

La Macroeconomía, las políticas y la crisis

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
Junio 2010

Es un honor participar en este homenaje a Pentti Kouri. No tuve el placer de compartir de cerca con él, pero no solo conozco su historia y su obra, sino que además tenemos cosas en común. Los dos estudiamos en el MIT y tomamos el curso de finanzas internacionales. Además fuimos muy cercanos a Rudi Dornbusch. Existe un conjunto de economistas de todas partes del mundo, de Chile y Finlandia, por ejemplo, que tuvimos el privilegio de trabajar cerca de él, como estudiantes o colegas, y luego pudimos disfrutar su amistad incondicional y su influencia intelectual. Algunos miembros de ese grupo afortunado nos acompañan en esta conferencia.

Kouri y Dornbusch realizaron un trabajo revolucionario explicando las fluctuaciones cambiarias como movimientos en los precios de los activos. Los trabajos de Kouri siempre fueron una referencia importante en nuestros cursos. Cuando era estudiante, a fines de la década de los ochenta, y leía los trabajos de Kouri, él era un exitoso inversionista que vivía en Connecticut. Recuerdo un par de veces en que Rudi me contó que iba de visita donde su gran amigo, un economista y exitoso inversionista para conseguir fondos para el departamento de economía. Le fue bien y prueba de esto es el hecho de que el departamento tenga hoy una plaza de profesor asociado de economía conocido como *Pentti J.K. Kouri Career Development Associate Professor of Economics*.

Hoy en vez de elaborar sobre la contribución de Kouri, pienso que es una buena oportunidad para tratar algunos temas relativos al estado de la macroeconomía y la ejecución de políticas, que es el objeto de esta conferencia, y al que Rudi y Pentti aportaron muchísimo. Si estuvieran hoy aquí con nosotros, sus ideas de vanguardia y sus profundas reflexiones —estuviéramos o no de acuerdo con ellos— con toda seguridad nos dejarían pensando.

Cambios en la economía mundial, la macroeconomía y la implementación de políticas

A más de treinta años desde el influyente trabajo de Kouri, el mundo ha cambiado en forma dramática. Así también han cambiado la teoría económica y la implementación de políticas, en especial en las economías emergentes. Ha aumentado la importancia del mercado en la determinación de los precios, en particular de las tasas de interés y los tipos de cambios. Ha crecido mucho la integración comercial y financiera, que origina una mayor interdependencia entre las economías, pero a la vez provee grandes oportunidades para los países en desarrollo. Por último, los mercados financieros son hoy muchísimo más sofisticados, lo que trae tanto vulnerabilidades como oportunidades.

* Presentado ante la Conferencia del Banco de Finlandia y el Banco de Italia *Challenges of the Global Crisis to Macroeconomic Theory and International Finance*, en homenaje a Pentti Kouri, Helsinki, 10–11 de junio. Se agradecen los valiosos comentarios de Mariana García y Pablo García.

La macroeconomía también ha mostrado una profunda evolución. Innovaciones como las expectativas racionales y la inconsistencia dinámica cambiaron la visión de lo que se puede lograr con políticas macroeconómicas. También fueron la base en la discusión sobre reglas versus discreción, y la predilección generalizada por la conducción de políticas bajo normas flexibles, o discreción restringida.

La posibilidad de ineficiencias en la formación de expectativas también se convirtió en un importante tema para la aplicación de políticas. El contagio, las profecías autocumplidas, fallas de coordinación y equilibrios múltiples son algunos de los fenómenos donde se incuban las ineficiencias del mercado, de lo que el mundo real provee varios ejemplos. Sin embargo, hay que tener cuidado al atribuir el fallo de una mala política a fenómenos que escapan el control de la autoridad. Muchas crisis que más de alguien quisiera clasificar como equilibrios de expectativas erróneas son simplemente el resultado de malas políticas. De hecho, no hay crisis que no tenga asociado un problema fundamental. Lo que hacen las ineficiencias en las expectativas es amplificar la probabilidad de que ocurra una crisis y elevar sus costos.

Otra innovación importante ha sido entender las decisiones de política, en particular la política monetaria, como una regla y no como un manejo irracional de variables de política. Así, en lugar de pensar en un cambio en variables de política, resulta más realista pensar en cambios de sus determinantes. Finalmente, hemos aprendido la importancia de la credibilidad para que las políticas sean efectivas.

Todos estos avances también han generado cambios en la forma de conducir la política monetaria. Aquí cabe una nota de cautela: la relación entre teoría y desarrollo de políticas es un camino de ida y vuelta. Sería presuntuoso decir que la teoría ha cambiado las políticas. De hecho, el desarrollo de las metas de inflación ocurrió antes de que los círculos académicos les prestaran verdadera atención. Nueva Zelanda implementó su régimen de metas de inflación a comienzos de la década de los noventa, previo a su desarrollo analítico¹. En la misma línea, la regla de Taylor se usó, obviamente, antes de que John Taylor la estimara.

Al margen de la causalidad, la política monetaria y la banca central han cambiado en forma significativa. El movimiento hacia la autonomía del banco central en todas partes del mundo ha sido positivo. Por supuesto, esta autonomía trae aparejado el desafío para sus autoridades de demostrar que es una buena idea, algo que se ha puesto en duda en algunos países tras la última crisis.

Aunque los bancos centrales fueron creados para solucionar problemas en el sector bancario, con el tiempo sus objetivos cambiaron a aspectos más generales tales como el desarrollo económico y el crecimiento. Luego, a partir de los ochenta, y con el éxito de la Gran Moderación, los bancos centrales se enfocaron cada vez más —e hicieron bien— en la estabilidad de precios. Por desgracia, la estabilidad financiera, un punto fundamental de la banca central, se les pasó por alto.

¹ Formalmente, la política de metas de inflación se anunció en 1989, pero operacionalmente comenzó en 1990.

La política monetaria dejó de utilizar la oferta monetaria y el tipo de cambio como anclas nominales, poniendo como meta directamente a la inflación y a mantener ancladas las variables nominales a través de las expectativas inflacionarias. Para reforzar la credibilidad y ganar legitimidad, la comunicación ha sido una piedra angular en la conducción de la política monetaria. Quedan muchos desafíos, en particular cómo incorporar la estabilidad financiera en las metas de política, pero la forma de aplicar las políticas ha evolucionado en forma notable, especialmente en las economías emergentes.

Sin embargo, los avances de la ciencia económica no siempre han sido exitosos, y todavía nos quedan desafíos para lograr que el análisis económico contribuya más como guía de las políticas. Ese es el tema que me gustaría abordar ahora².

Modelos y teoría

Los modelos macroeconómicos presentan una especificación cada vez más rigurosa, con sólidos fundamentos micro, con todas las interacciones del equilibrio general, y restricciones de información explícitas. Sin embargo, siempre habrá tensiones entre rigor, realismo y flexibilidad, con muchos dilemas entre estos.

A menudo, los costos de estos dilemas son sutiles. La tendencia a basar los modelos en sustentos cada vez más rigurosos, aunque es el camino lógico, tiene efectos indeseados. Los incentivos de los académicos más jóvenes —aquellos que se suponen van moviendo la frontera del conocimiento, y deben *publish or perish*— limitan su capacidad de innovación. El requisito de rigor termina necesariamente atentando contra el realismo. Nadie espera que un modelo explique todas las complejidades de la realidad económica, pero el problema es que puede dejar fuera elementos que son claves a la hora de entender y prevenir los desastres como el que vimos hace un par de años. Desde el punto de vista académico puede ser más rentable desarrollar un modelo de equilibrio que explique algún fenómeno en particular que intentar escribir un modelo que represente adecuadamente las distorsiones existentes en dicho fenómeno. Es más complejo, y menos rentable académicamente, formalizar las distorsiones, que en la realidad hay muchas, que utilizar los elegantes modelos competitivos para explicar fenómenos relevantes con el mínimo de nuevos ingredientes. Solo unos cuantos académicos son capaces de pensar con rigor e independencia: Kouri fue uno de ellos.

La complejidad también atenta contra la capacidad de pasar de la investigación científica a las propuestas de política económica. Para que las ideas académicas sean relevantes en política económica deben ser persuasivas. Esa tal vez fue la virtud del modelo IS-LM que fue usado por mucho tiempo en la discusión de políticas macroeconómicas, o del modelo de crecimiento de Solow que sigue siendo el punto de partida de los análisis del crecimiento económico. Afortunadamente, no estamos en tiempos donde se dan recetas que los responsables de las políticas las toman sin escrutinio—los que después son catalogados de ortodoxos—, y por ello la capacidad de explicar intuitivamente un resultado es esencial. Los modelos son solo una parte de la realidad que nos permiten organizar las ideas antes de diagnosticar y recetar. La lógica de los argumentos y el buen criterio también son cruciales a la hora de tomar decisiones de política económica.

² Para una revisión más profunda, ver De Gregorio (2009).

De hecho, la actual crisis ha revelado que la capacidad de los modelos para abordar todas las complejidades del mundo real es limitada. Incluso los modelos DSGE más de vanguardia, que utilizan muchos bancos centrales, han sido incapaces de considerar de manera manejable y explícita toda la problemática asociada a las distorsiones de los mercados financieros y el arbitraje imperfecto, y mucho menos la existencia de quiebras y pérdidas crediticias.

Lo que me lleva a la teoría de las finanzas. Si alguna disciplina debiera haber anticipado las vulnerabilidades que se estaban gestando en los mercados financieros, eran las finanzas. Si el origen del problema hubiera sido inflacionario, entonces el problema sería con la macroeconomía, pero el origen fue financiero³. El origen de la crisis está muy relacionado a la innovación financiera y a la creación de instrumentos que deberían haber diversificado los riesgos. La mayor parte de la innovación financiera se utilizó para eludir la regulación, dando espacio para que el crédito creciera con una base de capital débil. Las tasas de interés bajas, la búsqueda de retornos y la conducta de la política monetaria que aseguraba salir al rescate después de caídas severas de los precios de los activos incentivaron la aparición de una burbuja en el mercado inmobiliario. Se dedicaron enormes esfuerzos a ponerle un precio a muchos instrumentos financieros altamente complejos, pero incluso dichos esfuerzos académicos no permitieron construir modelos de valoración que tomaran realísticamente en cuenta las posibilidades de insolvencia en estos instrumentos. No es necesario mostrar evidencia para asegurar que esos métodos fallaron, por la ocurrencia de un evento extremo y común a todos. Estas fallas se exacerbaban por severos problemas de liquidez y un pánico generalizado en los mercados.

Resulta paradójico que mientras las teorías de precios de los activos, y sus aplicaciones a la realidad, se basan en la existencia de mercados completos y pleno arbitraje (considere por ejemplo el CAPM), las teorías de finanzas corporativas, son por esencia un área donde priman las fallas de información y están plagadas de fricciones a través de problemas de agente (ejecutivos)-principal (dueños). Sin duda que esta dicotomía se deberá ir corrigiendo con el tiempo, de manera de tener modelos más realistas del funcionamiento de los mercados financieros, lo que provean más luces a las recomendaciones de política económica.

Prevención y manejo de crisis

Una pregunta recurrente relativa a las crisis de hoy y las del pasado es si se pudieron haber anticipado. Por un lado, es tautológico decir que las crisis son impredecibles, de otra forma ellas nunca ocurrirían. La historia está plagada de ellas. Es más, en las últimas décadas se han hecho más frecuentes en comparación con el período de Bretton-Woods, aunque su severidad y duración no ha cambiado mucho (Bordo et al., 2001). Hay que tratar de evitar las crisis, pero la única forma de eliminarlas de raíz sería eliminar también el desarrollo y la innovación financiera, lo que no sería buena idea. Por lo tanto, las crisis seguirán ocurriendo, y el rol de las políticas es no provocarlas sino reforzar la resiliencia de los sistemas financieros y

³ Queda fuera del ámbito de esta presentación discutir el rol de la política monetaria como causante de la crisis. He sostenido antes (De Gregorio, 2010), que la crisis se debió principalmente a fragilidad financiera, y que el relajo de la política monetaria jugó solo un papel secundario. Muchos países, como Chile o Canadá, por ejemplo, tenían políticas muy expansivas antes de la crisis, y no sufrieron un colapso financiero.

minimizar su costo⁴. Por cierto, todos estos elementos no estuvieron presentes durante la crisis financiera global, por lo que habrá que dedicar más tiempo a pensar en reformas.

Aunque seguirán ocurriendo crisis, no debemos concluir que dado que son inevitables, no hay nada que podamos hacer al respecto. Por el contrario, la forma correcta de actuar es fortalecer el sistema financiero y las políticas macroeconómicas para así minimizar su probabilidad de ocurrencia y sus consecuencias, a la vez que establecer una buena estrategia para afrontarlas cuando lleguen.

Al igual que con los desastres naturales o los accidentes, el hecho de que vayan a seguir ocurriendo no significa que debamos vivir sin legislación que regule las actividades económicas (como los estándares de construcción o la ley de tránsito). Un país con buenos estándares de construcción enfrenta mejor un terremoto. En el caso de una crisis financiera, es razonable mejorar los mecanismos reguladores, para dar lugar a la innovación financiera mientras se mantiene la vulnerabilidad bajo control.

Mientras tanto, es necesario continuar destinando esfuerzos a la detección de señales de alerta temprana, aunque como ya he dicho, es imposible encontrar indicadores inequívocos. Pero la fragilidad tiene síntomas, que son muy comunes en las economías emergentes. Déficit altos y persistentes en la cuenta corriente, tipos de cambio desalineados, descalses cambiarios en los sectores financiero y empresarial, alzas excesivas en los precios de los activos y el crédito; todos estos elementos deben tomarse como señales de un problema potencial, aunque no siempre derivarán en una crisis. Por tanto, no basta con mirar los indicadores por separado, sino que hay que combinarlos para detectar fragilidades. Esto es precisamente lo que tratamos de hacer en nuestro Informe de Estabilidad Financiera, que nos permiten contar con una visión panorámica de las vulnerabilidades, aunque —repito— no nos dan un veredicto final.

Reflexiones finales

Desde la Gran Depresión el mundo no pasaba por una crisis como la actual. El golpe inicial sobre la economía global no fue muy distinto al de los años treinta. Hay muchas similitudes entre la Gran Depresión y la Gran Recesión. Vale la pena destacar la caída inicial de la producción industrial y del comercio, el colapso de la bolsa y del crédito, y el aumento de los *spreads* de bonos (ver Eichengreen y O'Rourke, 2010). Estas notorias similitudes en los primeros meses de ambas crisis resultaron alarmantes. También se produjo un preocupante enjuiciamiento a la profesión.

Sin embargo, la posterior evolución de la economía global fue muy distinta, sin duda consecuencia de un buen manejo macroeconómico en esta ocasión. Falló la prevención, pero las respuestas de las políticas han sido adecuadas hasta aquí, lo que ha sido más notable en las economías emergentes. En particular América Latina, una región que históricamente amplificaba el ciclo global, esta vez mostrará un desempeño mejor que el promedio mundial.

⁴ Al respecto, Rancière et al. (2008) encuentran que “los países que han sufrido crisis financieras *ocasionales* (énfasis agregado), en promedio han crecido más rápido que los que han contado con un sistema financiero estable”.

El mundo todavía tiene muchos problemas macroeconómicos que resolver antes de cantar victoria. De hecho, las mismas políticas que sirvieron para impedir un colapso requieren una cuidadosa revisión para evitar plantar las semillas de la próxima crisis.

Para empezar, está la necesidad de pensar seriamente en el riesgo moral. Es cierto que durante la crisis este fue un problema de segundo orden. Pero en la gestación de las burbujas en los precios de los activos estuvo el compromiso de que, si reventaba esta burbuja, la Fed limpiaría el desastre. Esto es exactamente igual a como se han gestado descalces cambiarios en los mercados emergentes cuando las autoridades se han comprometido a mantener la estabilidad del tipo de cambio. Además, hemos visto un confuso rescate de bancos y, últimamente, algo más preocupante aún, el rescate de países con finanzas públicas débiles.

El tema de la sustentabilidad ha cobrado gran importancia, en particular en la esfera fiscal. Las economías no pueden gastar eternamente más de lo que generan, y es necesario hacer un esfuerzo serio de consolidación fiscal, en especial en las economías industrializadas. Resulta irónico que, tras atravesar por una crisis financiera tan compleja, ahora nos preocupe una crisis muy tradicional, causada por desequilibrios fiscales en el contexto de un régimen de tipo de cambio fijo, con ramificaciones financieras potencialmente complicadas. Este tipo de crisis fue materia de análisis y modelación en la época intelectual más prolífica de Pentti Kouri. El tendría mucho que decir al respecto, no cabe duda.

Referencias

Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel y M.S. Martinez-Peria (2001), "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy* 16(32): 51-82.

De Gregorio, J. (2009), "La Macroeconomía, los Economistas y la Crisis," *Cuadernos de Economía, Latin American Journal of Economics* 46(134): 149-159.

De Gregorio, J. (2010), "Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective," *International Finance* 13(1): 141-156.

Eichengreen, B. y K.H. O'Rourke (2010), "A Tale of Two Depressions: What Do the New Data Tell Us?" disponible en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>.

Rancière, R., A. Tornell y F. Westermann (2008), "Systemic Crises and Growth," *Quarterly Journal of Economics* 123(1): 359-406.