y el producto, *Cuadernos del ILPES*, N° 25, Santiago de Chile.
- Jadresic, E. (1985): Formación de precios agregados en Chile: 1974-1983, *Colección Estudios CIEPLAN*, Santiago de Chile, junio.
- Katz, L. (1986): Efficiency wage theories: a partial evaluation, *NBER Macroeconomics Annual*.
- Kydland, F. y E. Prescott (1977): Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, junio.
- Lara Resende, A. y F. Lopes (1981): Sobre as causas recentes da aceleração inflacionaria, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, diciembre.
- Leijonhufvud, A. (1981): *Information and Coordination*, Nueva York, Oxford University Press.
- Lindbeck, A. y D. Snower (1985): Explanations of unemployment, *Oxford Review of Economic Policy*, volume 1 N° 2.
- Lipsey, R. (1960): The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom, 1862-1957: a further analysis, *Economica*, febrero.
- Lucas, R. (1972): Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, abril.
- (1973): Some international evidence on out-inflation trade-offs, *American Economic Review*, junio.
- (1976): Econometric policy evaluation: a critique, *The Phillips Curve and Labor Markets*, K. Brunner y L. Meltzer (eds.), Amsterdam, North Holland.
- Mankiw, G. (1985): Small menu costs and large business cycle: a macroeconomic model of monopoly, *Quarterly Journal of Economics*, mayo.
- (1987): Recent developments in macroeconomics: a very quick refresher course, *NBER Working Paper* N° 2474.
- Massad, C y R. Zahley, eds. (1987), *Deuda interna y estabilidad financiera*, volumen I. Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano.
- (1988): *Ibid.*, volumen II.
- McCallum, B. (1980): Rational expectations and macroeconomic stabilization policy: an overview, *Journal of Money, Credit and Banking*, noviembre, parte 2.
- Meller, P. (1987): Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina, *Revista de la CEPAL*, N° 32 (L.C.G. 1473), Santiago de Chile, agosto.
- Modiano, E. (1983): A dinamica de salarios e preços na economia brasileira, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, abril.
- Monteiro, C. (1981): Preços mark-up e distribuição funcional a renda na industria de transformação: dinâmica de largo e de corto prazo: 1959-80, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, diciembre.
- Morales, J. (1988): La inflación y la estabilización en Bolivia, *Inflación y estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México*, M. Bruno y otros, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Ocampo, J. (1987): Una evaluación comparada de cuatro planes antiinflacionarios recientes, *El trimestre económico*, marzo (número especial).
- Okun, A. (1981): *Prices and quantities: a macroeconomic analysis*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Phelps, E. (1970): Introduction y Money wage dynamics and labor market equilibrium, *Microeconomic Foundations of Employment and Inflation*, Phelps, E. (ed.), Nueva York, Norton.
- Phillips, A. (1958): The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1862-1957, *Económica*, agosto.
- Prescott, E. (1986): Theory ahead of business cycle measurement, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, otoño.
- Ramos, J. (1977): Inflación persistente, inflación reprimida e hiperestancamiento, *Cuadernos de economía*, Santiago de Chile, diciembre.
- (1986): *Neoliberal Economics in the Southern Cone of Latin America 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Rotemberg, J. (1987): The New Keynesian microfoundations, *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 2.
- Sargent, T. y N. Wallace (1975): Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal monetary supply rule, *Journal of Political Economy*, abril.
- Sargent, T. (1982): The end of four big inflations, *Inflations: Causes and Effects*, R. Hall (comp.), Chicago, University of Chicago Press.
- Simonsen, M. (1988): Estabilización de precios y políticas de ingresos: teoría y estudio de caso de Brasil, *Inflación y estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México*, M. Bruno y otros, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Solimano, A. (1986): Aspectos conceptuales sobre política cambiaria relevantes para América Latina, *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*, R. Cortázar (ed.), Santiago de Chile, CIEPLAN.
- Stiglitz, J. (1984): Recent developments in the theory of industrial organization: some macroeconomic implications, *American Economic Review*, mayo.
- (1986): Theories of wage rigidity, *Keynes' Economic Legacy: Contemporary Economic Theories*, J. Butkiewicz J. y otros, Nueva York, Praeger.
- Summers, L. (1988): Relative wages, efficiency wages and Keynesian unemployment, *NBER Working Paper* N° 2590.
- Taylor, J. (1980): Aggregate dynamics and staggered contracts, *Journal of Political Economy*, febrero.
- Taylor, L. (1983): *Structuralist Macroeconomics*, Nueva York, Basic Books.
- Williamson, J., ed. (1985): *Inflation and Indexation: Argentina, Brasil and Israel*, Institute for International Economics, Washington, D.C.