

# LOS RETOS DE la crisis financiera a la TEORÍA macroeconómica

CARLOS MONTORO\*

Ante la crisis financiera internacional se han planteado fuertes cuestionamientos a la teoría macroeconómica que son necesarios aclarar.

\* Jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP

En el último año se han publicado muchas críticas a los economistas y a la ciencia económica en general, haciéndoles cargar parte de la culpa por la crisis financiera global. Por ejemplo, la reina Isabel II de Inglaterra durante una visita a la London School of Economics en noviembre de 2008, aprovechó la oportunidad para realizar la siguiente pregunta a los académicos: ¿Por qué nadie se dio cuenta de que se venía un *credit crunch*? Por su parte, la prestigiosa revista *The Economist* publicó en julio de 2009 tres amplios artículos sobre ¿Qué estuvo mal con la economía?, en referencia a la ciencia económica y la crisis global. Asimismo, muchos economistas internacionalmente respetados han expresado sus opiniones mediante medios virtuales o revistas, sobre qué estuvo mal respecto a la teoría económica y cómo se debería mejorar<sup>1</sup>.

La mayoría de estas críticas están relacionadas al estado actual de los modelos macroeconómicos que se han desarrollado en el mundo académico y que están siendo utilizados a su vez para hacer análisis de política económica. En particular, estas críticas están relacionadas al estado actual de los modelos Neo-Keynesianos, los cuales, a su vez, han sido altamente influyentes como marco de análisis para regímenes monetarios con metas explícitas de inflación en los últimos años.

Los modelos Neo-Keynesianos son una síntesis de la discusión de muchos años entre dos escuelas de pensamiento económico. Por un lado, incluyen los conceptos de equilibrio de mercado de los economistas Clásicos y, por otro, la noción de que los precios y salarios no

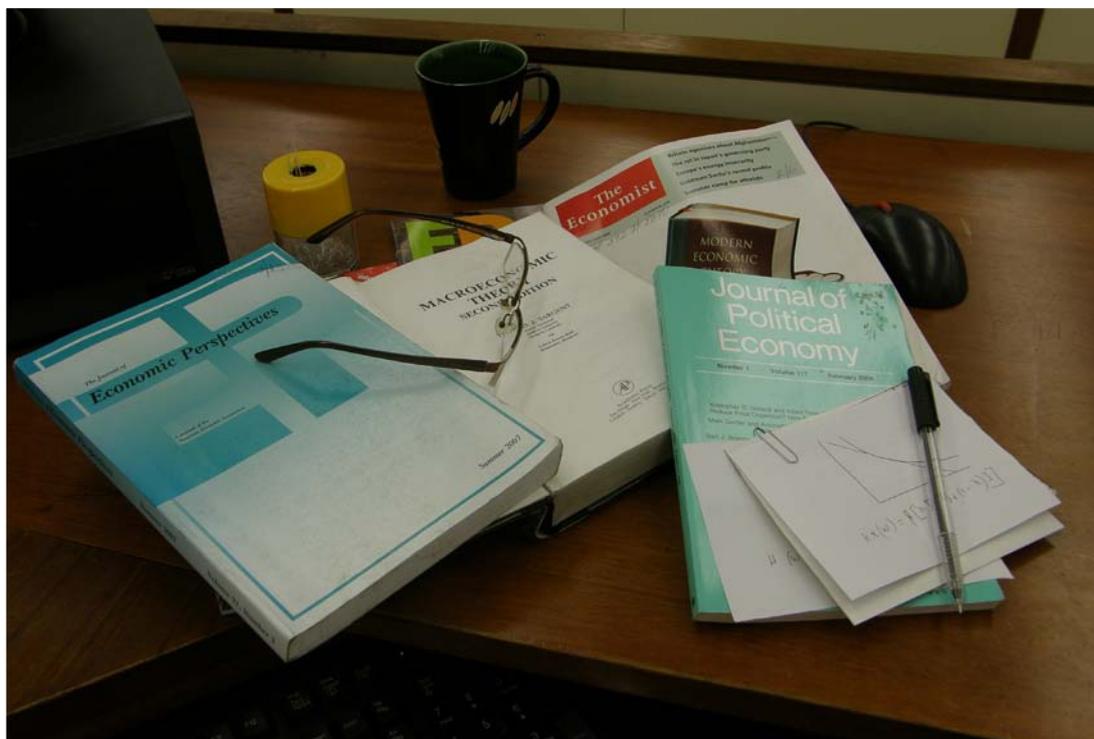
se ajustan inmediatamente (rigideces nominales) de los economistas Keynesianos. En estos modelos se hace explícito la importancia de la credibilidad y compromiso de la política monetaria en la estabilidad de precios, lo cual influye en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En periodos normales, entendidos como aquellos en los que no ha habido turbulencia financiera, los modelos Neo-Keynesianos han sido bastante útiles para organizar la discusión y el análisis en bancos centrales<sup>2</sup>. Sin embargo, al menos en sus versiones estándares, estos modelos consideran algunos supuestos cuya validez es discutible en periodos de inestabilidad financiera.

Por ejemplo, en la versión estándar del modelo Neo-Keynesiano no existe el concepto de liquidez. En este modelo todos los activos tienen la misma capacidad de ser vendidos fácilmente y ofrecen el mismo rendimiento, cuando en el mundo real algunos activos son menos transables que otros y, por esta razón, tienen que ofrecer un retorno mayor que los activos más líquidos. Por ejemplo, las acciones y los bonos emitidos por las empresas son menos transables (y líquidas) que el dinero en efectivo y tienen un rendimiento mayor. Las primas por riesgo de liquidez tienden a ser constantes en periodos normales, pero en episodios de turbulencia financiera son altamente volátiles y su comportamiento afecta la transmisión de la política monetaria.

Asimismo, los modelos desarrollados en la teoría macroeconómica reciente no consideran la posibili-

**CRISIS.** Necesidad de replantear la teoría macroeconómica.



<sup>1</sup> Para un recuento de los comentarios de Daron Acemoglu, Willem Buiter, Paul de Grauwe, Barry Eichengreen, Simon Johnson, Paul Krugman, Roberto Perotti, Pietro Reichlin, Ignazio Visco y Charles Wyplosz, ver Frankel (2009).

<sup>2</sup> Ver, por ejemplo, Galí y Gertler (2007) y Tovar (2009) para detalles sobre el uso de modelos de equilibrio general con elementos Neo-Keynesianos en bancos centrales.

dad de que los precios de los activos, tanto reales como financieros, se alejen de su valor fundamental. Es decir, no se estaría permitiendo la existencia de burbujas en el precio de los activos. Sin embargo, la evidencia reciente nos muestra que las burbujas sí existen y que es importante entender las fuerzas que están detrás de ellas. Modelando de forma endógena la generación de burbujas, se tendrán herramientas para identificarlas y reaccionar preventivamente. La crisis financiera global ha demostrado que el costo de no reaccionar a ellas puede ser muy grande.

Por otro lado, un factor importante es la falta de interrelación entre el equilibrio real y el equilibrio financiero de la economía. Ante esta falta de conexión, en los modelos actuales la inestabilidad financiera no tiene efectos sobre la actividad económica, cuando en realidad puede tener efectos muy importantes tanto en la estabilidad económica, cuanto en el crecimiento de largo plazo. Asimismo, las políticas económicas que buscan la estabilidad macroeconómica deberían prestar especial atención a la estabilidad financiera, y el marco para analizar estas políticas debería tener explícito este vínculo.

Por su parte, Cecchetti y otros (2009) hacen un recuento de los ingredientes que son necesarios introducir en los modelos macroeconómicos actuales para que sigan siendo válidos en el contexto de turbulencia financiera. La agenda que proponen estos autores está dirigida a construir modelos macroeconómicos que creen, de manera endógena, condiciones financieras de estrés, en los que se pueda analizar los vínculos entre el sistema financiero, la economía real, las acciones de las autoridades económicas y la regulación macroprudencial.

Cecchetti y otros (2009) recomiendan enfocarse en el rol de las imperfecciones en los mercados financieros (fricciones financieras) y su relación con los intermediarios financieros, para modelar correctamente el vínculo entre el sector financiero y la economía real. Las fricciones financieras incorporan mecanismos en los cuales variables como “profundidad financiera” y “actitudes hacia el riesgo” afectan la actividad económica. Asimismo, las interrelaciones entre los intermediarios financieros permiten modelar el riesgo sistémico.

Por otro lado, para generar mecanismos realistas de propagación y amplificación, estos autores proponen que la agenda de investigación deba incluir también asimetrías de información y agentes económicos que no sean completamente racionales ni iguales entre sí (agentes heterogéneos). Mediante asimetrías de información se puede capturar fallas de coordinación y comportamientos de manada que pueden generar que los precios de los activos se alejen de forma persistente de sus valores fundamentales. Por su parte, la inclusión de agentes que no son completamente racionales, que aprenden y que procesan información con ruido, ayuda

a entender mejor la valoración del riesgo de los agentes económicos. Asimismo, el supuesto de agentes heterogéneos permite introducir problemas de coordinación y diferencias importantes entre el comportamiento agregado e individual de los agentes económicos.

Es importante mencionar que estas limitaciones de los modelos macroeconómicos eran conocidas previamente a la crisis y que también han habido varias contribuciones en estas líneas de investigación<sup>3</sup>. Sin embargo, la inclusión de estas características en los modelos macroeconómicos para hacerlos útiles para el análisis de política no es una tarea fácil. Así, la complejidad analítica y computacional crece exponencialmente cuando se incluyen supuestos como fricciones financieras, con agentes heterogéneos no-racionales y asimetrías de información, etc. De todas maneras, esta agenda de investigación está en marcha y se espera que en el futuro próximo se tengan herramientas de análisis que integren la interacción entre la economía real y financiera.

En los años 1970s, la crítica de Lucas puso en jaque a los modelos macroeconómicos utilizados en ese momento por estar basados en formas reducidas que no capturaban los efectos de cambios de política económica. Esto fomentó el desarrollo de los modelos dinámicos de equilibrio general, los cuales al incorporar fundamentos microeconómicos podían considerar los efectos de cambios de política en el análisis. De la misma manera, la crisis financiera global está sirviendo de inspiración, tanto de académicos como de técnicos dedicados al análisis de política económica, para incluir fundamentos financieros en los modelos macroeconómicos actuales. ■

#### REFERENCIAS

- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999), “The financial accelerator in a quantitative business cycle framework”, en J.B. Taylor y M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C, Amsterdam, Elsevier North-Holland, pp. 1341-93.
- Cecchetti, S., P. Disyatat y M. Kohler (2009), “Integrating financial stability: new models for a new challenge”, ensayo preparado para la conferencia conjunta BIS-ECB: “Monetary policy and financial stability”, 10-11 de septiembre 2009, Basilea - Suiza.
- Cúrdia, V. y M. Woodford (2009), “Credit frictions and optimal monetary policy”.
- De Fiore, F. y O. Tristani (2009), “Optimal monetary policy in a model of the credit channel”, *European Central Bank Working Paper Series*, n° 1043.
- Frankel, J. (2009), “What’s In and Out in Global Money”, *Finance & Development*, Septiembre 2009, pp. 13-17.
- Galí, J. y M. Gertler (2007), “Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation”, *Journal of Economic Perspectives* - V 21(4), pp 25-45.
- Kiyotaki, N. y J. Moore (1997), “Credit cycles”, *Journal of Political Economy*, vol 105, pp. 211-48.
- *The Economist* (2009), “What went wrong with economics”, edición impresa del 16 de Julio de 2009.
- Tovar, C. (2009), “DSGE models and central banks”, *Economics E-Journal*, Vol. 3.

<sup>3</sup> Entre las contribuciones más importantes tenemos a Kiyotaki y Moore (1997), Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999), que analizan el rol de las fricciones financieras en la amplificación de los ciclos económicos. Contribuciones más recientes de Cúrdia y Woodford (2009) y De Fiore y Tristani (2009) analizan el rol de los intermediarios financieros.