



Economicwatch

29 de Diciembre de 2005

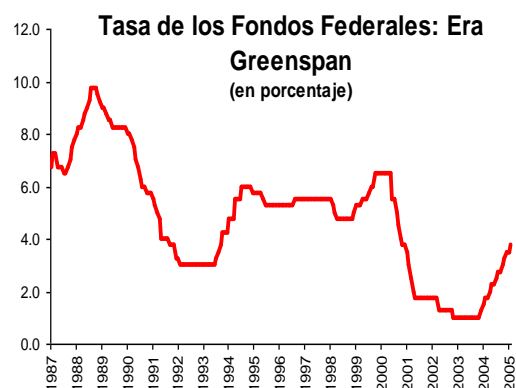
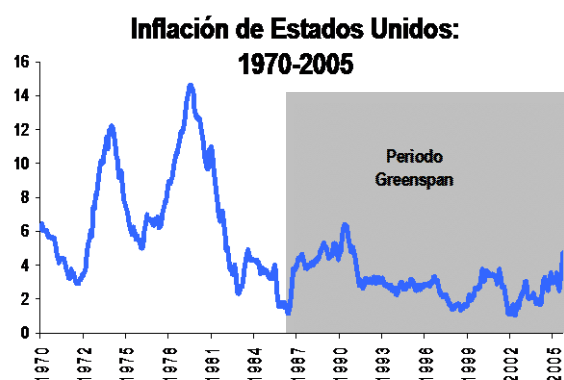
Greenspan y un nuevo paradigma para la política monetaria

- La gestión de Greenspan al frente de la Reserva Federal (Fed) ha coincidido con una evolución destacada de la economía de los Estados Unidos, que en parte se atribuye a un manejo monetario adecuado. Por ello, intentar sistematizar el estilo de conducción del Presidente saliente de la Fed es un ejercicio interesante.
- La alta flexibilidad y el escepticismo respecto de los modelos económicos y de las reglas monetarias convencionales que han caracterizado su administración, hacen que el intento por definir la forma en la que ha tomado decisiones no sea una tarea fácil. Sin embargo, Blinder y Reis (2005) sostienen que el “estilo de conducción” de Greenspan puede representarse bajo un enfoque de manejo de riesgos, similar al que emplean las entidades corporativas y financieras. Desde esta perspectiva, Greenspan habría planteado un paradigma alternativo al de optimización para la política monetaria.

A fines de enero de 2006, Alan Greenspan dejará el mando de la Reserva Federal (Fed), con un balance absolutamente satisfactorio. Su periodo al frente de la Fed ha coincidido con un notable desempeño de la economía norteamericana, en un contexto de baja inflación, éxito que, en parte, se atribuye a la destreza con la que ha conducido la política monetaria de los Estados Unidos en los últimos 18 años.

La forma en la que Greenspan ha liderado la Fed ha suscitado diversos comentarios. Así, por un lado es posible encontrar afirmaciones como las de Blinder y Reis (2005), quienes sostienen que el saliente Presidente de la Fed es el banquero central más exitoso que haya existido. De otro lado, Robert Barro (1995) ha afirmado que Greenspan sólo es un economista competente, que ha tenido la fortuna de estar al mando de la Fed en un momento de confluencia de diversos factores favorables, que facilitaron la tarea de alcanzar la estabilidad de precios. Más allá de opiniones a favor o en contra, los resultados que ha obtenido no pasarán desapercibidos y serán objeto de análisis y polémica en los siguientes años.

Hugo Perea Flores
hperea@continental.grupobbva.com



¿Partidario de las reglas?

Un concepto fundamental en economía es el de optimización. Su aplicación en política monetaria implica encontrar la trayectoria que debe seguir el instrumento de política para alcanzar los objetivos planteados, teniendo en cuenta la estructura de la economía en un entorno de incertidumbre. Esta es la forma en que tradicionalmente se representa el accionar del banco central. De manera formal, bajo el enfoque de optimización las autoridades monetarias deben hallar la secuencia del instrumento de política i_t (por ejemplo, la tasa de interés de corto plazo), para minimizar el valor presente de la siguiente función de pérdida del banco central:

$$\text{Min}_{\{i_t\}} E_t \left\{ \sum_{s=t} \beta^{s-t} L_s \right\}, \text{ con } L_s = (\pi_s - \pi^*)^2 + \lambda(y_s - y^*)^2,$$

sujeto a un modelo de la economía, con parámetros fijos y conocidos (o desconocidos pero con distribuciones de probabilidad conocidas) y con incertidumbre proveniente de choques aleatorios de media conocida. En L_s , los símbolos π e y representan la inflación y el producto, en tanto que π^* e y^* son sus valores deseados o metas. Finalmente, β es la tasa de descuento intertemporal del banco central, es decir, en qué medida los desvíos de la inflación y del producto respecto de sus valores objetivos son tan importantes en el futuro como en el presente. Al resolver este problema de optimización, se obtiene una “regla” para ajustar el instrumento de política i_t de manera consistente con los objetivos planteados, la que depende de los desvíos de π e y respecto de sus valores deseados, ponderados por coeficientes que son funciones de los parámetros del modelo empleado^{1/}.

En la práctica, Greenspan ha evitado, en múltiples circunstancias, comprometer las acciones de la Fed con reglas cuantitativas por periodos largos de tiempo. Alternativamente, ha preferido tomar decisiones evaluando, periodo a periodo, la nueva información disponible, y confiando en su singular destreza para interpretarla. En diversas ocasiones, ello le ha permitido detectar acontecimientos que otros no percibieron oportunamente y adoptar medidas de política que, si bien podían ser diferentes a las sugeridas por las reglas monetarias tradicionales, posteriormente demostraron ser las adecuadas.

Al parecer, su poco apego al seguimiento de reglas se explica por su cuestionamiento a los modelos con estructuras y parámetros invariantes, que son los que usualmente se usan para derivarlas. Greenspan considera que modelos de este tipo resultan inadecuados para representar una economía en continuo cambio, como la norteamericana. Por ello, ha señalado que el reto de la política monetaria es operar sin depender de modelos con estructuras fijas y coeficientes obtenidos a

^{1/} La siguiente relación muestra un ejemplo de reglas monetarias: $i_t = \theta_1(\pi_t - \pi^*) + \theta_2(y_t - y^*)$. Ecuaciones de este tipo se denominan reglas de Taylor, por Taylor (1993), quien demostró que una relación simple de esta forma (con $\theta_1 = 1,5$ y $\theta_2 = 0,5$) reproducía con bastante exactitud la política de la Fed. De manera sencilla, esta ecuación muestra que cuando la inflación (o el producto) se encuentra por encima de su nivel objetivo, el banco central eleva la tasa de interés.

partir de sus promedios históricos ^{2/}. Esta visión pragmática le ha otorgado la flexibilidad intelectual necesaria para tomar decisiones que, en algunas circunstancias cruciales, se apartaban de los dogmas vigentes y reglas monetarias tradicionales.

Tal vez, el siguiente episodio es el más representativo para ilustrar la afirmación anterior. En una memoria publicada en el 2004, Laurence Meyer, ex gobernador de la Reserva Federal, menciona que durante la reunión que el FOMC ^{3/} realizó en setiembre de 1996, él y otros gobernadores percibían peligros inflacionarios asociados a una tasa de desempleo que se había mantenido por debajo de la mayoría de estimaciones de la tasa natural por bastante tiempo. Bajo el enfoque de optimización y reglas tradicional, la respuesta de política era subir la tasa de los fondos federales. Sin embargo, Greenspan observó que los datos sobre productividad llevaban a una conclusión totalmente distinta. En particular, reparó que el aumento de la demanda por equipos de alta tecnología provenía, principalmente, de empresas que, simultáneamente, obtenían mayores ganancias. Ello convenció al Presidente de la Fed de que las ventajas de la productividad empezaban a reflejarse y que, por lo tanto, se estaba subestimando la capacidad real de la economía para crecer sin generar presiones sobre los precios. Si este era el caso, elevar la tasa sería un error con un alto costo.

Teniendo como sustento este razonamiento, en la reunión Greenspan manifestó su intención de mantener la tasa de política, opinión que inicialmente no compartían la mitad de los miembros del FOMC, quienes estaban a favor de un alza. Sin embargo, su fuerte liderazgo se impuso y hacia el final de la reunión todos votaron a favor de no modificar el nivel de la tasa, con excepción del gobernador Stern, de la Reserva Federal de Minneapolis. Esta decisión sorprendió a la mayoría de los analistas financieros, quienes compartían la lectura de presiones inflacionarias que algunos gobernadores habían manifestado.

Posteriormente, los datos le dieron la razón a Greenspan. La economía norteamericana experimentó un vigoroso incremento de la productividad y una aceleración del crecimiento del PBI potencial, factores que permitieron una expansión más rápida sin presiones inflacionarias.

Un enfoque alternativo: el manejo de riesgos

Blinder y Reis (2005) sostienen que la gestión de Greenspan puede caracterizarse mediante un enfoque de *manejo de riesgos*, similar al que se emplea en las entidades corporativas y financieras. Por riesgos se entiende la probabilidad de que algún resultado se desvíe respecto la metas planteada. La aplicación de este enfoque implica identificar las diversas fuentes de riesgo e incertidumbre que se enfrenta en una actividad, cuantificarlas y estimar los costos asociados a cada una de ellas. Para sistematizar este proceso de identificación y evaluación, se suele elaborar una matriz de riesgos, en la que se registran el tipo y el

^{2/} Ver Greenspan (2004), pp. 38. Blinder y Reis (2005) consideran que esta afirmación no es un argumento en contra del uso de la econometría, más aún si se tiene en cuenta que esta disciplina proporciona técnicas para el tratamiento de parámetros cambiantes. Más bien, el argumento resalta que la falta de un conocimiento adecuado de la economía, en todo momento, hace que sea inconveniente comprometer la política monetaria bajo reglas cuantitativas por un periodo largo de tiempo.

^{3/} Siglas en inglés del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto.

nivel de riesgo inherente a alguna actividad, y una calificación sobre la calidad del manejo de riesgos para esta actividad. Como resultado, se suelen desplegar un conjunto de acciones preventivas y se elaboran estructuras y mecanismos de control que buscan atenuar las vulnerabilidades ante posibles eventos desfavorables.

Según estos autores, la aplicación del enfoque de manejo de riesgos a la política monetaria conduce a un proceso de toma de decisiones y de razonamiento distinto del que se desprende del enfoque de optimización. La idea, bajo este enfoque, es evaluar los posibles cursos de acción y sus implicancias en función a los riesgos que se enfrentan, los posibles costos y las debilidades y fortalezas de las que se dispone. Desde esta perspectiva, la respuesta de política es menos mecanicista que aquella que podría desprenderse de reglas estrictas. Asimismo, en principio involucra una mayor valoración (*judgment*) de parte de las autoridades del banco central.

Para ilustrar la aplicación del enfoque de manejo de riesgos en la política monetaria, Blinder y Reis (2005) elaboran una matriz de riesgos que podría haber empleado la Fed para evaluar sus posibles cursos de acción hacia el segundo trimestre del 2005, periodo en el cual la inflación y el crecimiento mostraban tendencias adversas. En esta matriz los riesgos se clasifican en dos categorías: el macroeconómico (inflación, empleo, choques de oferta y choques de demanda) y el financiero (sistema bancario, crédito, mercado de acciones y mercado de bonos). Asimismo, para cada categoría de riesgo se identifica su nivel (alto, moderado y bajo), la dirección (creciente, estable, decreciente) y la calidad del manejo del mismo (fuerte, aceptable, débil).

La matriz, que se replica en la Tabla 1, ayuda a sistematizar el análisis de las diversas fuentes de riesgo. En este ejemplo, la matriz enfatiza una preocupación creciente por los riesgos de inflación y empleo. Asimismo, señala que el principal riesgo en ese momento correspondía a choques de oferta (posiblemente asociados a la evolución del precio del petróleo), sobre los cuales, como se observa en la matriz, el banco central no tiene mayor control. Para tomar la decisión de política adecuada, las autoridades deberán tomar en cuenta los riesgos que se muestran en la matriz y hacer una evaluación de las debilidades para hacer frente a las distintas contingencias.

TABLA 1
Matriz de riesgos para el FOMC
Segundo trimestre 2005

Categoría del riesgo	Nivel del riesgo	Dirección del riesgo	Calidad del manejo del riesgo
Riesgos macroeconómicos			
Riesgo de inflación	Moderado	Creciente	Fuerte- pero con rezagos largos
Riesgo de empleo	Moderado	Creciente	Aceptable- con rezagos
Riesgo de choques de oferta	Alto	Estable	Débil
Riesgo de choques de demanda	Moderado	Creciente	Fuerte- pero con rezagos largos
Riesgos financieros			
Riesgo del sector bancario	Bajo	Estable	Fuerte
Riesgo crediticio	Bajo	Estable	Fuerte
Otros riesgos del sector financiero	Moderado (varía según sector)	Estable	Varía según sector
Riesgo del mercado de valores	Bajo	Creciente	Débil
Riesgo del mercado de bonos	Alto	Estable	Aceptable- con rezagos

Tomado de Blinder y Reis (2005)

Conclusiones

Posiblemente, el principal legado del periodo de Greenspan es el enfoque de administración de riesgos como nuevo paradigma para la política monetaria, el cual parece funcionar en la práctica mejor que el enfoque de optimización tradicional. Ello implica mantener siempre todas las opciones abiertas, lo que es particularmente importante en un contexto de permanente cambio y de incertidumbre. Además, en este entorno es aconsejable mantener una actitud de cautela respecto de las recomendaciones y reglas derivadas de modelos con coeficientes y estructuras invariantes. Es decir, se debe tener presente que una fuente de incertidumbre son los mismos modelos, por lo que resulta prudente evitar respuestas mecánicas derivadas de ellos.

Cabe agregar que la flexibilidad con la que ha actuado Greenspan no ha implicado que la política monetaria se haya vuelto menos predecible o transparente. Por el contrario, en los últimos años la Fed ha dado un énfasis creciente a sus comunicados. En particular, se ha establecido la práctica de emitir siempre notas de prensa después de cada reunión de política, modificando la práctica anterior de publicar comunicados solamente cuando se habían acordado cambios. Además, estos comunicados enfatizan que las acciones futuras que planea realizar la Fed, son consistentes con el objetivo principal de mantener la estabilidad de precios.

BIBLIOGRAFÍA

Barro, R., (1999): *“Is Alan Greenspan a genius or just plain lucky?”*. Business Week, agosto 16.

Blinder, A. y Reis, R. (2005): *“Understanding the Greenspan standard”*. Documento preparado para la conferencia “The Greenspan Era: Lessons for the future”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, agosto 25-27, 2005.

Greenspan, A. (2004): *“Risk and uncertainty in monetary policy”*. American Economic Review 94, mayo, pp. 33-40.

Meyer, L. (2004): *“A term at the Fed: an insider’s view”*. New York, Harper Business.

Taylor, J. (1993): *“Discretion versus policy rules in practice”*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, diciembre, pp. 195-214.