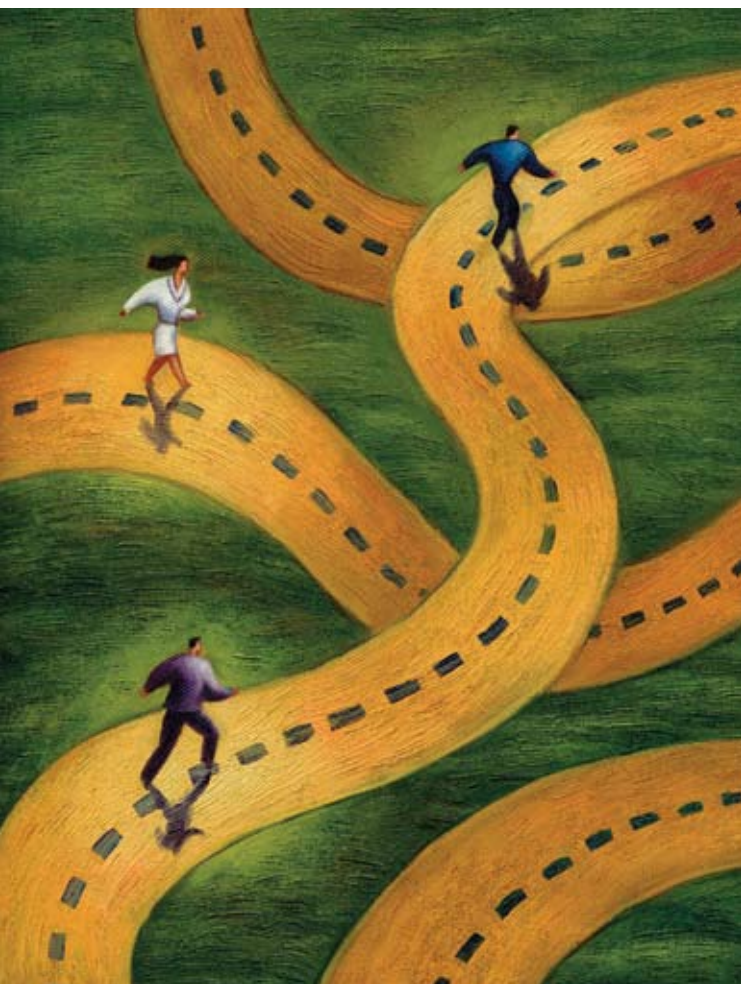


La macroeconomía moderna en el rumbo equivocado

William White



ANADIE escapa que el mundo atraviesa una grave crisis económica y financiera. En su visita a la London School of Economics a fines del año pasado, la Reina Isabel II preguntó por qué ningún economista la había predicho. Algunos sí habían dado señales de alarma, pero estas fueron ignoradas, incluso por las autoridades.

Quizá la causa principal de esa omisión es que, antes de que estallara la crisis, muchos estaban ganando grandes sumas de dinero. Otra razón, analizada en este artículo, es que el paradigma macroeconómico dominante no contempla crisis como la actual.

Mejorar el marco analítico macroeconómico no bastaría para evitar nuevas crisis, pero se impone reevaluarlo porque,

El ex Economista Jefe del Banco de Pagos Internacionales sostiene que la crisis económica mundial debería promover una reevaluación del análisis macroeconómico

aunque hay muchos caminos sin salida, también hay muchos otros que vale la pena explorar.

La teoría macroeconómica moderna dominante

En un documento reciente, Greg Mankiw (2006) traza “una breve historia de la macroeconomía”, que comienza con la revolución keynesiana y luego pasa a las escuelas neoclásicas y nekeynesianas, que han dominado la enseñanza de la macroeconomía en las últimas décadas.

Quizás el mayor logro de la revolución iniciada por John Maynard Keynes haya sido brindar un modelo de equilibrio general, capaz de explicar la determinación simultánea del producto, las tasas de interés y (más tarde) los precios y la inflación, conforme al supuesto de que los salarios reaccionaban lentamente a los cambios de otras variables económicas. Los grandes modelos estimados empíricamente hicieron más concreto el modelo keynesiano, pero lamentablemente en la mayoría de ellos las expectativas, un elemento crucial para Keynes, se trataban de forma rudimentaria. Tampoco parecía haber una justificación teórica suficiente para suponer que los salarios y los precios reaccionaban lentamente a los shocks del sistema económico.

Surgieron entonces los modelos neoclásicos, que eliminaban los supuestos de rigidez (como la de precios y salarios) y postulaban que todos los agentes económicos formaban expectativas racionales acerca del futuro y luego actuaban racionalmente para maximizar sus beneficios. Los modelos nekeynesianos posteriores diferían de los neoclásicos básicamente en que reintroducían la rigidez de salarios y precios supuesta por Keynes. Esta línea de pensamiento fue también la base de los nuevos modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general, que se popularizaron en los últimos años, incluso entre los investigadores de los principales bancos centrales.

La reciente crisis ha demostrado que los modelos basados en el supuesto de las expectativas racionales son inadecuados. Ya se había cuestionado, con argumentos filosóficos (Foley, 2004) qué significa exactamente ser racional; pero aun ignorando esta

objeción, el rápido aumento y posterior derrumbe de los precios de muchos activos no resulta compatible con un proceso racional de determinación de precios vinculado a su valor subyacente, especialmente cuando en muchos mercados las expectativas parecían basarse en una simple extrapolación de acontecimientos pasados. Al ratificarse las variables fundamentales, finalmente los precios resultaron ser insostenibles. El supuesto de que en la mayoría de los mercados los precios se ajustan rápidamente restableciendo la igualdad entre oferta y demanda (especialmente de mano de obra) parecía cada vez más incongruente con el aumento observado del desempleo. Por último, se fue reconociendo que en muchos precios centrales para el sistema económico (como los tipos de cambio, las tasas de interés y el precio de la energía) influían tanto los gobiernos como los mercados.

En síntesis, esta crisis demuestra que los supuestos simplificadores de gran parte de la macroeconomía moderna no sirven para explicar lo que ocurrió en el mundo real.

Sería tentador decir que las autoridades erraron el camino por usar esos modelos. Lamentablemente, hay pocos indicios de que las teorías académicas modernas hayan tenido

La reciente crisis ha demostrado que los modelos basados en el supuesto de las expectativas racionales son inadecuados.

gran impacto en la forma en que la mayoría de los bancos centrales usaron los instrumentos de política económica. Alen Blinder, un respetado banquero central y académico, ha escrito convincentemente sobre este tema (Blinder, 1988 y 1997). En realidad, los altos funcionarios siguieron basándose en los modelos de raíz keynesiana, pero estos tampoco dieron señales anticipadas de los problemas crecientes, por lo que también corresponde analizar sus deficiencias.

Deficiencias de los modelos keynesianos

Los modelos empíricos de posguerra de inspiración keynesiana nunca han servido para pronosticar los puntos de inflexión del ciclo económico, una deficiencia fundamental, ya que no se necesitan modelos costosos para afirmar que el futuro será bastante similar al pasado. Como lo documenta Axel Leijonhufvud (1968), Keynes era profundamente escéptico acerca de la utilidad de tales modelos, en cuya construcción se omitía uno de sus planteos más importantes. Las expectativas son cruciales para todas las formas de comportamiento económico, pero dada la complejidad de la economía, el futuro es incierto. Ante la incertidumbre, ese comportamiento tiende a guiarse en gran parte por mecanismos heurísticos e impulsos emocionales (“*espíritus animales*”, Akerlof y Shiller, 2009) y a cambiar de forma fuerte y brusca respecto del pasado. No era posible entonces definir el futuro según el promedio de las observaciones anteriores.

Por eso, aunque brindan un marco teórico útil para describir cómo funciona el mundo, los modelos keynesianos tradiciona-

les, como los modernos, no sirven mucho a la hora de formular predicciones y son de poca utilidad para los responsables de las políticas económicas. Peor aun, los modelos de tradición keynesiana también ignoran otras dos consideraciones que tendrían una gran importancia práctica en la crisis actual: las propuestas de la escuela austríaca y las de Hyman Minsky.

La posición de la escuela austríaca

A diferencia del marco keynesiano, la teoría austríaca asigna una importancia crucial a la forma en que la creación de dinero y de crédito por parte del sistema financiero puede generar desequilibrios que, acumulados en el tiempo, terminan con la rentabilidad de las inversiones y finalmente hacen implosión en medio de alguna crisis económica. A raíz del rápido crecimiento monetario y crediticio de la última década, los activos alcanzaron precios poco congruentes con su valor fundamental, y el gasto se elevó a un nivel muy superior a la norma histórica. La tasa de ahorro de los hogares de muchos países anglófonos cayó a cero o menos, mientras que en China la relación entre inversión y producto bruto interno trepó a casi 50%. Para la escuela austríaca, el peligro sería que esos desequilibrios se revirtieran, respectivamente, a niveles más justificables y más normales, como en alguna medida ha ocurrido en los últimos dos años con el precio de los activos y el patrón de gasto en Estados Unidos, el Reino Unido y varios otros países. Además, según esa perspectiva, el continuo e inédito crecimiento de China impulsado por la inversión representa más una señal de peligro que una reanudación del crecimiento sostenible.

Las decisiones erróneas en materia de gasto provocaron una acumulación de inversiones y existencias de bienes durables no rentables (para las empresas) o no deseadas (para los hogares) cuya amortización insumirá mucho tiempo. Muchas industrias que se expandieron fuertemente para atender un alto nivel de demanda son ahora demasiado grandes y deben reducirse, como ocurre a nivel mundial con los servicios financieros, la producción automotriz, la distribución mayorista, la construcción y muchos otros insumos intermedios y primarios. Además, muchos establecimientos productivos de Asia que vendían a compradores extranjeros ahora imposibilitados de pagar, quizá deban emprender una masiva reubicación geográfica de sus instalaciones.

El estímulo keynesiano por el lado de la demanda bien podría generar beneficios a corto plazo, pero en última instancia podría tener efectos perjudiciales si impide el necesario ajuste de la capacidad de producción. Los programas de canje de automóviles viejos en los países con tasas muy bajas de ahorro de los hogares no son mecanismos óptimos. Tampoco lo son los intentos de mantener bajo el tipo de cambio en los países con un enorme superávit comercial, ni los subsidios salariales para sostener el empleo a tiempo parcial, si nunca llegan a recuperarse los puestos de trabajo en las industrias subsidiadas.

Mientras tanto, la tasa estructural de desempleo será mayor y el nivel de producto potencial, menor. A ello se sumarán los efectos recesivos más tradicionales generados por una menor inversión y niveles de empleo y de salarios que no se ajustan con rapidez (véase Cerra y Saxena, 2008). En consecuencia, todas las políticas aplicadas para expandir la demanda agregada podrían

estimular presiones inflacionarias antes de lo esperado. Dado que algunas de esas políticas, como la flexibilización cuantitativa y crediticia, no tienen precedentes y sus efectos son inciertos, la mayor incertidumbre generada por los cambios en la oferta agregada no puede considerarse auspiciosa.

Hyman Minsky y el papel del sistema financiero

La frase más utilizada para describir los problemas actuales es “crisis financiera mundial”, pero la crisis es tanto real como financiera. El temor de que la debilidad del sistema financiero termine por influir en la economía real a través de una contracción del crédito también alimenta la percepción de que se trata solo de una crisis financiera. Paradójicamente, en el análisis económico moderno apenas se mencionan los problemas del sector financiero. Como observa Charles Bean (2009), el hecho de que la intermediación financiera casi no figure en los principales análisis de las tasas de interés y los precios “dice mucho” acerca de la macroeconomía moderna.

Los bancos efectivamente crean dinero y crédito, lo que es considerado, al menos por los economistas de la corriente austríaca, como el origen de las crisis que de tanto en tanto surgen en las sociedades capitalistas. No obstante, incluso en esa bibliografía los problemas del sector financiero y sus efectos negativos de retroalimentación en la economía real son escasamente mencionados.

Uno de los primeros en tratar el tema fue Irving Fisher (1933), quien, en el contexto de las miles de quiebras bancarias producidas en Estados Unidos en los años treinta, habló de etapas sucesivas de concesión de crédito en condiciones cada vez más laxas, que en su tramo final fomentaban lisa y llanamente la especulación y el fraude. En última instancia, esta falta de rigor ponía en peligro a los propios bancos.

También Hyman Minsky (1982) se refirió a etapas de crecimiento del crédito, en las que el horizonte crediticio se hacía cada vez más corto hasta culminar en lo que en esencia era un financiamiento Ponzi. En la última etapa del auge, los préstamos se concederían para pagar los intereses de préstamos anteriores. En un momento imposible de predecir, los acreedores repentinamente reconocerían su insensatez, concentrándose primero en su propia exposición al riesgo, pero luego casi instantáneamente en lo que verían como una imprudencia aún mayor de otros agentes. En ese “momento Minsky” comenzaría la caída, con importantes repercusiones para la economía real. Aunque el agotamiento del crédito disponible aparecía como una crisis de liquidez, su causa subyacente era, en opinión de Minsky, un profundo temor acerca de la insolvencia de las contrapartes, incluidos los demás bancos. En vista de la decisión adoptada por BNP Paribas en agosto de 2007 de congelar los retiros de tres de sus fondos mutuos, y la posterior quiebra de Lehman Brothers en 2008, gran parte del trabajo de Minsky es aplicable al análisis de los problemas actuales.

El futuro de la macroeconomía

Debido a que partes de supuestos simplificadores, los modelos neoclásicos y nekeynesianos no pueden aportar ninguna orientación a corto plazo sobre la mejor manera de aplicar las políticas macroeconómicas.

Queda entonces el marco keynesiano, con toda la confusión e incertidumbre implícitas en las principales formas funcionales sujetas al influjo de los “*espíritus animales*”. Como mínimo, eso suscita escepticismo respecto de los pronósticos generados por los modelos empíricos disponibles. Los importantes errores de pronóstico cometidos recientemente —entre otros por el FMI, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y otros organismos oficiales— solo acentúan una tendencia en curso desde hace muchos años. Para evitarlos, muchas instituciones han comenzado a utilizar una diversidad de modelos en lugar de uno solo, y para definir lo que se requiere en materia de política económica se basan en un panorama general de todos ellos, además del elemento de intuición que suelen agregar los funcionarios experimentados. Esta mezcla de arte y ciencia es quizá la mejor alternativa a la que se puede aspirar.

Pero los enfoques convencionales también enfrentan otros retos. ¿Cómo pueden incorporarse al marco keynesiano algunas de las ideas de la teoría austríaca? En circunstancias normales, usar ese marco para proyectar brechas del producto y tendencias inflacionarias podría parecer una opción satisfactoria. En momentos anteriores de esta década, el modelo parecía brindar una explicación adecuada de la observación simultánea de rápido crecimiento, caída de la inflación y tasas reales de interés muy bajas en la economía mundial (White, 2008). Sin embargo, debajo de esa calma superficial se acumulaban “desequilibrios” como los previstos por la corriente austríaca, que desembocaron en la crisis actual. En el futuro, la investigación macroeconómica debe encontrar la forma de identificar esas presiones y de reaccionar ante ellas. Afortunadamente, buena parte de la primera tarea ya se ha cumplido y se han propuesto algunos ámbitos prometedores para seguir avanzando en ese cometido (véase Borio y Drehmann, 2009).

Cabe subrayar que el estudio de esos desequilibrios no se refiere únicamente a la “estabilidad financiera”, como podría pensarse a partir de la concepción errónea de que los problemas actuales se limitan a una crisis de ese sector. Es importante considerar cómo la creación excesiva de crédito y de dinero puede generar desequilibrios fuera del sistema financiero, con significativas consecuencias macroeconómicas. Hoy, por ejemplo, los hogares de Estados Unidos y varios otros países parecen inclinados a gastar menos, ahorrar más y tratar de cancelar su deuda, lo que probablemente sucederá independientemente de que el sistema financiero tenga o no capacidad de dar más crédito a los prestatarios anteriores. De qué forma el estado de los balances de los hogares y las empresas afecta el deseo de gastar (más allá de la capacidad de hacerlo) constituye un tema crucial de investigación futura.

Ver el problema como un tema macroeconómico más amplio, no limitado a la estabilidad financiera, también tiene importantes consecuencias institucionales. La responsabilidad final de observar la acumulación de los desequilibrios señalados por la escuela austríaca y de dirigir la respuesta de política económica recae entonces más naturalmente dentro de la órbita de los bancos centrales que de los supervisores financieros. Esto plantea cierto problema político, porque los instrumentos regulatorios —especialmente los que se basan en reglas

en lugar de la discrecionalidad (White, 2009)— parecen ser la respuesta preferida a ese tipo de situaciones. Todos estos aspectos exigen un estudio más profundo, especialmente del margen existente para aplicar una política monetaria que contrarreste el rápido crecimiento del crédito (lo que en los estudios económicos se suele denominar *leaning against the wind*).

De qué forma el estado de los balances de los hogares y las empresas afecta el deseo de gastar (más allá de la capacidad de hacerlo) constituye un tema crucial de investigación futura.

Afirmar que el problema es de orden macroeconómico general no significa negar su componente financiero fundamental. Los desequilibrios y el excesivo apalancamiento de los balances de los hogares y las empresas generalmente tendrán como contrapartida un exceso de apalancamiento de las entidades financieras. De hecho, la necesidad de corregir simultáneamente ambos tipos de apalancamiento es lo que tiende a agravar tanto la consiguiente retracción económica, razón por la cual estudiar el funcionamiento del sistema financiero sigue siendo una tarea prioritaria.

La crisis actual ha inducido a muchos a renegar de la mayoría de las versiones de la teoría de la eficacia de los mercados, pero ¿qué puede reemplazarlas? Afortunadamente, ya existe un corpus de bibliografía financiera sobre las deficiencias de información, los problemas de interrelación, los incentivos imperfectos

y otros temas afines. Los postulados de las finanzas conductuales también son hoy objeto de un tratamiento más serio (por ejemplo, Akerlof y Shiller, 2009), al igual que la visión de los operadores del mercado acerca de aquellas interacciones entre los agentes que pueden generar resultados injustificados (por ejemplo, Soros, 2009).

También las nuevas formas de pensar sobre los problemas financieros pueden tener importantes repercusiones institucionales. No existe actualmente cuestión más relevante que el papel de las redes estatales de protección. Estos mecanismos se han estado expandiendo de diversas maneras durante décadas, y acaba de darse otro enorme paso en esa dirección. Determinar si el creciente riesgo moral (incentivos imperfectos) que conlleva la expansión de esas redes de protección ha potenciado la gravedad de los ciclos financieros es algo que reclama la urgente atención de los investigadores. La posibilidad de que los bancos sean ahora demasiado grandes, complejos, interrelacionados y globalizados como para dejarlos caer o para rescatarlos es solo un aspecto de este tema de mucho mayor envergadura.

Con respecto a la investigación macroeconómica futura, la crisis actual ha puesto de manifiesto algunos callejones sin salida y también muchos interrogantes de gran significación práctica en cuanto a cómo deben manejarse las crisis y cómo se las podría prevenir. Queda por ver si estas consideraciones analíticas representarán un cambio de paradigma en la forma de pensar sobre los temas tratados. Independientemente de cómo se lo rote, un cambio en tal sentido es sumamente deseable. ■

William White fue Asesor Económico y Jefe del Departamento Monetario y Económico del Banco de Pagos Internacionales entre 1995 y 2008. Actualmente es Presidente del Comité de Análisis de la Economía y del Desarrollo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Referencias:

Akerlof, George A., y Robert J. Shiller, 2009, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).

Bean, Charles, 2009, "The Great Moderation, the Great Panic, and the Great Contraction", *Schumpeter Lecture, pronunciada en el Congreso Anual de la Asociación Económica Europea, Barcelona, 25 de agosto*.

Blinder, Alan, 1988, "The Fall and Rise of Keynesian Economics", *The Economic Record*, vol. 64, No. 4, págs. 278–94.

———, 1997, "What Central Bankers Could Learn from Academics—and Vice Versa", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, No. 2, págs. 3–19.

Borio, Claudio, y Mathias Drehmann, 2009, "Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'Fuzzy' Measurement and Its Consequences", *BIS Working Paper No. 284* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

Cerra, Valerie, y Sweta Saxena, 2008, "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery", *American Economic Review*, vol. 98, No. 1, págs. 439–57.

Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, No. 4, págs. 337–57.

Foley, Duncan, 2004, "Rationality and Ideology in Economics", *Social Research*, vol. 71, No. 2, págs. 329–39.

Leijonhufvud, Axel, 1968, *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes* (Nueva York: Oxford University Press).

Mankiw, N. Gregory, 2006, "The Macroeconomist as Scientist and Engineer", *NBER Working Paper 12349* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Minsky, Hyman P., 1982, "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy", en *Financial Crises*, Charles P. Kindleberger y Jean-Pierre Laffargue, compiladores (Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press).

Soros, George, 2009, *Central European University Lecture Series*, Budapest, 26–30 de octubre.

White, William R., 2008, "Globalisation and the Determinants of Domestic Inflation", *BIS Working Paper 250* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

———, 2009, "Should Monetary Policy 'Lean or Clean'?", *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper 34* (Dallas, Texas: Banco de la Reserva Federal de Dallas).