

La gestión monetaria en la economía de EEUU: 1981-1996

ENRIQUE PALAZUELOS MANSO*

Después de registrar altas tasas de inflación en los primeros años ochenta, la economía de Estados Unidos experimentó un proceso de desinflación que se mantiene en la actualidad. En este artículo se realiza una aproximación a las causas que pueden explicar esa moderación del movimiento de los precios, examinando la evolución de los agregados monetarios y destacando el papel jugado por los salarios reales, los tipos de interés y las importaciones, como principales factores interpretativos.

Palabras clave: política monetaria, inflación, deflación, precios, magnitudes monetarias, salario real, tipo de interés, importaciones, Estados Unidos.

Clasificación JEL: E31, E52, O51.

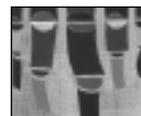
1. Introducción

En 1979, ante el recrudecimiento de las tensiones inflacionistas que a final de año darían lugar a un incremento del 11,3 por 100 del índice de precios al consumo, las autoridades de la Reserva Federal, presidida por Paul Volcker, decidieron introducir un giro radical en el rumbo de la política monetaria. Desde la segunda mitad de los años sesenta, las sucesivas administraciones presidenciales habían contemplado los movimientos de precios con creciente preocupación, pero, finalmente, no habían sido capaces de diseñar y ejecutar una política económica capaz de contener las alzas de los precios.

Así sucedió durante el gobierno de Lindon Johnson, los posteriores gobiernos republicanos de Richard Nixon y Gerald Ford, y el mandato demócrata de James Carter. En el caso de las administraciones demócratas los objetivos monetarios habían quedado diluidos en unas políticas económicas más proclives a seguir operando fun-

damentalmente desde las medidas de carácter fiscal, con el propósito de garantizar el crecimiento económico y de atender a los programas sociales. En el caso de las administraciones republicanas, los objetivos monetarios tenían un mayor protagonismo en sus enunciados programáticos, pero, de hecho, la caída del ritmo de crecimiento económico les indujo a introducir unas medidas monetarias más ambiguas y menos operativas que las inicialmente propugnadas (Campagna, 1991; Reichley, 1981; Blinder, 1979).

Cabe recordar al respecto cómo, tras acceder a la presidencia con un programa marcadamente monetarista, Richard Nixon mantuvo una política presupuestaria más expansiva y para intentar controlar las tensiones inflacionistas recurrió a controles administrativos sobre los precios y los salarios. Posteriormente, su sucesor interino hasta 1976, Gerald Ford lanzó el eslogan «*Whip the Inflation Now*», pero al cabo de pocos meses la pretensión de elevar la tasa de crecimiento de la economía condujo a un relajamiento de las medidas monetarias. El acceso a la presidencia de James Carter llegó precedido de promesas expansionistas con el propósito de lograr un



COLABORACIONES

* Departamento de Economía Aplicada I de la Universidad Complutense.

CUADRO 1 EVOLUCION DE LOS PRECIOS EN ESTADOS UNIDOS (Tasas medias de cada período)											
	1961-1966	1967-1970	1971-1973	1974-1975	1976-1979	1979-1982	1983-1989	1990-1991	1992-1996	1974-1996	1981-1996
I. P. Consumo	1,5	4,6	4,6	10,1	6,6	10,3	3,6	4,8	2,9	5,7	4,1
IPC sin energía	1,7	4,8	4,6	9,4	6,6	9,6	4,2	4,9	3,0	5,7	4,4
Bienes	1,2	3,7	4,7	10,4	5,8	9,0	2,7	4,2	2,0	4,8	3,1
Servicios	2,3	6,1	4,6	9,4	8,2	12,1	4,6	5,3	3,5	6,6	5,2
Domésticos	4,2	10,9	4,1	9,7	3,5	4,2	2,7	5,9	4,0
Alimentos	2,0	3,8	7,1	11,4	6,4	7,8	3,6	6,1	2,4	5,2	3,6
Transporte	1,4	3,8	3,1	10,3	7,2	11,2	2,3	4,2	2,9	5,6	3,5
Sanidad	2,8	6,6	4,5	10,6	9,2	10,6	7,1	8,9	5,2	8,0	7,2
– Bienes	0,7	0,8	0,7	5,9	6,5	9,4	7,3	8,3	3,5	6,7	6,6
– Servicios	3,4	7,8	5,1	11,5	14,6	10,9	7,0	9,1	5,6	8,3	7,3
Precios al productor											
Bienes Finales	0,9	2,8	5,1	13,0	6,2	9,4	1,8	3,5	1,5	4,7	2,5
– Bienes de capital	0,9	3,8	3,3	14,7	7,0	8,8	2,5	3,3	1,8	4,9	3,0
– Bienes Consumo	0,9	2,5	5,6	12,5	6,0	9,6	1,6	3,7	1,5	4,6	2,4
• Alimentos	1,7	2,8	8,9	11,1	4,6	5,8	2,5	2,2	1,5	3,8	2,3
Bienes Intermedios	0,6	2,6	6,2	17,0	6,2	9,5	1,6	1,1	1,9	4,8	2,1
Materias primas	1,4	1,5	15,7	6,3	6,0	8,0	0,4	-1,0	2,4	3,2	1,1
Deflactor del PIB	1,6	4,4	5,0	9,2	6,5	8,4	3,6	4,1	2,5	5,1	3,8

Fuente: Elaborado a partir de datos del Council of Advisers, Economic Report.

mayor crecimiento económico y una ampliación del empleo, a la vez que una extensión de los programas sociales, pero la evidencia de los hechos le condujo a una reconsideración de aquellas promesas y a introducir diversas restricciones monetarias.

Pretendiendo acabar con esa ambigüedad de las políticas económicas anteriores, en un momento ciertamente difícil provocado por el segundo *shock* petrolero, en los meses finales de 1979, la Reserva Federal impuso una drástica política monetaria basada en el estricto control de la oferta de dinero, que originó una fuerte elevación de los tipos de interés y una rápida apreciación de la moneda nacional (Friedman, 1985; Krugman, 1994). Esa política monetaria se mantuvo en términos estrictos durante los primeros años de la Administración Reagan y se tornó menos rígida a partir de 1983.

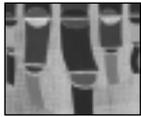
2. Movimiento de los precios

Las tensiones inflacionistas se colocaron en el primer plano de la escena económica a mediados de los años setenta, después de que se produjera el primer *shock* petrolero en 1973, aunque las subidas de precios venían siendo relevantes desde la década precedente. Frente a un incremento medio del 1,5 por 100 anual de los precios de consumo registrado en la prime-

ra mitad de los años sesenta, entre 1967 y 1973 el aumento medio fue del 4,6 por 100 anual. El acentuamiento de esas tensiones se produjo en los años siguientes, de modo que el crecimiento medio de los precios superó el 10 por 100 anual en el bienio 1974-75 y se mantuvo por encima del 6,5 por 100 en la fase de 1976-78 (Cuadro 1).

El segundo *shock* petrolero influyó considerablemente en la agudización de las tensiones que dieron lugar a un nuevo crecimiento de los precios hasta un techo máximo del 13,5 por 100 en 1980, con un incremento medio del 10,3 por 100 en la fase de 1979-82. Ese fue el momento álgido de la historia de la inflación norteamericana de las últimas décadas, pues a partir de entonces los precios emprendieron un proceso de moderación paulatina con aumentos por debajo del 4 por 100 anual, que sólo fue alterado episódicamente entre 1989 y 1991, y reconducido finalmente hasta niveles inferiores al 3 por 100 en los últimos años, generándose una dinámica desinflacionista (1). Es así que, a pesar de los fuertes aumentos

(1) En los últimos años ha surgido un intenso debate sobre los indicadores de precios, en el que distintos autores pretenden mostrar que el IPC (calculado por el *Bureau of Labor Statistics*) sobreestima aproximadamente en un punto la subida real de los precios. Si se utiliza el *Indice de Laspeyres* se exagera esa subida, porque estima el coste actual y pasado de la cesta de bienes y servicios consumidos en el pasado, de modo que no considera las variacio-



COLABORACIONES

iniciales, el crecimiento medio de los precios durante el intervalo de 1981-96 se situó en torno al 4 por 100 anual (2).

Sin embargo, esa evolución general de los precios presenta matices significativos cuando se examina con detalle el comportamiento de los principales componentes de los bienes y servicios de consumo. El primer aspecto a destacar se refiere al impacto del factor energético en los precios al consumo. Si se observa la evolución del IPC sin incluir los productos energéticos a lo largo del intervalo se aprecia que, excepto en la fase de 1979-82, su incremento fue superior al que registró el IPC general. De hecho en el conjunto del intervalo 1981-96 el crecimiento medio de aquél (4,4 por 100) superó en varias décimas al del índice general (4,1 por 100). Este hecho parece indicar que, en efecto, durante aquella fase de los primeros años ochenta, bajo el impacto del *shock* petrolero a escala internacional (3), el rápido encarecimiento de los productos energéticos fue el factor decisivo que provocó el fuerte incremento de los precios.

El segundo aspecto tiene que ver con las diferencias entre los precios de los bienes y los servicios de consumo. Se aprecia así que desde mediados de los años setenta los precios de los servicios han crecido sensiblemente más que los precios de los bienes, incluso en la fase inflacio-

nes del consumo hacia productos en los que los precios suben menos. Por su parte, el *Índice de Paasche* subestima las subidas de precios, porque calcula la diferencia entre los precios actuales y pasados con la cesta de consumo actual en que se acentúa la presencia de productos cuyo consumo ha aumentado merced a que sus precios han caído en mayor medida que otros. Por ese motivo, las propuestas actuales tienden a evaluar conjuntamente los procesos simultáneos que se producen en los precios y en el cambio de composición del consumo, utilizando el indicador de precios encadenados, como media geométrica de los índices de *Laspeyres* y *Paasche*, considerando tanto el deflator implícito del PIB como el índice del consumo privado (STEINDEL, 1997; SHAPIRO y WILCOX, 1996).

(2) El deflactor del PIB lo calcula el *Bureau of Economics Analysis del Department of Commerce*, tomando en cuenta solamente los bienes de producción nacional y los bienes de consumo duradero, estimando a la vez los precios de los «bienes únicos» como son los productos militares. La evolución del deflactor muestra ciertas diferencias con relación al IPC, en particular durante el intervalo 1979-82 donde su aumento medio fue del 8,4 por 100 anual, casi dos puntos menos que el registrado por el IPC (Cuadro 1).

(3) Los precios al consumo de la energía se elevaron una media del 23 por 100 anual entre 1979 y 1981, mostrando después aumentos mínimos, excepto en el bienio 1989-90.

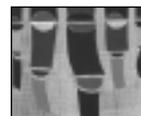
nista álgida, hasta el punto que durante el intervalo 1981-96 el aumento medio de los servicios (5,2 por 100) supera en casi un 70 por 100 al registrado por los bienes (3,2 por 100).

Desglosando el consumo entre los principales componentes del gasto familiar se comprueba que el crecimiento de los precios de los bienes y servicios domésticos, de los alimentos y del transporte han sido inferiores al incremento medio del IPC (Cuadro 1), mientras que los mayores aumentos han correspondido al sector sanitario. Es este un tercer hecho a subrayar, puesto que un sistema sanitario cuyo alto grado de privatización pudiera inducir a pensar que genera una competencia favorable a la moderación de los precios, en cambio da lugar a un persistente movimiento al alza de los precios (4). Desde los años sesenta, pero de manera más evidente desde mediados de la siguiente década, los precios sanitarios han crecido a un ritmo sensiblemente mayor que los precios de los otros componentes fundamentales del consumo de la población, ocasionando que su incremento medio a lo largo del intervalo (7,2 por 100) supere en un 75 por 100 al aumento del IPC. En esa medida, parece fuera de dudas que la estructura sanitaria vigente —que se muestra alérgica a cualquier propósito de reforma (Navarro, 1997)— constituye uno de los principales elementos de tensión sobre los precios de consumo, considerando que absorbe aproximadamente la séptima parte del gasto medio familiar (5).

Examinando la evolución de los precios al productor se revelan otros aspectos relevantes. En primer término se aprecia que el crecimiento de esos precios ha sido inferior al experimentado por los productos de consumo. Así ha ocurrido incluso en la fase más inflacionista de 1979-82, cuando el IPC superó la media del 10 por 100 mientras que los bienes industriales

(4) En este aumento de los precios de bienes y servicios privados se encuentra también una parte de la explicación del aumento de los gastos públicos en el capítulo de la atención sanitaria pública dado que una parte de la misma se efectúa bajo contratos con el sector privado.

(5) En la última fase, 1992-96, en la que la moderación general de los precios es ostensible, con un crecimiento medio del 2,9 por 100 anual, los precios de los bienes y servicios del sector sanitario se han elevado un 5,6 por 100 anual.



COLABORACIONES

más vinculados al encarecimiento de la energía se elevaron un 8-9 por 100. A lo largo del intervalo 1981-96, el aumento de los precios al productor se ha situado en torno a una media del 2 por 100 anual, es decir, apenas la mitad del incremento de los precios al consumo. Sabiendo que en esos años la presión fiscal se ha suavizado y que, por lo tanto, no ha jugado un papel activo en el movimiento de precios, parece claro que la explicación de ese diferencial entre los precios al productor y al consumo obedece a factores que se relacionan principalmente con las características de las redes de distribución comercial, el elevado grado de terciarización, la estructura fuertemente oligopolística de ciertos mercados importantes y las condiciones específicas de sectores como el sanitario.

Disecionando los precios al productor, se constata que, dentro de su moderado incremento, a lo largo del intervalo, los aumentos han sido algo más altos en los bienes finales de capital (3 por 100) que en los bienes finales de consumo (2,4 por 100) y en los bienes intermedios (2,1 por 100), mientras que las materias primas han mantenido una gran estabilidad mostrando un aumento medio de apenas el 1,1 por 100 anual, siendo frecuentes los años en los que sus precios se han reducido.

3. Determinantes de la desinflación

Para explicar el comportamiento de los precios con frecuencia se ha insistido en señalar que los principales factores determinantes son el comportamiento de la oferta monetaria y el déficit presupuestario. De ese modo, en la medida en que ambos factores caen bajo la responsabilidad de la política económica del gobierno, la corrección de las tensiones inflacionistas habría obedecido al buen criterio de las autoridades políticas y monetarias. Así pues, trataremos de examinar si esos factores pueden explicar el movimiento de los precios a lo largo de las últimas décadas, o bien son otros elementos los que permiten interpretar de manera más adecuada el movimiento seguido por los precios.

Oferta monetaria y déficit público

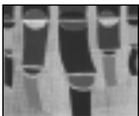
La opinión convencional supone que la velocidad de circulación se mantiene relativamente constante, de modo que, para un volumen de producción dado, las variaciones de los precios dependen de los cambios en la oferta monetaria. En la medida en que esta oferta es de carácter exógeno y depende directamente de las autoridades monetarias, si éstas mantienen un control estable de la cantidad de dinero en circulación pueden garantizar la estabilidad de los precios a través de un crecimiento económico equilibrado. A fin de cuentas esa fue la línea de argumentación adoptada por los dirigentes de la Reserva Federal para emprender el viraje de 1979 (Friedman, 1985; Krugman, 1994).

CUADRO 2
AGREGADOS DE LA CIRCULACION MONETARIA
(Miles de millones de dólares)

	M1	M2	M3	L
1974.....	274,2	902,4	1.070,0	1.248,5
1975.....	287,4	1.017,0	1.172,0	1.366,5
1976.....	306,3	1.152,7	1.312,0	1.516,6
1977.....	331,2	1.271,5	1.472,5	1.705,3
1978.....	358,4	1.368,0	1.646,8	1.911,3
1979.....	382,9	1.475,7	1.806,6	2.121,0
1980.....	408,9	1.601,1	1.992,2	2.330,0
1981.....	436,8	1.756,2	2.240,9	2.601,8
1982.....	474,6	1.910,8	2.442,3	2.845,9
1983.....	521,2	2.127,7	2.684,8	3.150,6
1984.....	552,2	2.312,2	2.979,8	3.518,6
1985.....	619,9	2.497,6	3.198,3	3.827,0
1986.....	724,4	2.733,9	3.486,4	4.122,3
1987.....	749,7	2.832,7	3.672,5	4.339,9
1988.....	787,0	2.996,3	3.912,9	4.663,5
1989.....	794,2	3.160,9	4.065,9	4.892,8
1990.....	825,8	3.279,5	4.125,9	4.976,6
1991.....	897,3	3.379,6	4.180,4	5.006,2
1992.....	1.025,0	3.434,0	4.190,4	5.078,0
1993.....	1.129,8	3.486,6	4.254,4	5.167,8
1994.....	1.150,7	3.502,1	4.327,3	5.308,4
1995.....	1.129,0	3.655,0	4.592,5	5.697,6
1996.....	1.081,1	3.821,8	4.920,5	6.071,7

M1: Monedas y billetes (excepto los del balance de las entidades de depósito, la RF y el Tesoro), cheques y depósitos convertibles en cheques.
M2: M1 más depósitos de ahorro (de menos de 100 mil dólares) en entidades de depósito, más participaciones en fondos monetarios al por menor.
M3: M2 más depósitos grandes (más de 100 mil \$), más recompras netas al día y a plazo, más eurodólares denominados en \$ de bancos no USA.
L: M3 más bonos de ahorro US, activos del Tesoro a corto plazo, papel comercial y pagarés de empresas y resto fondos en mercado monetario.
Fuente: Council of Economic Advisers, Economic Report, citando a Board of Governors of the Federal Reserve System.

De ese modo, a partir de una expresión tautológica como es la identidad que relaciona, de un lado, la masa monetaria y la velocidad de circulación con, de otro lado, los precios y la producción, se pretende disponer de una casuística interpretativa que, además, permite proporcionar



COLABORACIONES

CUADRO 3
PRECIOS Y AGREGADOS DE LA CIRCULACION MONETARIA
(Tasas anuales de crecimiento)

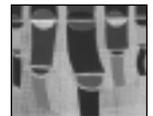
	Deflactor del PIB	IPC	M1	M2	M3
1974.....	9,0	11,0	4,3	5,5	8,6
1975.....	9,4	9,1	4,8	12,7	9,5
1976.....	5,8	5,8	6,6	13,3	11,9
1977.....	6,5	6,5	8,1	10,3	12,2
1978.....	7,3	7,6	8,2	7,6	11,8
1979.....	8,5	11,3	6,8	7,9	9,7
1980.....	9,2	13,5	6,8	8,5	10,3
1981.....	9,4	10,3	6,8	9,7	12,5
1982.....	6,3	6,2	8,7	8,8	9,0
1983.....	4,3	3,2	9,8	11,4	9,9
1984.....	3,8	4,3	5,9	8,7	11,0
1985.....	3,4	3,6	12,3	8,0	7,3
1986.....	2,6	1,9	16,9	9,5	9,0
1987.....	3,1	3,6	3,5	3,6	5,3
1988.....	3,7	4,1	5,0	5,8	6,5
1989.....	4,2	4,8	0,9	5,5	3,9
1990.....	4,3	5,4	4,0	3,8	1,5
1991.....	4,0	4,2	8,7	3,1	1,3
1992.....	2,8	3,0	14,2	1,6	0,2
1993.....	2,6	3,0	10,2	1,5	1,5
1994.....	2,4	2,6	1,8	0,4	1,7
1995.....	2,5	2,8	-1,9	4,4	6,1
1996.....	2,3	3,0	-4,2	4,6	7,1

Fuente: Elaborado a partir de Council of Economic Advisers, Economic Report.

CUADRO 4
VELOCIDAD DE LA CIRCULACION MONETARIA
(Dólares)

	PIB/M1	PIB/M2	PIB/M3	Tasas de variación anual		
				PIB/M1	PIB/M2	PIB/M3
1974.....	5,46	1,66	1,40	3,8	2,5	-8,5
1975.....	5,67	1,60	1,39	3,8	-3,6	-0,7
1976.....	5,94	1,58	1,39	4,8	-1,2	0,0
1977.....	6,12	1,59	1,38	3,0	0,6	-0,7
1978.....	6,39	1,68	1,39	4,4	5,7	0,7
1979.....	6,68	1,73	1,42	4,5	3,0	2,2
1980.....	6,81	1,74	1,40	1,9	0,6	-1,4
1981.....	7,13	1,77	1,39	4,7	9,7	12,5
1982.....	6,83	1,70	1,33	-4,2	-3,9	-4,3
1983.....	6,74	1,65	1,31	-1,3	-2,9	-1,5
1984.....	7,07	1,69	1,31	4,9	2,4	0,0
1985.....	6,85	1,67	1,31	-3,1	-1,2	0,0
1986.....	6,10	1,62	1,27	-10,9	-3,0	-3,1
1987.....	6,26	1,66	1,28	2,6	2,5	0,8
1988.....	6,42	1,69	1,29	2,6	1,8	0,8
1989.....	6,85	1,72	1,34	6,7	1,8	3,9
1990.....	7,00	1,75	1,39	2,2	1,7	3,7
1991.....	6,59	1,75	1,42	-5,9	0,0	2,2
1992.....	6,09	1,82	1,49	-7,6	4,0	4,9
1993.....	5,80	1,88	1,54	-4,8	3,3	3,4
1994.....	6,04	1,98	1,60	4,1	5,3	3,9
1995.....	6,44	1,99	1,58	6,6	0,5	-1,2
1996.....	7,06	2,00	1,55	9,6	0,5	-1,9

Fuente: Elaborado a partir de Council of Economic Advisers, Economic Report y Department of Commerce, Survey of Current Business.



COLABORACIONES

instrumentos operativos para la política monetaria. Sin embargo, todo ello es difícilmente aceptable si se toman en cuenta distintos criterios. Por una parte, no existe ninguna justificación empírica o teórica que avale la suposición de que la velocidad de circulación es constante, o al menos relativamente estable; además, al formular tal hipótesis se está ignorando la (previsible) influen-

cia que una política monetaria contractiva tiene sobre el propio crecimiento de la producción, como de hecho sucedería en los años posteriores a la puesta en marcha de esa dicha política monetaria en 1979.

Por otra parte, se están suponiendo dos hechos ciertamente discutibles, como son que las autoridades monetarias disponen del control

de la oferta de dinero y que existe un indicador meridiano de ésta. Sin embargo, la realidad muestra que en el contexto monetario y financiero actual, tanto interno como internacional, la Reserva Federal y los demás bancos centrales de los países sólo disponen de resortes parciales para controlar la cantidad de dinero en circulación. Al mismo tiempo, existen notables discrepancias con respecto a cual es el agregado que se debe considerar como referente de la oferta monetaria.

Inicialmente, se consideró como tal el agregado de la *M1* (6), pero en el transcurso de los años se consideró que era un indicador deficiente y se fueron considerando otros, como la *M2*, la *M3*, la *L* y la *MZM* (7). Pero, como señalaba

en 1994 el Consejo de Asesores del Presidente en su *Economic Report*, no existen criterios sólidos que permitan considerar definitivamente a una u otra variable como ilustrativa de la circulación monetaria, toda vez que los componentes comprendidos en ellas y en sus respectivas velocidades presentan una gran inestabilidad a lo largo del tiempo. Los cambios habidos en el funcionamiento de los mercados financieros han hecho que cada vez resulten más difusas, o que simplemente desaparezcan, las líneas divisoras que anteriormente existían entre los activos del mercado de dinero y los correspondientes al mercado de capitales, diluyéndose las diferencias en cuanto al grado de liquidez de los activos y a las relaciones existentes entre ambos mercados.

Desde el punto de vista de los hechos, esos indicadores no muestran ninguna tendencia clara a lo largo de las últimas décadas (Cuadros 2 y 3), así como tampoco lo hacen las velocidades de circulación, calculadas como el cociente entre el PIB nominal y las respectivas *M* (Cuadro 4), de forma que resulta inverosímil la posibilidad de establecer una relación entre esos agregados monetarios y el comportamiento de los precios. Examinando el Cuadro 5 y los Gráficos 1 y 2, se puede deducir que:

a) La evolución de los agregados monetarios resultó muy dispar en cada una de las fases, excepto en 1983-89. Es así que, si bien el crecimiento de esos agregados registró una tasa media en torno al 6 por 100 anual durante el intervalo 1981-96, sin embargo, la *M1* aumentó sensiblemente menos que las otras *M* y que *L* durante los años setenta hasta 1982, pero bastante más que ellas durante los años noventa. Otro tanto sucede cuando se comparan los movimientos de la *M2* y la *M3*, pues si bien las diferencias entre ambas resultan menores, en cambio no lo son precisamente en aquellas fases significativas en las que se produce una mayor variación de los precios.

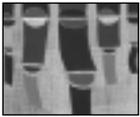
Por último, la *MZM* (*Money Zero Maturity*) consiste en la *M2* menos los depósitos de pequeño importe más los fondos institucionales del mercado monetario que figuran incluidos en la *M3*.

(6) El indicador *M1* comprende las monedas y billetes (excepto los que están en el balance de las entidades de depósito, la Reserva Federal y el Tesoro), los cheques de viaje y los depósitos que sean convertibles en cheques (excepto los depósitos de reservas de las entidades de la Reserva Federal. Según los datos del *Council of Advisers (Economic Report)*, a partir de los datos del *Board of Governors of the Federal Reserve System*, durante el intervalo de 1981-96 el componente de moneda y billetes ha representado en torno al 25-30 por 100 de la *M1*; los depósitos contra cheques —aparecidos en los años setenta— han elevado su participación hasta el 35-40 por 100 y el resto de los depósitos ha reducido su posición hasta el 35-40 por 100 de la *M1*.

(7) La *M2* incluye a la *M1* más los depósitos de ahorro de importe mediano (menores de 100 mil dólares) en entidades de depósito, más las participaciones en fondos monetarios al por menor (menores de 50 mil dólares). A lo largo del intervalo los componentes de la *M1* han representado alrededor de 25-30 por 100 de la *M2*, los depósitos han reducido su participación desde el 70 por 100 al 60 por 100 y las participaciones en activos monetarios han llegado a suponer el 20-25 por 100 de la *M2*.

La *M3* incluye a la *M2* más los grandes depósitos (por encima de 100 mil dólares), las operaciones de repos realizadas por las entidades financieras con clientes no financieros (operaciones de venta de un activo con pacto de recompra, utilizando generalmente títulos públicos), los depósitos en eurodólares (denominados en dólares originados en bancos no estadounidenses y mantenidos en las oficinas extranjeras de los bancos estadounidenses) y os fondos institucionales del mercado monetario (con inversiones iniciales superiores a los 50 mil dólares). A lo largo del intervalo, los componentes de la *M2* han perdido importancia, aunque siguen suponiendo más del 75 por 100, los depósitos a plazo oscilan entre el 10 por 100 y el 15 por 100, y las recompras y eurodepósitos han aumentado hasta el 6-8 por 100 de la *M3*.

La *L* comprende a la *M3*, los bonos de ahorro, los activos del Tesoro a corto plazo, el papel comercial y los pagarés emitidos por empresas distintas de las entidades de depósito y el resto de los fondos de inversión del mercado monetario. Durante estos años la *M3* ha reducido su presencia desde el 85 por 100 al 80 por 100, los activos del Tesoro han aumentado del 5 por 100 al 8 por 100, el papel comercial de las empresas lo ha hecho desde el 5 por 100 al 8 por 100, correspondiente el 4 por 100 restante al resto de los componentes.

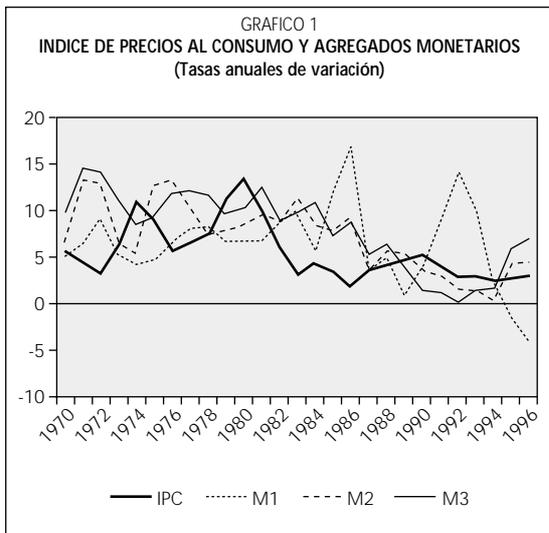


COLABORACIONES

CUADRO 5 EVOLUCION DE LOS AGREGADOS MONETARIOS (Tasas medias anuales de cada período)									
	1971-1973	1974-1975	1976-1978	1979-1982	1983-1989	1990-1991	1992-1996	1974-1996	1981-1996
M1.....	7,0	4,6	7,6	7,3	7,6	6,3	3,8	6,3	6,3
M2.....	10,9	9,0	10,3	8,7	7,5	3,4	2,5	6,7	5,6
M3.....	13,3	9,1	12,0	10,4	7,6	1,4	3,3	7,2	5,8
L.....	11,9	9,4	11,8	10,5	8,0	1,1	3,9	7,5	6,2
PIB/M1.....	2,9	3,8	4,1	1,7	—	-2,0	1,4	1,3	0,2
PIB/M2.....	-0,6	-0,6	1,6	0,3	0,2	0,9	2,7	0,8	0,9
PIB/M3.....	—	-4,7	—	—	0,1	2,9	1,8	—	0,6
IPC.....	4,6	10,1	6,6	10,3	3,6	4,8	2,9	5,7	4,1

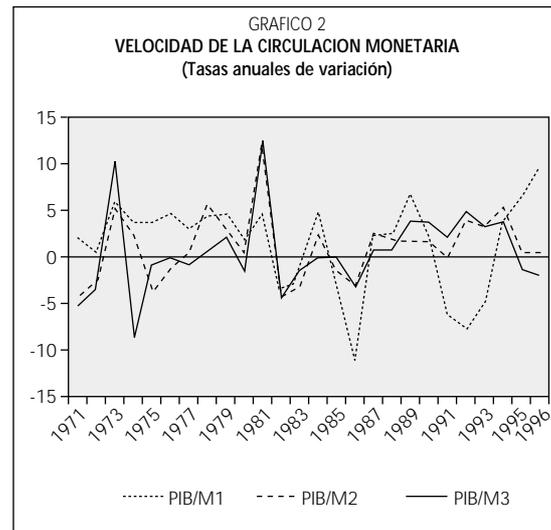
Fuente: Elaborados a partir de los Cuadros 2 a 4 con los datos del Council of Economic Advisers, Economic Report.

b) Esa disparidad en la evolución de los agregados monetarios se refleja igualmente cuando se calcula la velocidad de la circulación monetaria. Las diferencias son sensibles tanto en la evolución general de cada una de las tres velocidades a lo largo del tiempo, como su evolución específica en cada una de las fases, sin que se pueda establecer ningún criterio de uniformidad en sus comportamientos.

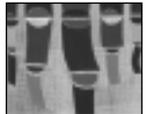


c) No se presenta ninguna relación específica entre los movimientos de los precios y los correspondientes a los agregados monetarios. Los precios experimentaron fuertes subidas en las fases de 1974/75 y 1979/82 precisamente cuando los crecimientos de dichos agregados eran menores que en las fases precedentes en las que los niveles de inflación eran más bajos. Con posterioridad, en la fase 1983-89, el aumento de los precios se redujo mientras que

los incrementos de los agregados monetarios fueron bastante más suaves. Finalmente, en los años noventa los precios subieron y bajaron sucesivamente, dentro de una tendencia moderada, mientras que los agregados monetarios mostraban evoluciones muy dispares entre ellos, sin mantener ninguna correspondencia con los precios; por ejemplo cuando los precios se elevaron en 1989-90 las tres M redujeron su crecimiento (en particular la M3) y cuando los precios volvieron a caer pausadamente a partir de 1991 la M1 primero creció con rapidez y después se redujo bruscamente, mientras que la M2 y la M3 primero disminuyeron y finalmente aumentaron.



La ausencia de correspondencias resulta lógica si se considera que los factores que influyen en los distintos componentes de esos agregados monetarios son de índole diversa y cada vez están más relacionados con las características de



COLABORACIONES

los mercados financieros, de modo que parece difícil que tales factores puedan tener unos comportamientos convergentes entre sí y que, a la vez, influyan de modo unidireccional sobre los precios (8).

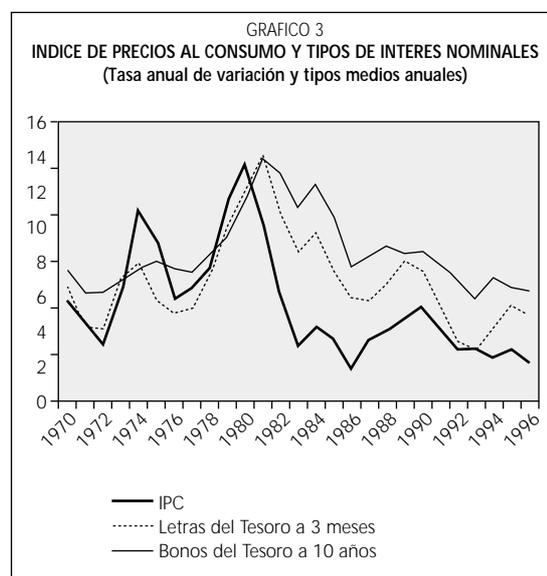
El otro factor que de manera recurrente ha sido señalado como responsable de las tensiones inflacionistas es el déficit presupuestario. Sin embargo, difícilmente puede hacerse esa imputación cuando se observa que en los años en los que comenzó a remitir el alza de los precios fue cuando el déficit fiscal creció con rapidez. En efecto, a partir de 1983 los incrementos de precios descendieron a tasas del 3-4 por 100 anual mientras el déficit federal se elevaba hasta superar el 5-6 por 100 del producto interior bruto. De igual manera, en los primeros años noventa cuando los aumentos de los precios se situaron en torno al 3 por 100 anual el déficit volvió a elevarse representando el 4-5 por 100 del PIB. De ese modo, no parece posible que se pueda establecer ninguna correspondencia entre ambas variables.

Como afirma Dornbuch (1994), ni las variaciones de la oferta monetaria, ni el déficit público influyen decisivamente en el comportamiento de los precios, aunque sí lo hacen en la evolución de los tipos de interés nominales. En consecuencia, la explicación de las tensiones de precios y el posterior proceso desinflacionistas debe buscarse en el comportamiento de otros elementos, como pueden ser la evolución de los tipos de interés y el funcionamiento de los mercados financieros, los costes laborales y el impacto de las importaciones.

Tipos de interés y mercados financieros

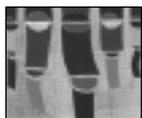
Cuando se examina la evolución de los tipos de interés nominales se aprecia que los desequilibrios monetarios aparecidos en 1973 instaron a la

Administración Nixon a una fuerte subida de los tipos, que posteriormente fue corregida por la Administración Ford en su intento de generar una mayor actividad económica y un clima social más favorable a su candidatura durante la campaña electoral de 1976. De ese modo, los tipos a corto plazo, tomando como referencia las letras a 3 meses emitidas por el Tesoro, pasaron del 4 por 100 a casi el 8 por 100 y después volvieron a bajar al 5 por 100, mientras que los tipos a largo plazo —bonos del Tesoro a diez años— se situaron en el 8 por 100 para caer después al 7 por 100 (Gráfico 3).



Esa era la situación, en presencia de una tendencia alcista de los precios y de los tipos de interés, cuando en 1979 la Reserva Federal decidió endurecer la política monetaria introduciendo una restricción severa de la circulación de dinero, manteniendo estable el crecimiento de la *M1* —en torno a un 6,8 por 100 anual—, mientras aumentaba con rapidez el déficit federal. Todo ello daría lugar a un fortísimo incremento de los tipos de interés, creando un contexto monetario ciertamente insólito durante los primeros años de la Administración Reagan (Campagna, 1994; Dornbusch, 1994; Krugman, 1994).

Entre 1979 y 1981, tanto los tipos de interés de las letras del Tesoro a corto como la tasa de descuento aplicada por la Reserva Federal a los



COLABORACIONES

(8) Tampoco se aprecia una relación precisa si se consideran los agregados monetarios con retardos. Además con ello se abre un debate sobre el tiempo a considerar en tales retrasos, pudiendo discutirse si se trata de meses, trimestres o espacios temporales más amplios. Hemos efectuado comprobaciones con las series de datos anuales y trimestrales, sin encontrar ninguna relación estable en la evolución de los agregados monetarios y, en consecuencia, tampoco con relación a los precios.

bancos, que anteriormente estaban en torno al 7,5 por 100, se elevaron hasta el 14 por 100. Los fondos federales, cuya tasa se relaciona con el dinero negociado en el mercado interbancario, llegaron a alcanzar el 16 por 100, el papel comercial a 6 meses creado por las empresas se aproximó al 15 por 100 y el *prime rate* de los bancos comerciales lo hizo hasta el 19 por 100. El tipo de los bonos del Tesoro a largo plazo alcanzaron en 14 por 100 y el de las obligaciones de las empresas —según las calificaciones de la agencia Moody's— se situó entre el 14 por 100 y el 16 por 100.

En primera instancia, bajo los efectos del fuerte aumento de los precios internacionales del petróleo, el crecimiento de los tipos de interés no tuvo un impacto significativo sobre los precios y éstos siguieron subiendo hasta registrar una cota histórica con el 13,5 por 100 en 1980 y todavía se mantuvieron por encima del 10 por 100 en el año siguiente. Posteriormente, los tipos de interés emprendieron el camino de regreso, descendiendo año a año hasta 1987, momento en el que los títulos a corto plazo situaron sus tipos en el 5-6 por 100 y los de largo plazo en el 9-10 por 100. Sin embargo, ese relajamiento de los tipos coincidió precisamente con los años en los que el crecimiento de los precios fue aminorándose, de forma que no parece posible explicar la desaceleración de los precios a través del comportamiento de los tipos de interés.

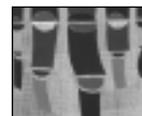
Tampoco parece que existan coincidencias relevantes entre el descenso de los tipos de interés y el comportamiento de los agregados monetarios y del déficit fiscal. Desde el punto de vista de esos agregados, el descenso de los tipos de interés desde 1984 podría explicarse por la expansión de la circulación monetaria (aunque la intensidad de ese incremento es diferente según la *M* que se considere); pero no ocurre lo mismo con la situación creada en 1987, cuando los tipos registraron su menor cota a la vez que descendía el crecimiento de los agregados monetarios. Lo contrario sucede si se considera el déficit presupuestario, ya que la tendencia a la baja de los tipos de interés coincidió con los años álgidos de dicho déficit

(5-6 por 100 del PIB); en cambio sí cabría plantear un paralelismo en la situación creada en 1987 en la medida en que la menor cota de los tipos coincidió con la moderación del déficit (3,3 por 100 del PIB).

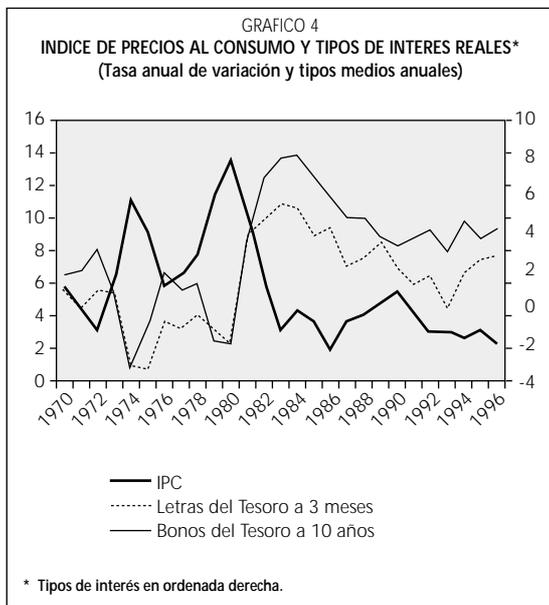
Desde entonces, los tipos nominales han experimentado leves zigzagueos a lo largo de los años dentro de una tendencia a la baja. De nuevo, las correspondencias parecen difíciles de captar si se tiene en cuenta que los tipos de interés más bajos (3-4 por 100) se lograron en 1992-93, a la vez que se conseguía una mayor moderación de los precios, con aumentos en torno al 3 por 100 anual. Sin embargo, eran los mismos años en los que se produjo un rebrote del déficit público (4-5 por 100 del PIB), por lo que no se puede articular una línea de explicación entre el comportamiento presupuestario y los precios, ni tampoco con relación a los tipos de interés. En cuanto a los agregados monetarios, durante la presente década se observa una gran disparidad entre las trayectorias de tres variables *M* y una notable inestabilidad en el curso de cada una de ellas (Gráfico 1), sin que parezca posible relacionarlas con la evolución de los tipos de interés.

Un segundo acercamiento al tema de la relación entre los precios y los tipos de interés surge cuando éstos se consideran en términos reales, es decir, deduciendo de los tipos nominales el deflador del PIB. La trayectoria de estos tipos presenta diferencias significativas con respecto a la expuesta para sus valores nominales y aporta otra perspectiva acerca de su comportamiento.

Tomando como variable de referencia las letras del Tesoro a 3 meses, los tipos reales a corto plazo fueron negativos desde 1974 a 1980, pasando bruscamente a significar 4-5 puntos positivos entre 1981 y 1986. Desde 1987 los tipos reales volvieron a suavizarse, reflejando diferencias de 2-3 puntos positivos, que aún fueron menores en los primeros años noventa (Gráfico 4). Desde el punto de vista de los tipos a largo plazo, tomando como referencia los bonos del Tesoro a treinta años, los tipos reales también fueron negativos o muy bajos, según los años, hasta que se tornaron altamente positivos



COLABORACIONES



en la primera mitad de los ochenta. De esa manera, en el quinquenio de mayor dureza (1982-86) el diferencial osciló entre 6 y 8 puntos, e incluso en los años posteriores se mantuvo en torno a los 5 puntos, moderándose en los años noventa.

Consecuentemente, el «ablandamiento» monetario que parece sugerir la caída de los tipos nominales queda debidamente matizado cuando se comprueba que los tipos reales fueron significativamente elevados hasta casi el final de la década de los ochenta, lo que permite apreciar que sí pudieron ejercer su influencia en el proceso desinflacionista iniciado en 1983.

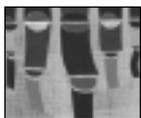
Como se plantea en Palazuelos (1998), para comprender en mayor medida la relación que puede existir entre las variables monetarias y los precios, resulta imprescindible tomar en cuenta el funcionamiento de los mercados financieros. Los argumentos que relacionan la cantidad de dinero en circulación con los precios lo hacen desde la consideración de que aquella —al menos en su mayor parte— se convierte en recursos monetarios líquidos y cuasilíquidos que presionan sobre la demanda de bienes y servicios de consumo e inversión. Si así fuera, el formidable aumento de los niveles de liquidez monetaria que se ha ido generando en el transcurso de las últimas dos décadas debería haber provocado notables procesos inflacionistas. Si esto no ha sucedido es precisamente porque una parte

importante de esa liquidez no se ha destinado a la compra de bienes y servicios, sino que ha entrado y se ha retroalimentado en los circuitos financieros.

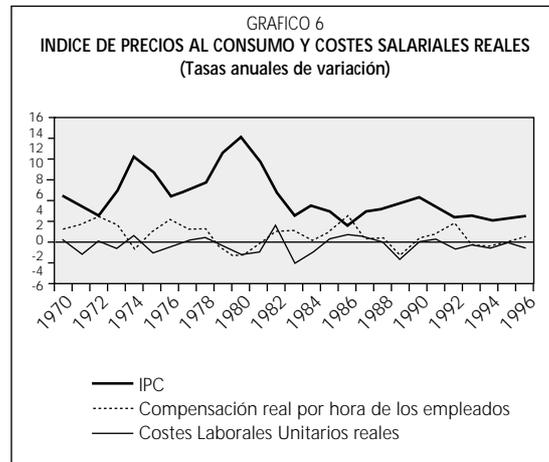
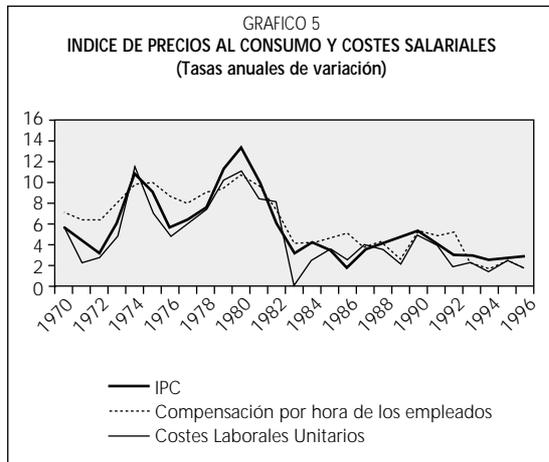
Como señala Ohmae (1991; p. 129), «la superliquidez se conserva en cubos comercializables de los cuales es poco lo que se derrama y logra provocar un aumento de precios (...). La inflación desapareció debido a los cubos intercambiables de divisas, de bienes raíces y de acciones, y no a políticas gubernamentales inteligentes (...); los índices inflacionarios, que son un precio agregado de los bienes, pueden mantenerse estables mientras que, por su parte, los precios de los bienes raíces y de las acciones se disparan». De esa manera, los mercados financieros cada vez más desreglamentados han ido creando dinámicas que entrelazan los intercambios de divisas, títulos públicos y privados, instrumentos derivados e inmuebles, convirtiéndose en una gigantesca esponja con capacidad para absorber la mayor parte de la liquidez creada, a través de una oferta monetaria que, como también señala Ohmae, está muy por encima del control de cualquier gobierno.

En esa medida, mientras los mercados financieros reproducen esas dinámicas, las tasas de cambio de unas u otras divisas se elevan, lo mismo que las cotizaciones de los valores bursátiles, los instrumentos de los mercados monetarios y los inmuebles. Por ese motivo, aunque esas tasas y valores, que al fin y al cabo son precios, se deslizan a través de una senda alcista, estimulada por las nuevas inyecciones de liquidez que reciben, las tensiones inflacionistas pueden mitigarse porque sólo una parte reducida de esa liquidez se destina al incremento de la demanda de consumo e inversión de bienes.

Ante el dualismo existente entre los mercados reales y financieros, las variaciones de los tipos de interés reflejan cambios en el precio del dinero, pero ejercen funciones distintas en unos y otros mercados. Las fuertes alzas de los tipos registradas en los primeros años ochenta alentaron el desarrollo de los mercados financieros, a la vez que —por la vía del encarecimiento del crédito— frenaron la concesión de préstamos para realizar inversiones y ciertos consumos, contrayendo



COLABORACIONES



la demanda efectiva de la economía y contribuyendo a moderar los precios. Desde esta perspectiva, la persistencia de tipos de interés reales *duros*, entre cuatro y seis puntos positivos, se convirtió en uno de los factores relevantes que explican el proceso deflacionista llevado a cabo por la economía estadounidense desde mediados de los años ochenta.

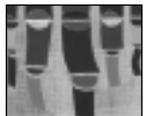
Costes laborales

Otro factor crucial que explica el proceso de desinflación de la economía es el comportamiento de los salarios (Buchelle y Christiansen, 1995; Brenner, 1998; Cortés, 1996; Sparks y Greiner, 1997). Como muestra el Gráfico 5, la compensación nominal por hora de los empleados luego de crecer a tasas anuales del 7-10 por 100 anual en la década de los setenta, en adelante lo hizo muy por debajo a tasas del 4-5 por 100 en los ochenta y del 3 por 100 en los noventa. Por su parte, la compensación real por hora, descontando el componente de la inflación, se redujo en casi un 1 por 100 anual en 1979-82, es decir, cuando los precios se situaron en los niveles más elevados, por lo que difícilmente cabe imputar a los salarios responsabilidad alguna en las tensiones inflacionistas (Gráfico 6). A continuación, los incrementos medios fueron del 0,5 por 100 anual en los años ochenta y de apenas el 0,1 por 100 anual en los noventa, de modo que resulta indudable que tal moderación ha tenido una incidencia notable en el comportamiento de los precios.

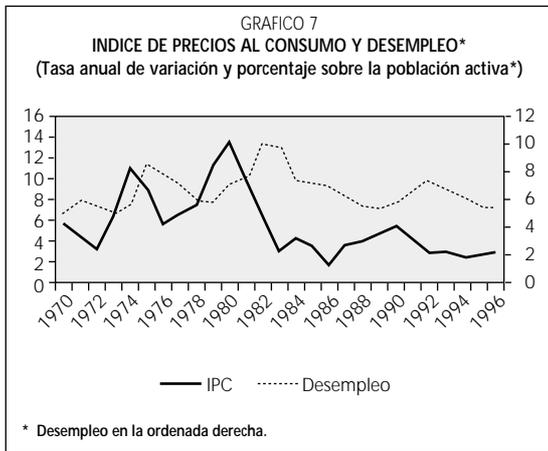
Esta conclusión se refuerza todavía más si se analiza la evolución de la ganancia por hora de los asalariados y de los costes laborales unitarios en términos reales. Se aprecia así que en el intervalo de 1981-96 la ganancia real registra una tasa negativa del 0,3 por 100 anual y los costes laborales unitarios reales se redujeron aproximadamente a una media del 1 por 100 anual, ilustrando de forma meridiana la inexistencia de presiones salariales sobre el movimiento de los precios (Gráfico 6).

Este comportamiento salarial parece desvanecer la tesis reiteradamente defendida por distintos economistas acerca de la existencia de un posible *trade-off* entre el empleo y la inflación, en presencia de una «tasa natural de desempleo» por debajo de la cual se desatarían las tensiones de precios, en sintonía con las propuestas formuladas a finales de los años sesenta por Phelps y Friedman (Staigner, 1997; Cross, 1995). En el intervalo de 1981-96 se constata que no se ha producido tal intercambio entre empleo e inflación. Incluso en la fase de 1979-83, cuando los precios experimentaron un fuerte aumento, fue también cuando se registraron los mayores niveles de desempleo. Posteriormente, éstos comenzaron a descender a la vez que también lo hacían los precios (Gráfico 7).

Contemplando el periodo de 1973 a 1996 se pueden apreciar cuatro fases en cada una de las cuales existirían cuatro movimientos: de 1974 a 1979, de 1980 a 1984, de 1985 a 1989 y de 1990 a 1996, con la salvedad de que en la tercera fase únicamente se produjeron el tercer y cuarto



COLABORACIONES



movimiento. En primer término se elevan los precios y el desempleo (1974, 1980 y 1990); en un segundo momento se reduce el aumento de los precios mientras continúa aumentando el desempleo (1975, 1981-82 y 1991-92); en el tercer momento disminuyen ambas variables (1976, 1983, 1985-86 y 1993-94); finalmente, en el cuarto momento aumentan los precios y cae el desempleo (1977-79, 1984, 1987-89 y 1995-96).

Siendo así, en el segundo y el cuarto movimiento de cada fase se observa que existe un movimiento inverso en la evolución de los precios y el empleo, pero se trata de algunos años puntuales y no de una tendencia estable; además, la intensidad de las variaciones de ambas variables tampoco guarda ninguna proporción, de forma que no se puede identificar una relación de causalidad entre ellas (Gráfico 7).

Al mismo tiempo, el comportamiento del desempleo pone de manifiesto que no parece posible encontrar «una tasa natural» que determine la dinámica de los mercados laborales. La tónica tan moderada que han mantenido los costes salariales y la notoria fragmentación de los mercados laborales indican que se genera una notable creación de empleo sin que se presenten rigideces salariales, de modo que el descenso del desempleo desde casi el 10 por 100 en 1980-81 hasta el 5,5 por 100 a mediados de los años noventa no ha dado lugar a ningún tipo de presiones inflacionistas (Gordon, 1987 y 1988; Pollin, 1998).

Solamente en la medida que el componente social que interviene en la conformación de los

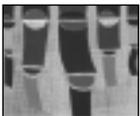
salarios, es decir, la lucha reivindicativa de los trabajadores, se activase sería lógico plantear que un descenso de los niveles de desempleo tendería a presionar sobre los precios a través de las alzas salariales; pero mientras dicho componente se mantenga desactivado, como ha ocurrido en estas últimas décadas, no cabe presuponer que —dada la configuración actual de los mercados de trabajo— tengan que aparecer esas presiones, salvo que el desempleo descendiese hasta niveles muy bajos.

Importaciones

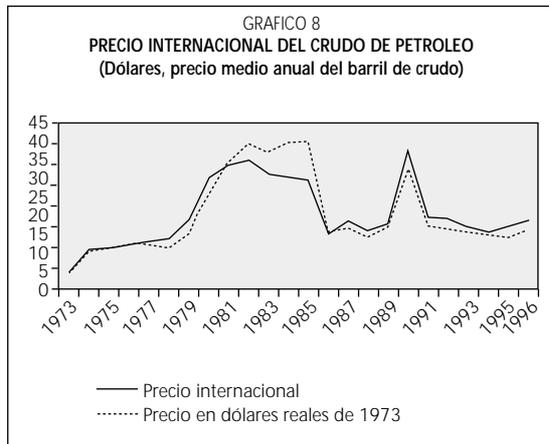
El impacto de la compra de bienes en el exterior presenta dos factores que se vinculan con el comportamiento de los precios. De una parte está la influencia que tuvieron los *shock* petroleros de 1973 y 1979 sobre la dinámica de los precios internos de las economías desarrolladas. En el caso de Estados Unidos la creciente dependencia de las importaciones de crudos y derivados de petróleo parece estar en el centro de las fuertes subidas de los precios registradas en aquellos momentos. En ese sentido, parece lógico imputar la principal responsabilidad de la dinámica inflacionista desatada durante los años 1979-83 a las compras energéticas, que en aquel momento representaban alrededor de la cuarta parte de las importaciones totales.

El precio del barril de crudo se elevó desde 13,7 dólares en 1978 hasta 35 dólares en 1982 y después de mantenerse por encima de 30 dólares en los tres años siguientes, en 1986 comenzó a caer con celeridad hasta situarse en torno a 15-20 dólares durante los diez años siguientes (9). En dólares constantes (de 1973), la evolución es la misma, si bien los precios del momento más álgido, entre 1981 y 1984 resultan más elevados y los precios de los años posteriores son ligeramente inferiores (Gráfico 8).

(9) Salvo en 1990, durante la guerra contra Irak, cuando el precio internacional se elevó bruscamente a 37,5 dólares; pero ese movimiento alcista fue muy breve y además tuvo un menor impacto sobre las importaciones ya que Estados Unidos y otros países importadores contaban con grandes reservas destinadas a afrontar con seguridad choques imprevistos como el que tuvo lugar en aquel momento.



COLABORACIONES



El hecho, ya referido, de que solamente en la fase de 1973-83 el índice general de precios al consumo fuese superior al índice de precios sin considerar los productos energéticos avala la explicación de que el *shock* petrolero ejerció una función determinante en la dimensión adquirida por aquellas alzas de precios. En consecuencia, el descenso que experimentaron los precios petrolíferos a partir de 1985 supuso un notorio alivio para las presiones inflacionistas, permitiendo la paulatina moderación de los precios.

De otra parte, a lo largo de las dos últimas décadas se ha producido una creciente apertura de la economía estadounidense al comercio internacional. Esa apertura se ha producido en mayor grado por el lado de las importaciones que por el de las exportaciones, dando lugar a una fuerte penetración de productos extranjeros en el mercado estadounidense. En dólares constantes (de 1992), durante los años 1983 a 1986 las importaciones crecieron un 65 por 100, esto es, a un ritmo medio del 13 por 100 anual, y después de moderarse en la segunda mitad de la década, de nuevo volvieron a aumentar otro 65 por 100 en la fase de 1992-96, lo que significa una tasa media del 11 por 100 anual (10).

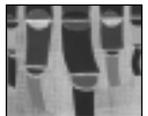
Tal vez el dato definitivo que ilustra ese grado de apertura lo pone de manifiesto el hecho de que en el sector manufacturero, entre 1980 y 1996, la relación entre las importaciones y el

consumo aparente $[M/(P-X+M)]$ se ha elevado desde menos del 30 por 100 hasta más del 46 por 100, porcentaje este último que supera el 60 por 100 en ramas tan significativas como la maquinaria no eléctrica, la maquinaria eléctrica y los equipos de transporte —además de confecciones y cueros y derivados—. Dicho índice revela, en suma, que las importaciones han ido cubriendo una proporción creciente del consumo interno de productos manufacturados, hasta el punto de que al final del intervalo suponen casi la mitad del mercado interno americano. Un dato tan elocuente pone de manifiesto que necesariamente el comportamiento de los precios de esas importaciones han tenido que jugar un papel relevante en el comportamiento de la dinámica general de los precios internos.

A pesar de la fuerte apreciación experimentada por el dólar durante la primera mitad de los ochenta, entre 1982 y 1986 los precios de importación se redujeron a una tasa media del 2 por 100 anual. Posteriormente, entre 1987 y 1990 aumentaron a un ritmo del 4,6 por 100 anual, permaneciendo estancados en el bienio 1990-91 y creciendo apenas un 1,4 por 100 anual entre 1992 y 1996. Así pues, a lo largo del intervalo se produjo una «avalancha» de importaciones de bienes más competitivos que los productos internos, contribuyendo a moderar el comportamiento de los precios.

4. Conclusiones

Las tensiones inflacionistas eran notables desde finales de los años sesenta, pero se acentuaron en los primeros años ochenta, remitiendo en los años posteriores y dando paso a un proceso de desinflación. A lo largo de ese doble movimiento, los precios al consumo de los servicios han sido más altos que los precios de los bienes; en particular los precios del sector sanitario han sido sensiblemente superiores a los de los otros componentes importantes del gasto familiar. Al mismo tiempo, los precios al consumo han sido más altos que los precios de los bienes de producción, lo que se puede atribuir a las características de las redes de distribución comercial, a la existencia de mercados oligopó-



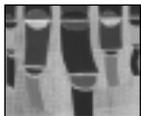
COLABORACIONES

(10) Calculado a partir de los datos expresados en dólares constantes de 1992 recogidos en *Council Economic of Advisers, Economic Report*.

licos y al efecto específico de sectores de consumo como el sanitario.

La remisión de las tensiones inflacionistas no se puede explicar a través de la evolución de la oferta monetaria ni del déficit presupuestario. Los agregados monetarios han mostrado una fuerte variabilidad, careciendo de cualquier tipo de regularidad, a la vez que la evolución entre ellos a lo largo del intervalo ha sido diferente. Por ese motivo, la velocidad de circulación de cada agregado es distinta y tampoco presenta estabilidad a lo largo del tiempo. En consecuencia, no se aprecia una relación específica entre la evolución de la oferta monetaria y el comportamiento de los precios. De igual modo, tampoco se observa una relación específica entre el déficit público y los precios a lo largo del intervalo.

Los factores analizados que parecen explicar el proceso de desinflación, amén de la posible importancia de otros —como la reducción de costes aportada por la desregulación de los sectores de transporte, energía y telecomunicaciones— son: la contención de los salarios reales, los tipos de interés reales en el contexto de la dinámica de los mercados financieros, el fuerte aumento de las importaciones, en presencia de un acusado descenso de los precios internacionales del petróleo y, por último, un favorable comportamiento de las precios de las compras manufactureras que cubren casi la mitad del mercado interno de esos bienes.

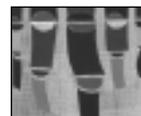


COLABORACIONES

Bibliografía

1. ALESINA, A. y CARLINER, G. (1991): *Politics and Economics in the Eighties*, University of Chicago Press, Chicago.
2. AVOUYI-DOVI, S. y LAKHONA, F. (1996): «Etats-Unis: evolution de l'économie depuis le premier choc pétrolier», *Problèmes Economiques*, número 2.484, septiembre, París.
3. BLANCHARD, O. y KATZ, L. (1997): «What We Know and do not Know about the Natural Rate of Unemployment?», *Journal of Economic Perspectives*, volumen 11, número 1, invierno.
4. BLINDER, A. (1979): *Economic Policy and the Great Stagflation*, Academic Press, Nueva York.
5. BRENNER, R. (1998): «The Economics of Global Turbulence», *New Left Review*, número 229, mayo-junio.
6. BUCHELE, R. y CHRISTIANSEN (1995): «Productivity, real wages and worker right: a cross national comparison», *Review of Labour Economics and Industrial Relations*, otoño.
7. CAMPAGNA, A. (1991): *The Economic Consequences of the Vietnam War*, Praeger, Nueva York.
8. CAMPAGNA, A. (1994): *The Economy in the Reagan Years*, Greenwood Press, Westport.
9. CORTES, O. et al. (1996): «Les coûts salariaux en France, en Allemagne et aux Etats-Unis», *La Lettre du CEPII*, número 151, noviembre, París.
10. COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (varios años): *Economic Report of the President*, U.S. Government Printing Office, Washington.
11. CROSS, R. (ed.) (1995): *The Natural Rate of Unemployment: Reflections on 25 Years of the Hypothesis*, Cambridge University Press, Cambridge.
12. DICKENS, E. (1997): «The Federal Reserve's Tight Monetary Policy During the 1973-75 Recession: A survey of Possible Interpretations», *Review of Radical Political Economics*, volumen 29, 3.
13. DORNBUSCH, R. (1994): *Macroeconomía*, McGraw Hill, Madrid.
14. DUMERIL, G. y LEVY, D. (1996): *La dynamique du capital. Un siècle d'économie américaine*, Presses Universitaires Françaises, París.
15. DUTHIL, G. y MAROIS, W. (1997): *Politiques économiques*, Ellipses, París.
16. FAYOLLE, J. y MATHIS, A. (1994): «Structure des taux d'intérêt et mouvements cycliques des économies américaine et française», *Revue de l'OFCE*, número 49, abril, París.
17. FELDSTEIN, M. (ed.) (1994): *American Economic Policy in the 1980's*, The University of Chicago, Chicago.
18. FREEMAN, R. et al. (1995): *Differences and Changes in Wage Structure*, University of Chicago, Chicago.
19. FRIEDMAN, B. (1985): «Lecciones del experimento de política monetaria de 1979 a 1982», *Información Comercial Española*, número 622, junio, Madrid.
20. GORDON, D. (1987): «Six-Percent Unemployment Ain't Natural: Dymystifying the Idea of a Rising «Natural Rate of Unemployment», *Social Research*, 54/2.
21. GORDON, D. (1988b): «The Un-Natural Rate of Unemployment: an Econometric Critique of the NAIRU Hypothesis», *American Economic Review*, número 78 (2), mayo.
22. GORDON, R. (1995): «Is There a Tradeoff Between Unemployment and Productivity Growth», *NBER, Working Paper*, número 5081.
23. GORDON, R. (1997): «The Time-Varying NAIRU and its Implications for Economic Policy», *Journal of Economic Perspectives*, número 11 (1).
24. KRISHNER, J. (1998): «Disinflation, structural change, and distribution», *The Review of Radical Political Economics*, volumen 30, número 1, marzo.

25. KRUGMAN, P. (1994): *Vendiendo prosperidad*. Ariel. Barcelona.
26. KRUGMAN, P. y LAWRENCE, R. (1993): *Trade, Jobs and Wages*. NBER Working Paper, número 4.478, septiembre.
27. LOUE, J-F. (1996): «L'influence de la politique monétaire sur les taux d'intérêt», *Revue de l'OFCE*, número 59, París.
28. NAVARRO, V. (1997): *Neoliberalismo y estado de bienestar*, Ariel, Barcelona.
29. OCDE (1997): *Economic Survey: Etats-Unis*, OCDE. París.
30. OHMAE, K. (1991): *El mundo sin fronteras*, McGraw-Hill. Madrid.
31. PALAZUELOS, E. (1998): *La globalización financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*, Síntesis, Madrid.
32. POLLIN, R. (1998): «The «Reserve Army of Labor» and the «Natural Rate of Unemployment»: Can Marx, Kalecki, Friedman and Wall Street, All Be Wrong?», *Review of Radical Political Economics*, septiembre.
33. REICHLEY, A. (1981): *Conservatives of Change: The Nixon and Ford Administrations*. The Brooking Institution, Washington.
34. SHAPIRO, M. y WILCOX, D. (1996): «Mismeasurement in the Consumer Price Index: An Evaluation», VV.AA., *Macroeconomics Annual, National Bureau of Economic Research*, Washington.
35. SPARK, Ch. Y GREINER, M. (1997): «US and Foreign Productivity and Unit Labor Costs», *Monthly Labor Review*, febrero.
36. STAIGNER, D. et al. (1997): «The NAIRU, Unemployment and Monetary Policy», *Journal of Economic Perspectives*, 11/1.
37. STEINDEL, Ch. (1997): «Are There Good Alternatives to the CPI?», *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, abril. Nueva York.



COLABORACIONES