

Política monetària, estabilització econòmica, expectatives racionals: especial consideració dels shocks d'oferta

Josep Piqué i Camps (*)

L'objectiu principal d'aquesta anàlisi és el de contemplar globalment efectes dels shocks d'oferta i les possibilitats d'aplicació de polítiques econòmiques estabilitzadores de l'output i del nivell d'ocupació. En conseqüència, s'inscriu en el marc de la teoria macroeconòmica dinàmica a curt termini.

Obviament, però, per tal que aquest plantejament sigui operatiu, cal fer-ne un acotament progressiu, mitjançant la connexió amb un altre tema que també ha estat objecte del meu interès acadèmic i professional: el paper del diner i de la política monetària sobre l'activitat econòmica.

Per tant, hom podria afirmar que el nucli de l'anàlisi se situa en l'estudi *teòric* de l'efectivitat de la política monetària com a instrument estabilitzador, en general, i davant shocks d'oferta, en particular. No conté, doncs, aproximacions o contrastacions empíriques, o recomanacions concretes de política econòmica per a àmbits espacials concrets, sinó conclusions derivades d'un procés de reflexió teòrica que poden constituir la base per a propugnar-les.

En qualsevol cas, el plantejament del tema comporta, necessàriament, l'anàlisi prèvia i simultània de diversos elements determinants. Per tal motiu, la sistemàtica seguida, que s'especifica a continuació, esdevé important (**).

En la primera part de l'estudi, hom considera convenient efectuar un repàs de la discussió històrica sobre el paper del diner en l'activitat econòmica, situant-se ja en el context d'economies monetàries (més enllà, doncs, de models d'equilibri general, del tipus Arrow-Debreu, i partint d'economies «sequencials», segons la definició de Radner). Però tal repàs no es realitza des del punt de vista de l'història-

(*) - Resum dels trets principals de la Tesi Doctoral presentada per l'autor el 12-2-83, a la Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales de la Universitat de Barcelona i qualificada amb «Excel·lent Cum Laude» pel Tribunal format pels Drs. Estapé (President), Hortalà (Director), De la Torre, Ortí i Argandoña.

(**) - Per a les referències bibliogràfiques pertinents, atesa llur extensió, vid. la Tesi Doctoral, dipositada a la Facultat de Ciències Econòmiques de la Facultat de Barcelona.

dor del pensament (no hi ha, doncs, pretensions d'exhaustivitat) sinó de les principals recomanacions fetes pels diversos autors quant a la política monetària a aplicar: així, hom recull les aportacions dels quantitativistes, el punt de ruptura que representa Keynes i la «General Theory» sobre la teoria monetària dominant, les ampliacions que hom pot denominar «keynesianes» i la «contrarrevolució monetarista», amb especial referència a l'obra de M. Friedman.

En aquest context, hom efectua una valoració de la polèmica tradicional pel que fa a l'impacte que els impulsos monetaris suposen sobre les variables reals i monetàries i la discussió sobre el «mecanisme de transmissió», tot distingint i identificant les diferents posicions teòriques actuals més enllà de la divisió simplista entre «monetaristes» i «keynesians».

De tota manera, tota discussió sobre el que la política monetària pot fer o no pot fer en economies com les del món occidental industrialitzat, té com a inevitable punt de referència a M. Friedman. Per aquest, la política monetària pot controlar les quantitats nominals -el tipus de canvi, el nivell de preus, la renda nominal, l'oferta nominal de diner- o llur taxa de variació. Això no vol dir, però, que pugui fer-ho amb les magnituds reals o la seva variació, independentment que pugui tenir efectes importants sobre aquestes, contribuint a llur inestabilitat a termini curt, i essent, sovint, la causa de llurs fluctuacions. En conseqüència, a part l'eficàcia de la política monetària davant perturbacions produïdes per altres factors, aquesta ha d'anar dirigida a aconseguir un marc estable per al sector privat de l'economia com a millor via per estabilitzar el nivell de l'activitat econòmica. En aquest sentit, les propostes de política monetària es concretarien en la necessitat d'adoptar un creixement constant de la quantitat de diner, ja que, en cas contrari, la pròpia política, malgrat la seva importància per a la determinació de les variables monetàries (i el termini curt, reals) i precisament per això, pot convertir-se en un instrument important de desestabilització, ateses les característiques canviants dels retards entre la constatació del desequilibri inicial fins a la recepció per part de l'activitat econòmica de la totalitat dels efectes derivats de la política monetària, articulada de manera discrecional i activa.

Com és prou sabut, l'adopció o no de la regla de creixement constant (o regla del $k\%$) de la quantitat de diner ha estat objecte de tot un seguit de consideracions teòriques que s'han centrat sobre el caràcter endogen o no de l'oferta monetària, l'estabilitat de la demanda de diner i els efectes sobre l'estructura dels tipus d'interès nominals i reals, el paper dels actius substitutius del diner i la problemàtica de la seva definició, la naturalesa del mecanisme de transmissió i la clarificació de l'anomenada «caixa negra» monetarista, etc. En tot cas, però, hom ha posat de manifest les dificultats per a implementar una política monetària de «fine tuning» i seriosos dubtes en relació a la seva manipulació discrecional davant tot tipus de perturbacions, sigui quina sigui llur naturalesa i llur intensitat.

En aquest context, cal considerar també les aportacions efectuades pels anomenats «teòrics del racionament» que, quant a l'efectivitat de la política monetària, ens porten a unes primeres consideracions relatives al paper que, en aquest àmbit, juga sens dubte el grau de flexibilitat dels preus, tema que serà tractat més endavant.

Ara bé, deixant a banda el judici que, a posteriori, pot fer-se sobre l'esmentada polèmica, un conjunt de nous elements, obliga, a partir dels anys setanta, a reconsiderar-la de manera prou significativa. Malgrat la classificació d'aquests «nous» elements hagi d'ésser arbitrària, atesa llur interconnexió i llur gran quantitat de matisos, hom separa llur tractament en tres grans nuclis: la hipòtesi de la taxa

natural, la configuració de les expectatives dels agents econòmics i els processos d'ajust dels preus en els mercats.

La hipòtesi de la taxa natural d'atur, lligada a la reformulació de la relació de Phillips, implica que el «trade-off» es manifesta entre el nivell de l'output o d'ocupació i la diferència entre els preus corrents i els preus esperats i, per tant, rau en la incapacitat dels agents per distingir entre variacions en els preus relatius i en llur nivell agregat. Aleshores, l'impacte quant a l'eficàcia de polítiques estabilitzadores a termini curt dependrà de les condicions dels mercats pel que fa als ajustos via preus i de l'assumpció de determinats contextos informacionals.

Els models macroeconòmics tradicionals permeten la comparació entre dos estats diferents a partir d'una pertorbació específica. En aquest context, intervenir un sistema vol dir, en el cas més simple, canviar el valor d'una variable exògena i analitzar els efectes sobre les variables endògenes del model. A la realitat, però, resulta molt més difícil aïllar moviments de les variables, atès que fluctuen de manera que poden representar-se a través d'un procés estocàstic que dona lloc a una funció de distribució de la variable, amb els seus moments respectius. I això és clar, tant per a les variables endògenes com per a les exògenes, les quals es veuen afectades per retards, deguts a la introducció de costos d'ajust o de rigideses de tot tipus, o bé per la incorporació d'expectatives sobre els moviments futurs de la variable, en la perspectiva de fer front de la millor manera possible a les noves situacions. La influència de les expectatives futures sobre les equacions de comportament actual dels agents econòmics, a partir de la informació disponible, i que permet fer prediccions, ha forçat a «dinamitzar» els models macroeconòmics a termini curt, incloent-hi algun tipus de mecanisme de formació de les expectatives.

En aquest àmbit, la incorporació de la hipòtesi d'una configuració «racional» de les expectatives ha transformat significativament el panorama macroeconòmic. Val a dir, no obstant, que la hipòtesi no té un sentit clarament unívoc. No és el mateix afirmar que les distribucions de probabilitat que fan els agents són iguals a les que impliquen els models teòrics que inclouen la conducta dels agents que fan les prediccions i, per tant, que els moments de la distribució han de coincidir –a més de partir de la «correcció» del model aplicat– que conformar-se amb la coincidència dels primers moments –en models lineals, la mitjana i també, potser, la variància– que constituiria la hipòtesi «pràctica» de les expectatives racionals, o bé, simplement, afirmar que els agents efectivament formen llurs expectatives sobre la base de la informació disponible en relació al cost d'obtenir-la i utilitzar-la, formulació amb la qual resulta difícil estar-hi en desacord. Val a dir que, en aquest sentit, la possibilitat d'adaptació de la hipòtesi de les expectatives racionals a les diverses circumstàncies que esdevenen en els diferents mercats li resta poder explicatiu i ha obert el pas a les crítiques més fonamentades. Hom pot argumentar que les situacions econòmiques rellevants des d'un punt de vista teòric són les compatibles amb «l'equilibri amb expectatives racionals», on no hi ha tendències endògenes a que el mecanisme de configuració de les expectatives canviï. Aleshores, la problemàtica se centra en els períodes de transició i en l'estabilitat d'aquests equilibris davant pertorbacions exògenes, però això significa portar directament la discussió sobre la flexibilitat dels mercats i la capacitat d'igualar ofertes i demandes de manera que es buidïn o no en períodes significatius per a l'anàlisi.

La formulació conjunta de les hipòtesis de la taxa natural -tot distingint entre preus corrents i esperats- i de la configuració «racional» de les expectatives, permet

dues possibilitats quant a l'equilibri dels mercats. La primera consistiria a afirmar que la formació «racional» d'expectatives implica la igualtat bàsica entre preus corrents i esperats (amb independència que marcs informacionals específics puguin justificar correlacions cícliques), igualtat que es donaria simultàniament a la capacitat de reacció de l'autoritat monetària: no hi ha relació entre el nivell d'atur i la política que s'efectui quant a la inflació, més enllà d'efectes desestabilitzadors no desitjats. La segona possibilitat parteix del paradigma de no buidat constant dels mercats i, a part la seva fonamentació microeconòmica, assumeix rigidesa de preus que van més enllà de deficiències informacionals i se situen en l'anàlisi dels costos d'ajust, de manera que poden provocar ajustos «graduals» dels preus, en el temps, apareixent mercats racionats a diferents terminis. Tal esquema tampoc no resulta contradictori amb el supòsit d'expectatives racionals ni amb la neutralitat del diner a termini llarg a través de la reformulació de la corba de Philips. La discussió sobre si això dona un marge de maniobra o no a la política monetària anticíclica constitueix, en aquest nou marc, una de les controvèrsies actuals més importants en el camp de la teoria monetària moderna.

Després de la consideració dels tres elements esmentats, la tercera part del treball consisteix en l'anàlisi dels principals models d'expectatives racionals que propugnen la neutralitat bàsica del diner i la ineficàcia de la política monetària anticíclica (amb independència de la discussió sobre la superneutralitat) i que es deuen, fonamentalment, a autors com Lucas, Sargent, Wallace o Barro.

Les principals recomanacions derivades d'aquests models quant a l'articulació de la política monetària, descansen en eficàcia nul·la d'una política monetària plenament anticipada pels agents econòmics, en la mesura en què són capaços, aleshores, de compensar adequadament els seus efectes, i variar el seu comportament. En conseqüència, la política monetària és eficaç, en el sentit d'afectar les variables reals, tan sols quan «sorprén» els agents econòmics. Això pot aconseguir-se a través de polítiques «aleatòries» però resulta evident que llur capacitat estabilitzadora és nul·la. L'alternativa se situa aleshores en l'existència d'avantatges informacionals per part dels «policy-makers», ja sigui sobre l'estructura de l'economia, sobre la regla monetària aplicada o sobre els paràmetres del model, etc. Però, en tal cas, els resultats estabilitzadors poden obtenir-se, igualment, incorporant al conjunt d'informació dels agents, aquests elements, tot fent més senzilles les conductes optimitzadores d'aquells. Com hom pot veure, aquest argument ens porta directament a la teoria dels costos d'informació i d'ajust, com veurem més endavant.

En definitiva, la millor política monetària serà una política perfectament coneguda i anunciada i que procuri minimitzar la variància dels preus de manera que suposi una major facilitat per a la presa de decisions òptimes i per a la formulació de prediccions. En certa mesura, hom recupera l'argument friedmanià, però no ja en base a la ignorància sobre els «lags» entre impulsos monetaris i renda nominal sinó sobre la inexistència d'efectes reals controlables, la major estabilitat del preu i la contribució als comportaments optimitzadors dels agents.

A partir d'aquestes premisses, la següent part de l'anàlisi planteja, acceptant en certa mesura els nous elements presents en la discussió, l'existència de fonts de no neutralitat i, per tant, la possible obtenció de camps d'eficàcia estabilitzadora per a la política econòmica i, en particular, per a la política monetària. Aquestes fonts de no neutralitat que no són contradictòries amb el comportament «racional» dels agents, en sentit ampli, poden classificar-se en tres àmbits.

El primer parteix de diferències en els marcs informacionals dels agents i

d'existències de retards en els mecanismes de configuració racional de les expectatives, provocant aleshores processos de «transició» que permeten «explotar» la ignorància temporal dels agents, atesos els costos d'obtenció i de processament de la informació rellevant.

El segon parteix de l'existència, amb expectatives racionals, d'incapacitat per part dels agents a l'hora de modificar llurs equacions de comportament davant de canvis en la situació dels mercats, en relació a la flexibilitat d'actuació de l'autoritat econòmica. Això implica rigideses en preus i/o salaris, que impedeixen el buidat immediat dels mercats i provoquen que els agents tan sols puguin modificar llurs conductes amb un cert retard, que permet, en conseqüència, l'actuació d'una política activa, en la mesura de la disparitat entre preus corrents i esperats.

Val a dir, però que a diferència de l'opinió generalitzada en la literatura, no és el supòsit de les rigideses de preus «per se» el que proporciona un espai d'eficàcia per a la política monetària. L'element clau és l'acceptació d'una determinada configuració de la funció d'oferta agregada, en la mesura en la qual incorpori al component cíclic, errors de previsió d'un o més períodes: mentre les anticipacions dels agents s'efectuïn per períodes més enllà del l'immediat, i per tant, les rigideses de preus vagin més enllà del període necessari per a modificar la política monetària, els canvis en la quantitat de diner poden ésser rellevants per a la determinació del nivell d'output i d'ocupació. Les funcions d'oferta agregada dels models defensors de la neutralitat del diner, fins i tot a termini curt, semblen incompatibles amb situacions persistents de preus insuficientment flexibles o de mercats desequilibrats en la línia dels ajustos «graduals» dels preus i la discussió sobre el buidat dels mercats. La fonamentació microeconòmica –en base als costos d'informació i d'ajust– a les rigideses de preus per la via d'un suport «racional» als desfasaments informacionals, constitueix el tercer àmbit quant a la consideració de fonts de no neutralitat: no es tracta, doncs, de decebre el públic en les seves expectatives, sinó d'aprofitar la major flexibilitat relativa de la política monetària enfront de les rigideses inherents al sector privat en un món on coexisteixen diferents processos d'ajust dels preus i les quantitats de mercat.

De tota manera, cal no oblidar que, en determinades circumstàncies, la necessitat d'estabilitzar el nivell de preus per tal de no provocar «confusions» en les decisions dels agents pot ésser superior a la discutible eficàcia per a estabilitzar variables reals en el sentit esmentat. L'adopció de polítiques més o menys «reglades» o «discrecionals» dependrà del grau d'anticipació observat dels agents, la flexibilitat global dels mercats i la conveniència de respondre o no a tot tipus de perturbacions o només aquelles que hom consideri realment significatives sobre l'estabilitat.

I és en aquest context, on cal situar la discussió relativa a la política monetària més adient davant del shocks d'oferta, tema que ocupa la darrera part de l'estudi. En general, la polèmica se situa en relació a què fer davant desplaçaments de la demanda agregada i ja hem vist les condicions quant a la conveniència o no de polítiques anticíclics en aquest cas. Però els desplaçaments de l'oferta agregada (a partir de variacions en els preus relatius dels factors que no tinguin el seu origen en modificacions de caràcter intern o endogen al model utilitzat, en el sentit que no responguin a modificacions derivades del comportament del mercat competitiu) tenen una significació diferent quant als seus efectes.

No entrem aquí en la teoria dels shocks d'oferta i la justificació teòrica dels efectes previsibles a nivell microeconòmic o macroeconòmic. En qualsevol cas, cal tenir present la distinció entre aquells efectes reals inevitables i els derivats de la

resposta de les diferents economies i dels diferents grups d'agents econòmics implicats. En aquest context, cobren sentit les polítiques anomenades «d'oferta» i de progressiva flexibilització dels mercats, en la perspectiva del termini llarg. Al termini curt, però, cal plantejar-se la possibilitat de reduir les fluctuacions a partir de l'articulació de polítiques de demanda i, en concret, de la política monetària.

Si hom considera expectatives adaptatives amb preus poc flexibles, les estratègies acomodaticies semblen les més adients, tot i que perden virtualitat com més indexats estiguin els salaris. La implementació pràctica de la política depèn, aleshores, de la diferent avaluació que hom faci en relació als costos socials de la inflació i l'atur. Si els preus són flexibles, aleshores, la millor recomanació sembla ésser una política de signe contractiu.

Ara bé, com és habitual, si hom considera expectatives racionals, les conclusions resulten més complexes i amb una significació diferent. Els «teòrics de la neutralitat» argumenten la ineficàcia de voler compensar els efectes reals dels shocks d'oferta, amb independència de la política monetària practicada. En qualsevol cas, la millor manera d'evitar «sorolls», que compliquen i allargassen el procés d'ajust, és portant a terme una política «neutral», que permet l'endogeneïtzació de les expectatives a l'hora de fer prediccions, i evita la creença en l'acomodació dels shocks futurs.

Tals conclusions, però, depenen de la configuració de la funció d'oferta que hom suposi. Si és amb errors de previsió d'un sol període, aleshores, els shocks anticipats no s'han d'acomodar; més al contrari, cal efectuar polítiques contractives per tal de mantenir estable el nivell de preus. Si és no anticipat, la política monetària òptima depèn del caràcter permanent o transitori del shock. Cal destacar, no obstant, la possibilitat per a una política «activa», atesa la major capacitat de reacció de l'autoritat monetària. En canvi, si els errors de predicció superen un període d'anàlisi, la política monetària pot ésser útil en algun moment intermedi, en relació als períodes en què es comencaren a configurar les expectatives rellevants per als moments presents.

En conseqüència, si els shocks són no anticipats, hi ha possibilitats per a la política monetària anticíclica, depenent el seu signe de llur caràcter permanent o transitori. En canvi, si són anticipats, l'actuació adequada dependrà de la consideració que hom faci quant a la configuració de la funció d'oferta.

Val a dir, però, que en el context usual de les economies europees, en un primer moment, resultaven recomanables polítiques de contenció de la demanda i de control efectiu de salaris i preus, en la mesura en què les diferents situacions socials i polítiques ho permetessin. Cal no oblidar tampoc, en aquest sentit, la necessitat de no practicar polítiques excessivament canviants de cara a no determinar en un sol sentit les expectatives dels agents quant als ajustos del mercat. Tanmateix, un element clau, des del punt de vista de l'ocupació rau en la naturalesa específica presentada, des d'un punt de vista institucional i social, dels diferents mercats i, sobretot, del mercat de treball.

Resulta cert, doncs, que no hi ha solucions màgiques a una crisi que té un caràcter internacional i generalitzat, però també cal tenir present que la situació política, social, econòmica i institucional de cada país permet una diversitat de marges de maniobra per a la política econòmica, en general, i per a la política monetària, en particular. I si bé no poden evitar-se els impactes «reals», sí que es poden intentar processos d'ajust menys costosos des del punt de vista social. Potser així, els economistes podrem fer que l'economia no perdi del tot l'adjectiu que l'acompanyà en els inicis de la seva configuració com a ciència.