

# Tan lejos de Ricardo, Tan cerca de Wicksell\*<sup>•</sup>

*Axel Leijonhufvud*

*Universidad de Trento y UCLA*

## Reseña Editorial

Los objetivos de estabilidad financiera y estabilidad monetaria no están generalmente en conflicto. Normalmente, ambos van unidos. Es cierto, sin embargo, que estabilizar el índice de precios al consumidor (o su tasa de crecimiento) no garantiza la estabilidad del sistema financiero. Bajo ciertas condiciones, incluso, concentrarse en la estabilidad monetaria año tras año puede llevar a seguir políticas que son desfavorables para la estabilidad financiera en el largo plazo. El sistema financiero ha evolucionado muy rápidamente en los últimos veinte años. Cabe preguntarse, entonces, si este desarrollo ha “hecho al mundo (financiero) un lugar más seguro” o, si esto no se ha logrado, los bancos centrales tienen los poderes adecuados para lidiar con las consecuencias. En este contexto, los esquemas actuales de metas de inflación presentan el problema de que una tasa constante de inflación no provee absolutamente ninguna información acerca de si la política monetaria es la correcta. A la luz de los desbalances financieros corrientes y sus consecuencias macroeconómicas, tal vez la conclusión más apropiada sea que es más probable que los desarrollos macroeconómicos disparen un problema en los mercados financieros que viceversa.

## Editorial Review

The two objectives of monetary and financial stability are not generally in conflict. Normally, the two go together. It is true, however, that stabilizing the consumer price index (or its rate of growth) does not guarantee stability of the financial system. In fact, under certain conditions, concentrating on year-to-year monetary stability can lead you to follow policies that are inimical to financial stability over the longer run. The financial system has evolved very rapidly in the last twenty years. It remains to be asked, therefore, if this development has “made the (financial) world a safer place”, or, if it has not, if the central banks have the adequate powers to cope with the consequences. In this context, the trouble with inflation targeting in present circumstances is that a constant inflation rate gives you absolutely no information about whether your monetary policy is right. In light of the current financial imbalances and their macroeconomics consequences, it may be that the more appropriate conclusion to draw is that macroeconomic developments are more likely to trigger trouble in the financial markets than vice versa.

\* Trabajo presentado en las Jornadas Monetarias y Bancarias 2007 del Banco Central de la República Argentina, 4 y 5 de junio de 2007, sesión sobre “Tradeoffs entre Estabilidad Monetaria y Estabilidad Financiera”.

• Traducción: Bernardo Díaz de Astarloa.

## Introducción

Los dos objetivos de la estabilidad monetaria y financiera no están generalmente en conflicto. No es un tema de más de uno, menos del otro. De modo que no enfrentamos un *trade-off* en el sentido usual. Normalmente, los dos van juntos. Esto es más obvio en los extremos. Si pierdes control del nivel de precios, como en alta inflación, el sistema financiero se atrofiará. Si el sistema financiero colapsa, como en la deflación de deuda, estabilizar el nivel de precios se vuelve extremadamente difícil.

Es cierto, sin embargo, que estabilizar el índice de precios al consumidor (o su tasa de crecimiento) no garantiza la estabilidad del sistema financiero. Además, bajo ciertas condiciones, concentrarse en la estabilidad monetaria año a año, en el sentido de atenerse a una meta de inflación del IPC, puede llevarte a seguir políticas que son desfavorables para la estabilidad financiera en el largo plazo.

## Japón

Un ejemplo de la proposición de que la estabilidad monetaria no garantiza la estabilidad financiera es Japón hasta los finales de los 1980s. Esto fue antes de los días en que el esquema de metas de inflación se volviera una doctrina generalmente adoptada por el Banco Central de Japón. El punto, sin embargo, es que si hubiese operado con una meta explícita de inflación en esa década, presumiblemente no habría llevado a comportarse de manera diferente de la que efectivamente se comportó. (Ni habrían hecho la diferencia garantías constitucionales más explícitas de “independencia del banco central”).

No obstante, dos enormes burbujas de precios de activos se estaban inflando durante esa década. Una vez que estallaron, el Banco de Japón ha luchado poderosamente por una década y media para reparar el daño financiero.

La lección para aprender de este episodio es sim-

plemente que *las metas de inflación no pueden ser el fin último de la política monetaria.*

Otro aspecto de la historia no tiene una moraleja tan obvia. En el momento del crash japonés, según recuerdo, comentaristas en Estados Unidos señalaban que su severidad se debía en gran medida al hecho de que los bancos japoneses habían prestado mucho contra garantías en bienes raíces y, además, habían mantenido intereses de deuda del sector manufacturero, actividades que en aquel momento estaban prohibidas a los bancos americanos por la ley Glass-Steagal. Esa legislación estaba basada en una interpretación de la década antecedente a la Gran Depresión análoga a cómo hoy vemos los ochentas japoneses<sup>1</sup>. Glass-Steagal buscaba convertir al sistema financiero en una nave incapaz de ser hundida segmentándola en compartimientos herméticos de manera de evitar lo que de hecho ocurrió en Japón 60 años más tarde<sup>2</sup>.

Poco después, sin embargo, los Estados Unidos desmantelaron estas particulares estructuras regulatorias. El lobby hecho por la industria financiera fue por supuesto instrumental en el proceso. Pero también ocurrió que los economistas habían aprendido la teoría de portafolios Tobin-Markowitz desde los 30s y fueron persuadidos de que Glass-Steagal no permitía a los bancos diversificar riesgo. El modelo de compartimientos herméticos para asegurarse contra una crisis fue visto como mal encaminado. De modo que la desregulación enfrentó poca oposición.

## Evolución Financiera

En la ola de desregulación, el sistema financiero ha evolucionado tan rápidamente en los últimos veinte años que 1990 parece ahora *mucho tiempo atrás* –incluso aunque las consecuencias para Japón todavía están dando vueltas. Los economistas monetarios recordarán, por ejemplo, que 20 años atrás teníamos mucho debate sobre cuál era la medida más apropiada del “stock de dinero”. Pero debajo de esos desacuerdos se

---

1. Vale la pena notar que esta ha permanecido la interpretación de la escuela austriaca.

2. Bajo Glass-Steagal, los bancos comerciales no debían invertir en hipotecas de deuda privada y también tenían prohibida la actividad bancaria interestatal. Las hipotecas de viviendas, por ejemplo, se volvieron la provincia de las Asociaciones de Ahorros y Préstamos, una industria que funcionó perfectamente bien hasta que las políticas macroeconómicas inflacionarias en los 70s hicieron fatal al extremo el descalce de vencimientos entre ambos lados de su hoja de balance.

---

acordaba que medir “M” era una cosa útil de hacer. Hoy, en contraste, hay mucha más incertidumbre acerca de qué significa “dinero”.

Los cambios han sido lo suficientemente dramáticos que no es obvio qué lecciones de la experiencia pasada todavía son válidas. Una lista corta incluiría:

- los cambios en las prácticas de pagos y en el monitoreo del crédito,
- la desregulación bancaria y el crecimiento de los conglomerados financieros,
- la securitización de los préstamos,
- el crecimiento de mercados de derivados variados.

Históricamente, las etapas más importantes en el desarrollo de mercados financieros e instituciones han creado fuentes novedosas de inestabilidad y han dado paso a períodos prolongados de aprendizaje sobre cómo regular y estabilizar el sistema. Nos tomó un largo tiempo, por ejemplo, aprender cómo vivir (relativamente) seguros con bancos emisores de billetes con reservas fraccionarias. Algunos de los errores en estos procesos de aprendizaje de prueba y error fueron enormes en sus consecuencias sobre el bienestar. ¿Será esta etapa en la evolución financiera diferente a las anteriores? Para los mercados emergentes involucrados en las crisis del este asiático, y para Brasil y Argentina, ya tenemos una repuesta. Para las economías que han emergido hace ya tiempo, dos preguntas permanecen abiertas:

1) ¿Han hecho los desarrollos mencionados más arriba “al mundo (financiero) un lugar más seguro” – de manera que no tenemos que preocuparnos?

2) Si algo de todas maneras saliera mal, ¿son los poderes de los bancos centrales adecuados para lidiar con las consecuencias?

## El espectro de Wicksell

El reciente libro de Michael Woodford, *Interest and Prices*, es ávidamente estudiado en los bancos centrales en todos lados. Toma prestado su título del

famoso trabajo de 1898 por Knut Wicksell, *Geldzins und Güterpreise*. El trabajo de Woodford es Wicksell “a la Taylor”<sup>3</sup> para los gustos contemporáneos. El trabajo más viejo sin embargo servirá a mis propósitos bastante adecuadamente. La evolución financiera de los años recientes lo ha envuelto en una renovada relevancia.

El libro de Wicksell contenía dos modelos, ocupando dos extremos de un espectro evolutivo de alternativas institucionales. Uno era un modelo pasado de moda de la Teoría Cuantitativa ricardiana al cual nadie le prestó atención. La oferta monetaria consistía de monedas y billetes convertibles en oro que eran emitidos por bancos del sector privado. Denotando la propensión del público a mantener oro en perfecto estado por  $g$  y el ratio de reservas de los bancos por  $r$ , el multiplicador de la base monetaria nos daría una oferta de dinero,

$$M = [(1 - g)/(g + r)]G.$$

El nivel de precios es luego determinado por la ecuación cuantitativa y Wicksell estaba satisfecho con que la velocidad tenía una cota superior. Estaba dada por “cuán rápido un mensajero puede correr”.

Pero con el curso del siglo XIX, los bancos habían aprendido a economizar más y más en el mantenimiento de reservas de oro y la demanda de oro en perfecto estado por el público no bancario se había vuelto prácticamente cero. Entonces Wicksell proveyó un segundo modelo –el famoso de una “economía de puro crédito” en el cual tanto  $r$  como  $g$  se iban a cero en el límite.

En este segundo modelo de Wicksell,  $M$  está determinada por la demanda y el nivel de precios está por ende indeterminado. No todo está perdido, sin embargo, porque el Banco Central puede controlar la dirección del cambio del nivel de precios mediante el uso de su tasa de descuento y podría ser capaz de mantenerlo constante si y sólo si logra dar con la tasa “natural” correcta.

Wicksell no pensaba que cualquiera de sus modelos se ajustara al sistema monetario de su tiempo

3. N. del T.: “Taylor’ed” en el original.

exactamente. El punto era que el siglo XIX había comenzado cerca del modelo ricardiano pero que la evolución financiera lo había llevado muy cerca del modelo de dinero interno puro. Todavía había *alguna* demanda de dinero externo en el sistema pero era pequeña y volviéndose más pequeña aún.

Patinkin en un trabajo que es casi la mitad de viejo que el libro de Wicksell (Patinkin 1961) demostró que para que el nivel de precios tuviese un equilibrio determinado bajo el control de un Banco Central, era suficiente que el Banco Central pudiese controlar (a) una tasa de interés, y (b) el volumen de un activo nominal *para el cual el sector privado no pudiese producir un sustituto perfecto*.

El teorema de Patinkin es una proposición acerca de equilibrios estáticos. En principio, el teorema no depende del tamaño del volumen de ese activo nominal relativo al tamaño de la economía cuyo nivel de precios se quiere controlar. Entonces la pregunta surge naturalmente: ¿será suficiente controlar, digamos, la acuñación de monedas de cobre (mientras que al sector privado no le esté permitido producir un sustituto perfecto)?

Al menos sabemos la respuesta para esa pregunta: no puedes deflactar una economía reduciendo la oferta de monedas, solamente produce escasez de monedas. Para el control cuantitativo, necesitas más apalancamiento que eso. Necesitas el control de un stock de dinero para el cual haya una función de demanda razonablemente estable de parte del sector privado (incluyendo los bancos). Agregados monetarios más grandes, sin embargo, son plausibles de estar sujetos a la Ley de Goodhart. No sólo es probable que la relación entre el stock y la demanda del agregado nominal sea bastante “elástica”, dependiendo de las tasas de retorno sobre activos no monetarios, pero también podrá variar a la vez que el sector privado encuentre nuevas formas de sustituir el agregado controlado. Todavía, mientras haya alguna tendencia del nivel de precios a gravitar hacia un equilibrio, expectativas con reversión

a la media de parte del público serán un alivio para la política monetaria, incluso cuando el stock de dinero externo que controla directamente se achica en relación al tamaño total del sistema financiero. Incluso así, obviamente, la “credibilidad” se vuelve sostenidamente más importante a medida que el “ancla” monetaria pierde peso y el cable del ancla se vuelve más elástico.

## Teoría Monetaria y Cambio Institucional

El famoso modelo de Wicksell no tuvo mucha influencia en la práctica de los Bancos Centrales en su tiempo. Perdió relevancia debido a los cambios regulatorios que de hecho llevaron a los sistemas monetarios nacionales de vuelta hacia el lado Ricardiano del espectro de Wicksell. Las emisiones privadas de billetes se prohibieron y la emisión de billetes se volvió un monopolio del gobierno. En algunos países, los requerimientos de reservas se impusieron también a los bancos<sup>4</sup>. Mientras que una buena medida de control de la base pudiese ser asumido, el stock de dinero estaría entonces determinado por la oferta. Esto hizo al sistema de los EE.UU. suficientemente ricardiano como para que el monetarismo pudiera dominar el pensamiento en materias monetarias hasta los 70s y bien entrados los 80s.

Hoy en día, los requerimientos de reservas pueden ser sorteados allí donde no han sido abolidos y el sector privado está produciendo enérgicamente sustitutos más convenientes para el papel moneda. Entonces, *100 años más tarde, nos encontramos muy cerca del mundo de Wicksell y muy lejos del de Ricardo*, lo que quiere decir, enfrentados a la tarea de controlar la *tasa de cambio* de los precios en un sistema donde el nivel de precios no tiene un equilibrio determinado. Esto es lo que se supone que las *metas de inflación* hagan por nosotros.

Es interesante reflejar que esto es una tarea que parece por lejos más difícil en teoría que lo que parece haber sido en la práctica. Hasta ahora.

---

4. Con los requerimientos de reservas impuestos y una propensión estable a mantener moneda, la oferta monetaria estaría determinada a la manera hecha familiar por décadas por los textos de Dinero y Bancos:  $M[(1+c)/(c+r)]$ .

---

## Poderes de los Bancos Centrales

Abundantes cumplidos y felicitaciones se han intercambiado entre economistas académicos y banqueros centrales sobre los aparentes éxitos de las metas de inflación en años recientes. ¿Son bien merecidos? ¿O nos hemos beneficiado de lo que puede llegar a ser una coyuntura histórica única?

En los Estados Unidos, hemos tenido el culto a Alan Greenspan. Ha tenido adherentes también en el extranjero. Una portada de una revista lo ponía como “el hombre más poderoso del mundo”. (No está mal para un economista!)<sup>5</sup>. El problema con esta apelación, como yo lo veo, es este: si aumentas la tasa de interés bancaria 13 o 14 veces –perdí la cuenta– y el mercado no le presta ni la menor atención sino que deja la tasa igual de largo plazo, ¿cuán poderoso eres realmente? ¿Y mereces llevarte el crédito por un desempeño soberbio en el juego wickselliano de dar consistentemente con la baja meta de inflación mediante un hábil ajuste de la tasa de mercado con la tasa natural?<sup>6</sup>

El otro ejemplo de los poderes limitados de los bancos centrales es, por supuesto, el Banco de Japón que ha estado tratando de re-inflar la economía por todos estos años pero que se ha mostrado impotente para hacerlo. Hay condiciones tales que *alcanzar* tu propia meta de inflación es nada más que imposible!

## Dinero Fácil y Sin Inflación

El siguiente problema es este: el mundo está inundado en liquidez, la mayoría denominada en dólares. Sin embargo, no hemos tenido inflación de dólar. ¿Cómo lo entendemos?

La respuesta popular es: importaciones chinas baratas. Es razonable que cuando cientos de millones de personas son empujadas a la división del trabajo global los precios *reales* y algunos salarios *reales* se restrinjan. Pero, como Milton Friedman ha mantenido firmemente, “la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario”. En el presente contexto, podríamos añadir como un lema al teorema de Friedman

que la *ausencia de inflación* es también un fenómeno monetario.

Es mayormente la voluntad de un número de Bancos Centrales de acumular reservas en dólares lo que explica la ausencia de inflación. Los motivos varían. China recibe dólares como un tónico para las exportaciones, Rusia como medicina para la enfermedad holandesa, mientras que algunos otros hacen lo mismo bajo el principio de que “algunos millones al día, mantienen a los doctores (del FMI) lejos!”. Estas políticas cambiarias mantienen bajos los precios de las importaciones norteamericanas y la competencia de las importaciones mantiene los precios al consumidor norteamericanos en regla.

Pero puede que esta no sea toda la explicación. También está el hecho de que la Reserva Federal, como el Banco de Japón, enfrentaba una *deflación* amenazante luego del colapso de la burbuja de IT. La Reserva Federal de Greenspan tuvo éxito en evitar esa amenaza y merece mucho del elogio que ha recibido. Pero 13 o 14 aumentos de la tasa muestran que fue demasiado lejos –lo suficientemente lejos como para perder todo contacto con los mercados.

La siguiente pregunta entonces es: supongamos que conduces una política monetaria muy expansiva y por una razón o por otra no experimentas inflación. ¿Entonces qué obtienes? La respuesta es, por un lado, *inflación de precios de activos*, y por otro, un *deterioro general de los estándar de crédito*.

## El Problema con Inflation Targeting

En la teoría moderna, se supone que el Banco Central resuelva un complejo problema de equilibrio general dinámico estocástico para encontrar el sendero intertemporal correcto para la tasa de interés. Pero en la práctica el ajuste a las metas de tasa de interés tiene que ser *adaptativo*, como en el viejo Wicksell<sup>7</sup>. El hacedor de política nunca sabe el valor de la tasa natural. Descubre si su tasa de mercado es demasiado baja o demasiado alta –si la política monetaria es demasiado

5. Una portada de la revista Times, sin embargo, lo tenía como no más que un miembro de una troika con Robert Rubin y Lawrence Summers denominada “El Comité para Salvar al Mundo”.

6. Hay un enigma subsidiario: ¿Por qué tanta especulación en el mercado, en la prensa, en la TV sobre lo que la Reserva Federal podría hacerle a la tasa de fondos federales en su próxima reunión?

7. “... una política basada en corregir errores de inflación de corto plazo es la clave para evitar periodos sostenidos de alta inflación.” (Woodford, [www.cepr.org/DP6211](http://www.cepr.org/DP6211)).

expansiva o demasiado restrictiva— a través de si el nivel de precios empieza a aumentar o a caer, y puede luego ajustar la tasa bancaria como corresponda. El problema es que este ciclo de *realimentación crucial* ha sufrido un cortocircuito a partir de las políticas cambiarias que permiten que los desbalances financieros globales crezcan sin límite.

Entonces el problema con las metas de inflación en las circunstancias actuales es que una tasa de inflación constante te da absolutamente ninguna información acerca de si tu política monetaria está bien. En la medida en que la Reserva Federal se concentraba en una meta de inflación, el comportamiento del nivel de precios no habría provisto ninguna pista en absoluto de que su política los colocaba más de una docena de aumentos de cuartos de punto por debajo del mercado.

Esta complicación para los regímenes de metas de inflación es, creo, bastante crítica. No se le habría ocurrido a Wicksell que vivió (en 1899) en un mundo de tipos de cambio fijos raramente desalineados seriamente por vastos flujos de capitales. De modo que, aunque pienso que nuestro sistema actual está “cerca de Wicksell” no está en el lado que mira hacia Ricardo.

## Estabilidad Financiera

Es una simple observación que la experiencia de Japón muestra que las metas de inflación no van por sí solas a protegerte de la inestabilidad financiera. La presente crítica va un paso más allá: las metas de inflación pueden engañarte persiguiendo una política que está activamente dañando la estabilidad financiera.

El legado de la política monetaria americana de los últimos años es algo de inflación de precios de los activos y un considerable deterioro de los estándares de crédito. ¿Cuán peligroso es este legado? Seguramente es más profundo y amplio que los mercados de viviendas y que el mercado de hipotecas que ha sido el foco de atención en los últimos meses. Pero más allá de eso, los juicios acerca de los riesgos varían y lo hacen porque no es posible una respuesta incondicional. Qué peligros efectivamente se materializarán depende de cómo se desenvuelvan los desbalances financieros actuales, de dónde saldrán primero a la superficie las presiones

inflacionarias, y de cómo los hacedores de política de los principales países reaccionarán a los eventos que se desenvuelvan. Algunos escenarios plausibles son más tranquilizadores que otros.

La visión optimista es que los contratos de securitización y transferencia de riesgo han hecho al mundo de las finanzas un lugar más seguro del que solía ser y que, además, la liquidez es amplia en todos lados. Pero no es probable que el mundo esté inundado de liquidez para siempre. En alguna etapa, los bancos centrales deberán escurrirla o ver a la inflación hacerlo por ellos. La securitización y los derivados de crédito ciertamente han dispersado el riesgo a través de la economía y fuera de los bancos donde solía estar concentrado. Pero por la misma moneda el sistema ha tomado más riesgo y sabemos menos de dónde puedan estar las concentraciones de riesgo. Los diferenciales de riesgo se han reducido, en parte permanentemente a causa de estas nuevas tecnologías de diversificación de riesgo, en parte transitoriamente debido al extraordinario nivel de liquidez. Los diferenciales reducidos, a su turno, han inducido a algunas instituciones a asumir un alto apalancamiento en la búsqueda de retorno.

Un número de quiebras muy grandes —LTCM, Enron, Amaranth entre ellas— han ocurrido con apenas un murmullo macroeconómico y esto es frecuentemente citado como prueba de la resistencia que las nuevas innovaciones financieras le han impartido al sistema. Puede ser, sin embargo, que la conclusión más apropiada sea que es más probable que los desarrollos macroeconómicos disparen un problema en los mercados financieros que viceversa.

## Referencias

- Leihonjuvfud, Axel (1997). “The Wicksellian Heritage”, *Economic Notes*, 26:1.
- Patinkin, Don (1961). “Financial Intermediaries and Monetary Theory”, *American Economic Review*, Marzo.
- Wicksell, Knut (1898). *Geldins und Güterpreise*. Jena: Fisher Verlag.
- Woodford, Michael (2004). *Interest and Prices*. Princeton: Princeton University Press.
-