

ALAN GREENSPAN

Director de la Reserva Federal
Correo electrónico: FRB.Mail@frb.gov

El autor sostiene que no existe modelo confiable que le permita a las autoridades monetarias prever la aparición de una burbuja en los precios de los activos financieros, y que cualquier endurecimiento de la política monetaria, que busque prevenir la formación de una burbuja, requiere probablemente ser de tal magnitud que conduzca a generar una recesión, el resultado que se quiere evitar al combatir las burbujas.

The author holds that policy makers do not dispose of an appropriate model to establish the presence of an asset bubble, and that any monetary policy looking to prevent the formation of bubbles needs to be so harsh as to result in recession - the very outcome policy makers are trying to avert.



Simposio patrocinado por el Banco de Reserva Federal de la ciudad de Kansas, Jackson Hole, Wyoming, 30 de agosto de 2002.

Durante las últimas dos décadas hemos sido testigos de un notable giro en la economía de Estados Unidos. Las consecuencias de la guerra de Vietnam y una serie de choques petroleros los dejaron con una alta inflación, un débil crecimiento de la productividad y una competitividad declinante en mercados internacionales.

Pero en vez de aceptar el papel de la que una vez fue grande, pero luego una disminuida fuerza económica, por razones que sin duda serán discutidas durante los próximos años: resucitamos el dinamismo de generaciones anteriores de americanos. Una onda de innovación a través de una amplia gama de tecnologías, combinada con una desregulación considerable y una baja de barreras comerciales, fomentaron una extensión pronunciada de la competencia y de la destrucción creativa.

El resultado a través de los años 90 de todo este aparente aumento de inestabilidad para los negocios individuales, cosa asombrosa, fue una reducción evidente en la volatilidad del producto y en la frecuencia y la amplitud de los ciclos de negocio para la macroeconomía. Mientras que la evidencia empírica sobre la importancia de los cambios en la magnitud de los choques que afectan nuestra economía sigue siendo ambigua, parece que los choques están siendo absorbidos más fácilmente que en décadas pasadas. Era de esperar que la caída masiva en la riqueza accionaria en los últimos dos años, la declinación aguda en la inversión de capital, y los acontecimientos trágicos del 11 de septiembre, produjeran una severa contracción inmediata en la economía de Estados Unidos. Pero esto no ocurrió. Los desequilibrios económicos en años recientes se han



tratado, al parecer, con más eficiencia y eficacia que en el pasado, en especial, gracias a la disponibilidad más extensa y el uso más intensivo de la información en tiempo real.

Pero ajustes más rápidos implican una mayor volatilidad en las ganancias corporativas previstas. Aunque las estimaciones directas de las expectativas de ganancia de los inversionistas no están fácilmente disponibles, la evidencia indirecta parece apoyar una volatilidad creciente en esas perspectivas. Las expectativas de los análisis de papeles del efecto del crecimiento de las ganancias a largo plazo, *proxy* de las expectativas de los inversionistas, fueron revisadas al alza después de la segunda mitad de los noventa y en el 2000³. En este periodo, los márgenes de riesgo en las emisiones corporativas subieron rotablemente, implicando una probabilidad creciente de *default*. Tal *default*, por supuesto, es asociado por lo general con ganancias negativas. Entonces, expectativas de ganancias más elevadas, en asociación con mayores probabilidades de quiebra, implican una mayor varianza de las ganancias esperadas. De manera consistente, con la mayor volatilidad de las expectativas de ganancia, la volatilidad de los precios de las acciones ha crecido en los últimos años.

También se esperaba que el incremento en la volatilidad de los precios accionarios y su asociación a un rápido proceso de ajuste estuviera acompañado de una menor volatilidad en las variables económicas reales y éste parece ser el caso. Tal es, después de todo, el objetivo de una respuesta empresarial más rápida: prevenir el desarrollo de desequilibrios severos en sus empresas, que de no ser controlados pueden traducirse en contracciones severas.

³ Estas son proyecciones de ganancias ponderadas para las empresas del S & P 500 según lo reportado por los análisis de acciones a I.B.E.S., una firma de investigación financiera. Los cerca de 20 años de historia de esta serie confirman un sesgo alcista pronunciado en estas proyecciones a largo plazo de los analistas de aproximadamente +1.5 puntos porcentuales en cuanto a crecimiento previsto anual. Hay poca evidencia, sin embargo, de sesgo en sus pronósticos en los cambios en la tasa de crecimiento.

Como era de esperar, signos acumulativos de mayor estabilidad económica en la década de los años 90, fomentaron una voluntad creciente por parte de los administradores e inversionistas a asumir riesgos con sus consecuencias positivas y negativas. Los precios de las acciones se elevaron en respuesta a la mayor propensión en la toma de riesgos y a las mejores perspectivas de crecimiento de las ganancias que reflejó la evidencia de un aumento en el ritmo de la innovación. El declive asociado en el costo de capital estimuló una elevación pronunciada en la inversión de capital y un crecimiento de la productividad, que se ampliaron de manera impresionante en los últimos años de los noventa. Los precios de las acciones subieron aún más, respondiendo al optimismo creciente de una mayor estabilidad, a una mayor inversión y a un crecimiento más rápido de la productividad.

Pero, como indicamos en el testimonio del Congreso en julio de 1999²: "... la aceleración de la productividad no asegura que el precio de las acciones no esté sobrevalorado. Puede haber poca duda que si el crecimiento de la productividad de la nación ha avanzado, el nivel de ganancias y su potencial futuro se elevaría. Esa perspectiva ha apoyado precios accionarios más altos. El peligro es que en estas circunstancias, una injustificada, quizás eufórica, extensión de recientes desarrollos puede conducir los precios de las acciones hacia niveles que son insostenibles aun cuando los riesgos en el futuro sean relativamente pequeños. Tales desviaciones sobre los factores fundamentales que determinan los precios podrían crear problemas para nuestra economía cuando ocurra el ajuste inevitable".

Mirando hacia esos años, es evidente que un aumento del crecimiento de la productividad impartió una significativa aceleración a las expectativas de crecimiento de las ganancias y de acuerdo con eso, a la relación precio-ganancia. Entre 1995 y 2000, la relación precio-ganancias del S&P 500 se elevó de 15 a casi 30. Sin embargo, atribuir ese aumento completamente a las expectativas de las

² Comité sobre las actividades bancarias y los servicios financieros, Cámara de Representantes de Estados Unidos, 22 de julio de 1999.

ganancias requeriría una revisión ascendente al crecimiento de ganancias reales de 2 puntos porcentuales plenos, a perpetuidad³.

Debido a que, al parecer, la tasa de retorno real de cero riesgo no cambió mucho durante ese período del quinquenio, cualquier cosa inferior a un incremento tan extraordinario de la productividad estructural, y de las ganancias⁴, implicaría una caída significativa en la prima de riesgo de las acciones durante esos años.

Si toda la caída en las primas de riesgo accionario hubiera sido el resultado de una reducción permanente en la volatilidad cíclica, los precios accionarios podrían posiblemente ser estabilizados a sus niveles del verano de 2000. Esto, claramente no ocurrió, indicando que los precios de las acciones, de hecho, se habían elevado a niveles superiores de cualquier base económica soportable. Hacia el fin de ese año, las expectativas para el crecimiento de las ganancias a largo plazo comenzaron a descender. Al mismo tiempo, las primas de riesgo accionario, en apariencia, empezaron a subir.

El consecuente reverso en los precios accionarios que había ocurrido en los dos últimos años ha sido particularmente fuerte en los sectores de alta tecnología de la economía. El auge de la inversión a finales de los 90, en principio estimulado por los adelantos significativos en la tecnología de información, produjo al final un exceso de capacidad instalada. Aunque la demanda para varios productos de altas tecnologías estaba doblándose o triplicándose anualmente, en muchos casos

³ Para un descuento continuo sobre un horizonte infinito, $k = (E/P) = r + b - g$, donde k es igual a la proporción actual y asumida de distribución de utilidades como dividendo, E son las utilidades presentes, P el precio actual de la acción, r el tipo de interés libre de riesgo, b la prima de riesgo accionario, y g la tasa de crecimiento de las utilidades. La relación se sostiene para las variables reales y nominales. Si se asume que $k = 0.6$, el excedente del promedio en la segunda mitad de los años 90 (tomando en cuenta los pagos hechos a través de recompras de acciones), de una subida del P/E del S & P 500 de 15 a 30, con r y b sin cambios en términos reales, implica un aumento en g de 0.02 en términos reales.

⁴ Si las ganancias son una parte constante del producto en el largo plazo, entonces el crecimiento de largo plazo de las ganancias es el producto del crecimiento de la productividad y del crecimiento en las horas de fuerza de trabajo. En este ejercicio, la tasa de crecimiento de horas, gobernada demográficamente, se asume como constante; por lo tanto, la tasa de crecimiento de las ganancias y de la productividad son iguales.

la nueva oferta estaba entrando aún más rápidamente. En conjunto, la capacidad en las industrias manufactureras de altas tecnología subió más de 40 por ciento en 2000, bien por encima de su acelerada tasa de aumento durante los dos años anteriores. A la luz de esta explosiva oferta, la tasa de crecimiento de la demanda por nuevas tecnologías, aunque rápida, se quedó corta para sostener la elevada tasa real de rentabilidad del conjunto del capital accionario invertido en alta tecnología. Los retornos de los títulos de empresas de altas tecnologías se derramaron finalmente, como lo hizo la inversión de capital. De manera similar, aunque menos severos, los ajustes estaban ocurriendo en muchas industrias a través de nuestra economía.

Algo de la caída de las primas de riesgo accionario a finales de los 90 habría podido ser anticipada en razón de la ausencia continua de cualquier corrección, ausencia que reforzó la noción de un aumento en la estabilidad secular. En este entorno, la relativamente suave recesión que experimentamos en 2001 podría haber dejado las primas de riesgo por debajo de sus promedios de largo plazo. Al parecer éste no ha sido el caso, en la medida que la tendencia hacia inferiores primas de riesgo accionario, creada por una economía más estable, puede haber sido compensada recientemente, en alguna medida, por las preocupaciones sobre la calidad del gobierno corporativo.

La lucha por entender los desarrollos en los mercados económicos y financieros desde mediados de los 90 ha sido particularmente desafiante para los gestores monetarios. Nos confrontamos con fuerzas que ninguno de nosotros había experimentado personalmente. Aparte de la reciente experiencia de Japón, sólo los libros de la historia y los archivos mohosos nos dieron pistas para la apropiada posición política. En la Reserva Federal consideramos varios problemas relacionados con las burbujas de activos, es decir, oleadas de alza en los precios

de los activos a niveles insostenibles. A medida que evolucionan los acontecimientos, reconocemos que, a pesar de nuestras sospechas, era muy difícil identificar una burbuja definitivamente hasta después del hecho, esto es cuando su estallido confirmó su existencia.

Es más, no era un orvoto que las burbujas, aun si se identificaban tempranamente, pudieran ser prevenidas por el Banco Central sin inducir una contracción sustancial en la actividad económica, el mismo resultado que nosotros estaríamos buscando evitar.

Los periodos prolongados de expansión promueven una voluntad racional mayor para tomar riesgos, un patrón muy difícil de evitar a través de un modesto ajuste de política monetaria. De hecho, nuestra experiencia durante los últimos quince años sugiere que un endurecimiento monetario, que desinfla los precios accionarios sin deprimir la actividad económica, ha estado a menudo asociado con los aumentos subsiguientes en el nivel de los precios accionarios.

Por ejemplo, estos precios se elevaron con posterioridad al incremento de más de 300 puntos base en la tasa de los fondos federales en los doce meses que acaban en febrero de 1989. Y durante el año que empieza en febrero de 1994, la Reserva Federal elevó el objetivo de los fondos federales 300 puntos de base. Los precios de las acciones inicialmente se desinflaron, pero tan pronto como esa ronda de ajuste fue completada, ellos continuaron con su marcado camino al alza. Desde mediados de 1999 a mayo de 2000, la tasa de los fondos federales se incrementó en 150 puntos de base. Sin embargo, los aumentos de los precios de las acciones continuaron imparables durante ese periodo, a pesar de lo que ahora, en retrospectiva, sabemos: esa elevación era la cola, ya exhausta, de un mercado alcista*.

* Los precios de las acciones alcanzaron un pico en marzo de 2000, pero el mercado se movió de lado hasta septiembre de ese año.

Tales datos sugieren que, a menos que, excepto un incremento acelerado en las tasas de corto plazo que engendra un significativo atascamiento económico, es suficiente para controlar una burbuja naciente. La noción de que un ajuste incremental bien programado podría haberse puesto en marcha para prevenir las burbujas de finales de los 90 es casi una ilusión.

En cambio, arotamos, en los previamente citados testimonios al Congreso de mediados de 1999, la recesión se enfocarse en políticas "para mitigar la caída cuando ésta ocurre y, ojalá, facilitar la transición a la próxima expansión".

Parece razonable generalizar, de nuestra reciente experiencia, que no existe ningún ajuste incremental monetario de bajo riesgo y bajo costo, al que pueda fiarse la autoridad monetaria para desinflar una burbuja. ¿Pero existe alguna política que pueda al menos limitar el tamaño de una burbuja y limitar la fuerza destructiva de su estallido? A partir de la evidencia actual, la respuesta parece ser no.⁶ Pero

⁶ Algunos han afirmado que la reserva federal puede desinflar una burbuja en los precios de las acciones sin dolor, elevando los requisitos de margen. La evidencia sugiere otra cosa. Primero, la cantidad de deuda de margen es pequeña, nunca ascendiendo a más de 1-5% por ciento del valor de mercado de las acciones; por otra parte, incluso esta cifra exige la cantidad de la deuda de margen tomada en cuenta y usada para comprar acciones, pues tal deuda también financia ventas en corto, de acciones y transacciones en otros papeles. En segundo lugar, los inversionistas no necesitan confiar en cuentas de margen para tomar una posición palanquée en acciones. Pueden pedir prestado de otras fuentes para comprar las acciones. O pueden comprar opciones, lo que afectará los precios de las acciones, dados los hechos que atañen a los mercados.

Así, lo que no sorprende, la mayoría de la investigación sugiere que los cambios en las cuentas de margen no son una herramienta eficaz para reducir volatibilidad del mercado de acciones. Es probable que los requisitos de margen inhiben a inversionistas muy pequeños cuyo acceso a otras formas de crédito es limitado. Si es así, el único efecto de elevar los requisitos de margen es excluir al inversionista muy pequeño sin controlar la extensión más amplia, de las burbujas de precios.

necesitaros saber más del comportamiento de las primas de riesgo accionario y de las burbujas y de su impacto en la actividad económica⁷.

La prima de riesgo accionario, estimada como el total del retorno esperado en las acciones ordinarias, menos aquel de la deuda cero riesgo, valora el peligro tomado por los inversionistas en la adquisición de acciones en lugar de la deuda sin riesgo. Es una amplia medida de la aversión al riesgo de los inversionistas, no de la de las administraciones corporativas.

El aumento en la propensión al riesgo de los inversionistas, por ejemplo, se manifiesta por un cambio en su disposición para mantener acciones dentro del portafolio, en lugar de deuda de bajo rendimiento; papeles estos menos exigentes en materia de umbral de estrés psicológico.

En este caso, el costo de capital accionario al que se confrontan las administraciones corporativas cae relativamente al costo de la deuda. Con mayor acceso a capital accionario de bajo costo, los administradores son capaces de financiar una mayor porción de activos reales de mayor riesgo con una menor disminución del flujo de caja y un menor riesgo de cesación de pagos.

Así, por lo general, son las preferencias de riesgo cambiantes de los inversionistas, no las de los gerentes corporativos, las que gobiernan la mezcla

⁷ Si un cambio en los requerimientos de margen fuera tomado por los inversionistas como una señal que el Banco Central pronto ajustará la política monetaria lo bastante para estallar una burbuja, entonces podría haber el aspecto de un efecto causal. Pero es la perspectiva de la acción de política monetaria, no el aumento del margen, el que, en este caso, se debe ver como el disparador. De una manera similar, la historia nos dice que por los mercados de valores los "volátiles" son volátiles, o menos que están respaldados por la acción. La contracción rigida del mercado de acciones de 19 de octubre de 1987 de más de un quinto requiere estudio en profundidad especial. Los precios de las acciones subieron igualmente durante la primavera y el verano, otra vez a pesar de la subida de tasas de corto plazo durante el verano de ese año. El colapso de los precios tenía con claridad algunas de las características de burbujas prolongadas y grandes, pero los precios de las acciones se estabilizaron rápidamente sin efecto significativo sobre la actividad económica. Y, en línea con episodios más tardíos, el hecho de que ese colapso no se haya traducido en un colapso económico parece haber contribuido al alza subsecuente.

33

de inversión de riesgo en una economía. Los gerentes probablemente emplean los precios de mercado de deuda y del accionario, junto con el cálculo de la tasa de retorno en proyectos de inversión en la economía real, para determinar el nivel de inversión corporativa. Sin duda, la percepción personal de riesgo que tienen los gerentes puede, en algunos momentos, influir el proceso de inversión, pero probablemente es un efecto de importancia secundaria frente a la importancia de los caprichos de la psicología del inversionista.

Las burbujas parecen así reflejar la exuberancia, principalmente por parte de los inversionistas en la valoración de los activos financieros. Si, por ejemplo, gerentes e inversionistas percibieran el mismo grado de riesgo, y ambos juzgaran correctamente anticipando un incremento sostenible en las ganancias provenientes de la nueva tecnología, ningún incremento en los precios accionarios reflejaría una burbuja. Las burbujas parecen surgir cuando los inversionistas sobrestiman el incremento sostenible de las ganancias o cuando, haciendo gala de poco realismo, reducen mucho la tasa de descuento que aplican a las ganancias y dividendos esperados. La distinción no puede determinarse con prontitud mirando simplemente los precios del mercado. Pero la prima de riesgo accionario, menos el crecimiento esperado de dividendos, y las ganancias anticipadas, puede ser estimada como la rentabilidad por dividendo menos la tasa de interés real a largo plazo en los bonos del tesoro de los Estados Unidos*.

Si se redefinieran las primas de riesgo accionarias para incluir tanto la parte poco realista de las proyecciones de ganancia y los insostenibles segmentos inferiores de los factores de descuento, y si tuviéramos medidas asociadas de estos conceptos, podríamos emplear esta medida para prever las burbujas emergentes. Es decir, si pudiéramos sustituir las proyecciones realistas de ganancias y de crecimiento de los dividendos, quizás basadas en el crecimiento de productividad estructural y la conducta de la división entre utilidades retenidas vs. distribuidas,

* De la nota de pie de página 3, $k(E/P) = D/P + r + b + g$, donde D son los dividendos actuales. Por lo tanto, $b/P + r = k - g$.

la prima residual podría ofrecer alguna evidencia de una burbuja en vías de desarrollo. Claro, si el Banco Central tuviera el acceso a esta información, también lo tendrían los agentes privados, haciendo el desarrollo de burbujas altamente inverosímil.

Las burbujas son precipitadas a menudo por las percepciones de mejoras reales en la productividad y la rentabilidad subyacente de la economía corporativa. Pero como lo certifica la historia, los inversionistas exageran demasiado y con demasiada frecuencia la magnitud de las mejoras en los factores fundamentales. La psicología humana siendo lo que es, hace que las burbujas tiendan a alimentarse por sí mismas, y los auges en sus fases tardías son apoyados a menudo por proyecciones inverosímiles de una demanda potencial. Los precios de las acciones y las primas de riesgo son, entonces, conducidos a niveles de insostenibilidad.

Ciertamente, una burbuja no puede continuar en forma indefinida. Finalmente, expectativas poco realistas de ganancias futuras se revelarán como equivocadas. Cuando esto ocurre, los precios de los bienes gravitan de regreso a niveles que se encuentran en la línea de un sendero sostenible de ganancias. El acoso continuo de la realidad en la percepción inevitablemente disciplina las opiniones de los inversionistas y los gerentes.

Como lo exprese antes, la pregunta importante de la política es: ¿si una política de ajuste incremental de bajo costo, parece incapaz de desinflar las burbujas, existen otras opciones que puedan, por lo menos limitar, en forma efectiva el tamaño de las burbujas sin ocasionar un daño sustancial en el proceso? A la fecha, no hemos podido identificar tales políticas, aunque quizás nosotros u otros puedan hacerlo en el futuro.

No hay evidencia que tengamos - o que vayamos a encontrar - una medida de las primas de riesgo o de indicadores relacionados que, de modo convincente, pronostiquen el surgimiento de una burbuja. Mientras no exista tal medida, es

difícil concebir un adecuado grado de certeza del Banco Central que justifique el nivel de ajuste preventivo en la tasa de interés necesario para neutralizar una burbuja.

Mientras más profundo penetremos en las preguntas que surgen del desarrollo de los recientes años, la interacción entre el crecimiento de productividad estructural y las primas de riesgo accionario, tan evidente durante el último ciclo comercial, está llamada a jugar un papel prominente. Necesitamos determinar en particular si la emergencia periódica de burbujas del mercado, que han ocurrido tan a menudo en el pasado, es un fenómeno inevitable. En la medida en que la riqueza financiera se convierte en la determinante más importante de la actividad, necesitamos también entender mucho mejor como las cambiantes primas de riesgo afectan y reflejan las decisiones reales y financieras. Si las primas de riesgo tienen tan demostrable influencia en nuestras economías como, al parecer, la tienen, el valor de una investigación más extensa de este tema es evidente.

En conclusión, los esfuerzos de los gestores de política monetaria por estabilizar nuestras economías requieren de un modelo funcional del modo en que nuestras economías trabajan. Cada vez más, parece que ese modelo necesita incluir los movimientos en las primas de riesgo y el desarrollo de burbujas, si es que va a estar a la altura para explicar la historia.

Cualquier modelo útil necesita simular alternativas contrafactuales. Debemos recordar que esos modelos estructurales que hacen un pobre trabajo en explicar la historia presumiblemente también proveerán una base incompleta en la elaboración de políticas. A menudo la estructura interior de tales modelos se ha empleado para evaluar el efecto de diferentes políticas de estabilización. Pero los resultados de estos modelos, cuya estructura interna no puede replicar exitosamente

datos claves del comportamiento cíclico, deben ser interpretados con cuidado. La reciente importancia de los movimientos en las primas de riesgo accionario y las burbujas de activos, hacen pensar en la necesidad de un mejor e íntegro entendimiento de estos conceptos dentro de los modelos usados para el análisis de las políticas.

Anticipo una discusión productiva de éstos y otros problemas relacionados con la política de la estabilización en los próximos días.