

---

## COMENTARIOS PARA EL LANZAMIENTO DEL LIBRO DE JAVIER FERNÁNDEZ RIVA

---

*Modelos clásico y keynesiano. Un enfoque teórico con especial atención a su relevancia para la economía colombiana*, Javier Fernández Riva, Bogotá, Universidad Externado de Colombia, 2007, 210 pp.

*Leonardo Villar\**

La oportunidad de comentar el libro de Javier Fernández Riva que se lanza hoy constituye para mí un honor muy especial. Conocí a Javier hace cerca de treinta años, cuando fue mi profesor en el curso de “Política económica” en la Universidad de los Andes. Desde ese momento sentí siempre una gran admiración por la claridad de sus ideas, la contundencia de sus argumentos y su impresionante capacidad de trabajo. Por esa época se desempeñaba como Sub-director del Departamento Nacional de Planeación, uno de los cargos técnicos que mayor dedicación requieren dentro del Estado colombiano. A pesar de ello, su puntualidad era proverbial, nunca faltó a una clase y cada sesión estaba siempre impecablemente preparada. Me consta además que esta actitud profundamente académica y de inmenso respeto por los estudiantes la mantuvo en los años subsiguientes, cuando continuó dando clases en la Universidad de los Andes a pesar de estar desempeñándose en un cargo tan extenuante como el de Vice-ministro de Hacienda y Crédito Público. Aunque parezca increíble, esa fue la época en que sacó el tiempo para escribir las notas de clase de Macroeconomía que sirvieron de base para el libro que hoy se lanza.

Mi admiración por Javier Fernández Riva siguió creciendo en las etapas más recientes de su vida. Como Presidente de ANIF, le imprimió a esa entidad un gran dinamismo e hizo de ella un influyente centro de pensamiento económico. Inauguró los seminarios periódicos de ANIF y Fedesarrollo, que desde ese momento se constituyeron en

\* Magíster en Economía, Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República, Bogotá, Colombia, [lvillago@banrep.gov.co]. Fecha de recepción: 9 de mayo de 2008, fecha de modificación: 13 de mayo de 2008, fecha de aceptación: 23 de mayo de 2008.

foros de tal calidad y convocatoria que probablemente no tienen par en América Latina. Además, creó los Informes Semanales de ANIF, convirtiéndolos en lectura obligada de todos los analistas económicos y de quienes participamos en los procesos de decisión de las políticas económicas. Sus comentarios agudos y perfectamente documentados se mantuvieron después en los informes semanales de Prospectiva Económica y Financiera, que adquirieron un carácter más personal y empezaron a caracterizarse por un toque de humor cáustico que los hizo particularmente atractivos para sus lectores.

Debo reconocer que para mí no siempre fue agradable recibir sus críticas despiadadas a las decisiones que adoptamos en la Junta Directiva del Banco de la República. Sin embargo, en lo personal y en lo profesional, mi relación con Javier no hizo sino mejorar con el tiempo. La franqueza de sus opiniones, la profundidad de sus análisis y el impresionante acervo de documentación con el que sustenta sus argumentos pesaron siempre más que el sarcasmo con el que muchas veces llegó a ridiculizarnos.

Las condiciones de salud de Javier Fernández no le permiten estar hoy con nosotros. Afortunadamente, esas condiciones están mejorando con paso firme y estoy convencido de que muy pronto estaremos escuchando nuevamente sus recomendaciones y críticas, que tanta falta nos han hecho durante el último año. Javier ha pasado por una etapa muy difícil pero la perseverancia y el amor infinito de su esposa, María Teresa Motta, seguramente lo seguirán ayudando en el proceso de una plena recuperación.

El libro que hoy se lanza tiene todas las características de un excelente texto para la enseñanza de la macroeconomía. Como ya lo mencioné, ese libro surgió de la revisión que hizo Fernández Riva de unas notas de clase escritas hace casi treinta años y que, aunque parezca increíble, siguen tan vigentes que muchos estudiantes y profesores las consultan con frecuencia en su versión original. El haber resistido el paso del tiempo de esa manera constituye la primera gran prueba de la calidad de unos textos de carácter teórico escritos con extraordinario rigor a comienzos de los años ochenta.

En cualquier caso, la revisión de los textos que hizo el autor para la publicación de este libro no se limitó a aspectos puramente formales. Por el contrario, esa revisión le imprimió un mayor énfasis a los conceptos relevantes para el análisis de la economía colombiana y estuvo fuertemente adobada por la enorme experiencia en análisis de coyuntura que adquirió Javier a través de las últimas décadas.

El libro consta de seis capítulos principales. Después de una breve introducción, los capítulos 2 y 3 hacen una presentación concisa y muy clara de los modelos clásico y keynesiano para una economía cerrada. El capítulo 4 describe el funcionamiento del modelo clásico en una economía abierta con tasa de cambio fija, en la que además se supone que el banco central trabaja con un esquema de “caja de conversión” (o *currency board*) como el que utilizó Argentina entre 1992 y 2001.

Tal como se destaca en el prólogo de José Antonio Ocampo, el capítulo 5 es sin lugar a dudas el que contiene los aportes conceptuales más importantes del libro. El propio Javier Fernández Riva anota en el prefacio que ese capítulo fue el que tuvo las mayores modificaciones sobre las notas de clase originales. Allí se desarrolla un modelo keynesiano de tipo IS-LM, para economías abiertas. Se trabajan alternativamente el caso de un régimen de tasa de cambio fija y el de tasa de cambio libre y, con base en los resultados obtenidos, se presenta una interesante discusión sobre las ventajas y desventajas de cada régimen cambiario.

Además, el capítulo contiene una sección sobre las implicaciones macroeconómicas de las diferencias entre ingreso y producto, las cuales a su vez se generan como consecuencia de variaciones en los términos de intercambio, de transferencias asociadas a remesas de trabajadores en el exterior o de pagos de intereses, dividendos y utilidades a los prestamistas e inversionistas del resto del mundo. El énfasis otorgado a estos temas hace justicia a la pertinencia que tienen en las economías emergentes, ya que su menor importancia relativa en países desarrollados ha hecho que los textos de macroeconomía de origen anglosajón los releguen en sus análisis a un plano secundario.

El rigor y la elegancia formal de este libro para desarrollar los modelos keynesianos para economías abiertas no son obstáculo para que en cada paso se destaque la intuición implícita en los planteamientos básicos y en las conclusiones que se obtienen. De hecho, al avanzar en su lectura se hace evidente su relevancia práctica para el análisis de la realidad económica colombiana. En palabras del autor, el análisis muestra de manera contundente que los modelos keynesianos no son, como sugieren absurdamente algunos analistas, “hitos superados” en la historia del pensamiento económico. Esto se ratifica en el capítulo 6, en el cual se presenta una aplicación de dichos modelos para analizar los principales ciclos que ha enfrentado la economía colombiana desde comienzos de la década de los noventa. Adicionalmente, dicho capítulo contiene una interesante discusión sobre las dificultades

que conlleva la adopción de regímenes cambiarios extremadamente rígidos, como el vigente en Argentina hasta 2001 o el aún más rígido que todavía tiene Ecuador.

Habiendo descrito de manera muy somera el contenido de esta nueva publicación de Javier Fernández Riva, quisiera plantear algunas opiniones e inquietudes personales que me surgen de su lectura. Voy a organizar esos comentarios alrededor de tres temas: el de la relevancia de los modelos keynesianos, el del uso del instrumental tradicional IS-LM y el del régimen cambiario más apropiado para coyunturas como la que enfrenta la economía colombiana en la actualidad.

En lo que tiene que ver con la pertinencia de los modelos keynesianos, no puedo estar más de acuerdo con el autor. Los errores de política cometidos en la década de los setenta –no solamente en las economías emergentes sino incluso en los países desarrollados– condujeron a un fuerte aumento de las tasas de inflación e hicieron que muchos de los principios típicos del análisis keynesiano cayeran en desgracia entre un grupo importante de economistas. Sin embargo, cada vez es más claro que el problema radicó en el uso y abuso de la teoría keynesiana por parte de la política económica, y no en la profundidad conceptual y la relevancia práctica de esa teoría cuando se aplica correctamente para el análisis y el manejo de los ciclos de corto y mediano plazo en la actividad productiva. El error que condujo al descrédito de las teorías keynesianas fue utilizarlas para justificar inadecuadamente políticas fiscales y monetarias excesivamente expansivas, incluso en condiciones de excesos de demanda agregada. Igualmente erróneo fue pretender que ese tipo de políticas sustituirían estrategias de crecimiento económico de largo plazo, las cuales dependen claramente de factores más asociados a la oferta que a la demanda agregada.

Me parece interesante destacar que los modelos que hoy utilizan muchos bancos centrales para proyectar la inflación tienen características típicamente keynesianas. Este es el caso en Colombia del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) que utilizamos en el Banco de la República como instrumento central para proyectar las principales variables macroeconómicas y adoptar decisiones en materia de tasas de interés de intervención. El uso de ese tipo de modelos se ha convertido en práctica común entre los bancos centrales de los países que hemos adoptado una estrategia monetaria de “inflación objetivo”. Para sorpresa de aquellos que creían que los modelos keynesianos eran “hitos superados” en la historia del pensamiento económico, su uso se está volviendo a generalizar incluso entre instituciones tan

ortodoxas como los bancos centrales o el propio Fondo Monetario Internacional.

Por supuesto, los modelos keynesianos que se usan en la actualidad enfatizan aspectos en los que se recogen las malas experiencias de las políticas aplicadas en el pasado. Así por ejemplo, hoy se enfatiza que la demanda agregada tiene capacidad para afectar el ritmo de la actividad productiva alrededor del producto potencial, pero no para afectar el nivel de ese producto potencial en el largo plazo. Por eso mismo, la variable utilizada típicamente no es el nivel absoluto de la actividad productiva sino su desviación con respecto al nivel potencial de esa actividad. Esto es lo que en la jerga de los economistas hoy llamamos la “brecha del producto”.

De la misma manera, el concepto de “pleno empleo” que se usaba tanto en los modelos clásicos como en los keynesianos tradicionales ha sido reemplazado en los modelos más recientes por un concepto más relativo, en el que se reconoce que incluso situaciones de desempleo voluntario pueden ser inmanejables con políticas de demanda agregada, ya que estas se traducirían en procesos de aceleración de la inflación y sólo reducirían el desempleo en forma temporal y no sostenible. Ese concepto es el de la tasa de desempleo que no acelera la inflación o NAIRU, por la sigla en inglés de “Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment”. Las políticas de estímulo a la demanda agregada de carácter keynesiano resultan útiles para reducir el desempleo cuando se encuentra por encima de la tasa correspondiente a la NAIRU pero también pueden generar presiones inflacionarias cuando se usan en condiciones de desempleo inferior a la NAIRU. Para esas condiciones, la reducción del desempleo típicamente requiere de políticas más asociadas a la remoción de obstáculos estructurales o a ajustes de carácter microeconómico en el funcionamiento de los mercados laborales.

Muy vinculado con lo anterior, los modelos más recientes enfatizan algo que Fernández Riva menciona claramente en su libro pero que no resultaba suficientemente claro en los modelos tradicionales. Me refiero al hecho de que las presiones de demanda agregada no sólo generan presiones sobre el *nivel* general de precios sino sobre su *ritmo de crecimiento*, esto es, sobre la tasa de inflación.

Este punto me conduce al segundo grupo de comentarios generales que me surgen de la lectura de este libro. Me refiero a la utilización

del instrumental analítico conocido por las famosas curvas IS y LM. Ese instrumental fue propuesto inicialmente por John Hicks en 1937 y su uso ha perdurado hasta tal punto que no conozco ningún texto de macroeconomía básica o intermedia que no lo utilice, a pesar de las incontables críticas que ha recibido. Sin embargo, considero pertinente mencionar la propuesta alternativa que hizo hace pocos años el profesor de MIT, David Romer<sup>1</sup>, de crear un nuevo marco para la enseñanza de la macroeconomía keynesiana. El propósito de ese nuevo marco sería sustituir el modelo IS-LM, manteniendo su extraordinaria sencillez pero recogiendo algunos elementos fundamentales de la transformación que ha sufrido el debate en las últimas décadas.

El modelo que propuso Romer mantiene las características básicas de la curva de demanda agregada tradicional, haciendo sin embargo un ajuste muy importante, relacionado con la mayor relevancia que ha adquirido la tasa de inflación *vis-a-vis* el nivel general de precios en las discusiones de política macroeconómica. Bajo esta propuesta, la curva de demanda agregada no se grafica en el espacio que relaciona el nivel de precios con el nivel de actividad productiva, como se hacía tradicionalmente, sino en un espacio que relacione la tasa de inflación con la “brecha del producto”. Se hace explícito de esa manera que los aumentos en la demanda agregada pueden traducirse alternativamente en una menor “brecha del producto”, es decir, en una producción más alta con respecto a la producción potencial, o en una aceleración de la inflación.

Esta es, precisamente, la interpretación que hace Javier Fernandez Riva en su libro. Lo novedoso del planteamiento de Romer en este punto es incorporar en el análisis gráfico y algebraico la distinción entre el nivel de precios y el ritmo de inflación, lo cual a su vez facilita distinguir entre las tasas de interés reales y las tasas de interés nominales. De hecho, en la propuesta de Romer, la curva IS tradicional se mantiene prácticamente inmodificada, pero se hace explícito que relaciona el nivel de demanda agregada con la tasa de interés real y no con la tasa de interés nominal. Desafortunadamente, ello no se puede hacer en los modelos tradicionales IS-LM ya que en ellos se supone que el nivel absoluto de precios se mantiene estable.

La otra modificación sugerida por Romer es más sustancial y consiste nada menos que en eliminar la curva LM y reemplazarla por

<sup>1</sup> Romer, D. “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve”, *NBER Working Paper* 7461, 2000.

una línea horizontal en el nivel de la tasa de interés real que define la postura de la política monetaria. La eliminación de la curva LM en la propuesta de Romer no implica ignorar la relevancia de la política monetaria. Por el contrario, lo que busca es reconocer la forma como actúan los bancos centrales en la actualidad. En efecto, hoy en día la mayor parte de los bancos centrales del mundo –entre ellos el Banco de la República de Colombia– suministran la liquidez que se les demanda sin predefinir metas explícitas para los agregados monetarios. Lo que hacen es definir el precio de esa liquidez, esto es, la tasa de interés de corto plazo a la que están dispuestos a suministrar la liquidez que se les demanda. De acuerdo con el esquema de política de “inflación objetivo”, cuando los bancos centrales toman la decisión de relajar o restringir su postura de política monetaria lo hacen bajando o subiendo la tasa de interés y no predefiniendo los niveles en que ubican la cantidad de dinero, tal como lo supone la curva LM. Esto se captura de manera más realista en un modelo como el sugerido por Romer que en el modelo IS-LM tradicional.

El tercer y último grupo de comentarios que me surgen de la lectura del libro de Javier Fernández Riva tiene que ver con la escogencia del régimen cambiario. Al respecto, sin entrar en la discusión de este complejísimo tema, quiero simplemente destacar algunos de sus argumentos.

El primero tiene que ver con los puntos a favor de un régimen de flotación cambiaria como el que hoy tenemos en Colombia. Me limito a citar una frase del libro que comparto plenamente:

En un mundo de capitales móviles, a menos que se impongan controles o impuestos a los flujos de capitales, de dudosa eficacia y con efectos colaterales indeseables, la única manera como un país puede ejecutar una política monetaria independiente para suavizar las fluctuaciones cíclicas –por ejemplo, reducir sus tasas de interés en una recesión– es mediante la fluctuación cambiaria (p. 112).

Por otra parte, Javier Fernández Riva plantea los problemas que puede conllevar un régimen de tipo de cambio flexible y menciona entre ellos el caso en que “las tendencias de corto plazo del tipo de cambio influyen las expectativas y suelen exacerbar los movimientos especulativos” (p. 113). Curiosamente, sin embargo, estos argumentos son utilizados por Javier exclusivamente para casos en que existen presiones a la apreciación del peso, y no para casos de presiones a la depreciación. Ello lo lleva a desconocer los argumentos que existieron en el período de la crisis de 1998 y 1999 a favor de una intervención en el mercado de divisas que hiciera más gradual y ordenada la necesaria

depreciación del peso y nos evitara caer en devaluaciones abruptas, con graves consecuencias en la credibilidad de la moneda, como las que tuvo que enfrentar Ecuador en ese mismo período.

La asimetría en las recomendaciones de Javier sobre el manejo de la tasa de cambio cuando se presentan presiones en una u otra dirección es evidente. Según sus planteamientos, en los casos de presiones a la apreciación el banco central debería intervenir en el mercado y llegar incluso a fijar un piso para la tasa de cambio. Pienso que esta asimetría es excesiva y que los argumentos a favor de la intervención o la libre flotación se deben evaluar en cada situación de acuerdo con las circunstancias.

De hecho, eso es lo que ha hecho el Banco de la República, buscando siempre que la política cambiaria sea consistente con la política monetaria, con el diagnóstico general de la situación económica y con los objetivos asignados al Banco en la Constitución de 1991. Así, por ejemplo, durante un largo período comprendido entre 2004 y abril de 2007, el Banco de la República adelantó una política de intervenciones masivas en el mercado cambiario encaminadas a moderar las presiones a la apreciación del peso. Los argumentos que tuvo el Banco para preocuparse por una apreciación excesiva y para intervenir de esa manera en el mercado cambiario coinciden de manera muy amplia con los que expone Javier Fernández Riva en su libro. Sin embargo, las intervenciones masivas en el mercado cambiario se interrumpieron a partir de mayo, cuando se diagnosticó que las circunstancias eran tales que continuar con ellas conllevaba mayores costos que beneficios.

Los modelos que presenta Javier Fernández Riva en su libro son muy útiles para identificar las condiciones en que una política de compra masiva de reservas internacionales por parte del banco central se puede volver inconveniente. Textualmente, afirma el autor que “el modelo del capítulo 5 muestra que adquirir una suma importante de reservas para sustentar el dólar puede implicar un gran aumento en la cantidad de dinero”. Si ello ocurre cuando la economía está creciendo por encima de su nivel potencial, dicho aumento tendrá un efecto alcista sobre los precios, caso en el cual “acabaría perdiéndose la competitividad cambiaria que se intentaba defender, pero por una vía peor que la caída del tipo de cambio nominal” (p. 137).

Por supuesto, tal como plantea claramente Fernández Riva, el impacto monetario de las compras de reservas internacionales puede ser esterilizado, y “para ello se pueden usar ‘encajes’ que disminuyan la capacidad de expansión secundaria de la emisión primaria, o venta de



títulos del portafolio del banco central, o de títulos del mismo banco central (incluyendo ‘depósitos’ en el mismo)”.

Todo esto fue en efecto lo que hizo el Banco de la República en los últimos años. Sin embargo, utilizar esos mecanismos de esterilización monetaria también tiene costos y límites a los cuales llegamos de manera muy clara en el mes de mayo de 2007, después de que en los primeros cuatro meses de ese año habíamos comprado casi 5.000 millones de dólares, agotando los mecanismos de esterilización de costo razonable que teníamos a nuestra disposición. La evaluación de las alternativas que enfrentaba el Banco de la República fue la que llevó a la decisión de suspender las compras masivas de reservas internacionales en ese momento. Creo que esa decisión es coherente con los argumentos planteados en el libro, aunque no estoy tan seguro de que Javier comparta plenamente esta opinión.

Para terminar, sólo me resta reiterar la invitación a leer este libro de Javier Fernández Riva, que no sólo va a ser de invaluable utilidad para los profesores y estudiantes de los cursos de macroeconomía en las universidades sino que, sin lugar a dudas, va a enriquecer el debate público sobre las políticas económicas. Espero que muy pronto volvamos a tener a Javier en plena actividad y que podamos beneficiarnos de sus consejos, de su gran capacidad de análisis y, por supuesto, de sus críticas. Despiadadas sí, pero enormemente constructivas.