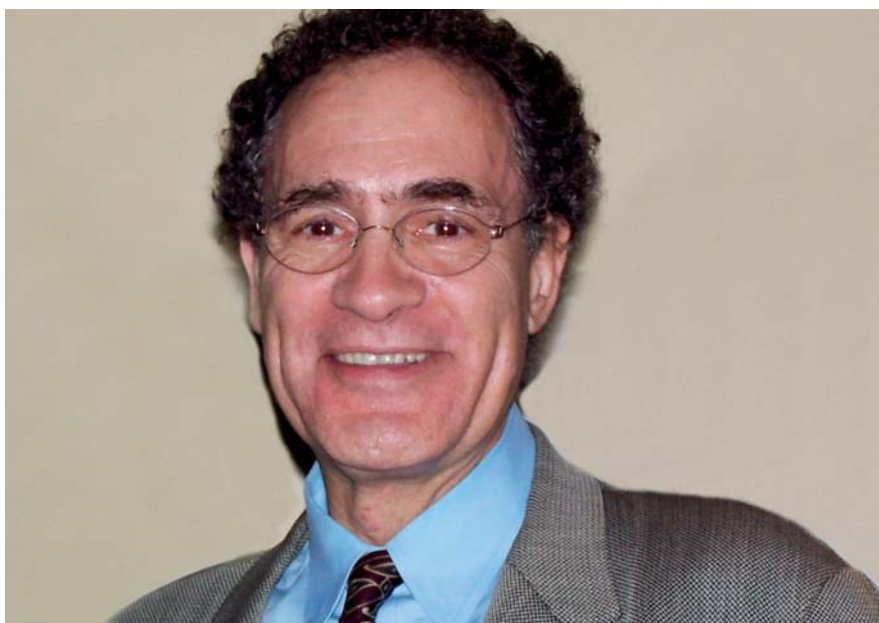


Entrevista al profesor

Lawrence CHRISTIANO



HUGO VEGA*

Profesor de Economía en la Universidad de Northwestern, donde tiene la cátedra Alfred W. Chase en Instituciones de Negocios desde 2002; hizo su doctorado en la Universidad de Columbia y tiene grados de maestría otorgados por la London School of Economics y la Universidad de Minnesota.

* Especialista en Investigación Económica del BCRP.
hugo.vega@bcrp.gob.pe

El profesor Christiano ha realizado investigación valiosa en los campos de la teoría macroeconómica, política económica y econometría. Sus trabajos han sido publicados en numerosas revistas tales como el *Journal of Economic Theory*, *American Economic Review* y *Review of Economics and Statistics*.

El profesor Lawrence Christiano ha visitado el Banco Central de Reserva en cuatro oportunidades y ha enseñado a los alumnos del Curso de Extensión Universitaria por tercera vez este verano. La pasión, entrega y energía que despliega en la enseñanza y en la discusión de sus trabajos de investigación no deja de asombrarnos. En esta entrevista, el profesor Christiano nos habla sobre la crisis financiera internacional y sus implicancias para la profesión, así como su visión de la macroeconomía.

Profesor, ¿cuáles considera que son las principales lecciones de la reciente crisis financiera para la profesión?

La principal lección, a mi parecer, parte de que la macroeconomía ha estado funcionando dentro de una cómoda burbuja hasta 2007. Los macroeconomistas pensábamos que no teníamos que preocuparnos por los mercados financieros o los colapsos y *booms* en el mercado de valores. Estos temas no eran esenciales si uno quería entender la macroeconomía. Este era el punto de vista antes de 2007.

Relacionado a lo anterior, se consideraba que no teníamos que preocuparnos por los temas de regulación, por ejemplo, qué tan apalancados pueden estar los bancos. En términos generales, todas estas cosas concernientes al mercado financiero eran consideradas parte del trabajo de los organismos de regulación, o del terreno académico de quienes estudian el sistema bancario o en las escuelas de negocios.

Pero lo que viene sucediendo desde 2007 y 2008, es que los macroeconomistas se están esforzando por integrar estas cosas en modelos macroeconómicos, y así la lección puntual es que tenemos que salir de esta burbuja tibia y confortable para integrar estas cosas, todo lo cual implica volvernos más sofisticados. Se supone que los macroeconomistas debemos saber de historia, análisis numérico y econometría. Antes, manejábamos teorías simples del consumo y la inversión; ahora también tenemos que saber sobre banca y finanzas y otras cosas. La profesión se ha vuelto mucho más interesante y retadora, y hay más cosas en las que pensar.

Actualmente, hay otra lección que está muy relacionada: creo que es importante pensar muy cuidadosamente en el mercado laboral. En los Estados Unidos, el mercado laboral se está comportando de una manera que la profesión encuentra desconcertante. La duración del desempleo se ha disparado

a niveles muy altos y permanece allí..., y explicar eso también es parte de la macroeconomía, por lo que es algo que necesitamos comprender mejor. Así como dije, la otra lección, creo, es que tenemos que ampliar nuestro análisis para integrar de manera más seria el mercado laboral en nuestros modelos.

Hablando de la regulación y cómo ahora necesitamos saber sobre banca y los temas relacionados a ésta, ¿caso los microeconomistas no vienen trabajando en estas cosas hace tiempo?

Los macroeconomistas aportan una perspectiva especial. Cuando enfocamos la regulación de los bancos, nos preguntamos, por ejemplo, si tienen suficiente patrimonio con relación al lado pasivo de su balance. Hay un análisis muy extenso de estos temas en la literatura sobre la banca. Hay varias razones por las cuales deberían tener mucho patrimonio, pues si tienen muy poco, más adelante ello podría causar problemas. Estas cosas están bien estudiadas en esa literatura.

La perspectiva que el macroeconomista puede añadir a lo anterior es que, cuando la economía está en recesión, ya que es altamente deseable generar una expansión económica en momentos como ese, podría ser conveniente tomar un poco más de riesgo por el lado del apalancamiento de los balances de los bancos con el fin de cosechar los beneficios de una expansión económica agregada. El riesgo en el que se incurre es, por supuesto, un costo, lo que implica que hay un *trade-off* y esa es la perspectiva macroeconómica.

Entonces, creo que la forma en la que se puede plantear estos temas es justamente de la manera



Creo que la lección de la crisis es que los macroeconomistas tenemos que ser mucho más sofisticados



como los macroeconomistas estudian cosas como esta: diseñan un modelo desde una perspectiva macroeconómica que integra todo este maravilloso trabajo que ha hecho la gente de la banca, y así, evalúan explícitamente estas cuestiones que preocupan a los macroeconomistas. Cuestiones tales como, ¿los bancos tienen los incentivos adecuados para gestionar apropiadamente sus activos? Es decir, si acumulan demasiados pasivos, generando demasiados activos. Una persona de la banca dirá que ello puede elevar el riesgo. Pero con el modelo, nosotros, los macroeconomistas, podemos balancear ese aspecto negativo contra la necesidad de una expansión agregada. O en un auge, por ejemplo, cuando la economía está realmente muy activa y saludable, entonces podemos ser mucho más severos con la banca. Por cierto, esta idea de que existe un *trade-off* entre el riesgo de los bancos y lograr que la economía se acelere, es casi una idea estándar, pero no creo que haya sido explorada mucho en modelos macro como para realmente entender si esa intuición se sostiene.

Justamente en eso pensaba, realmente no tomamos en cuenta los riesgos asociados a algunas cosas que hacemos, digamos políticas macroprudenciales, explícitamente en nuestros modelos macro, ¿o sí?

Una de las lecciones de la crisis financiera reciente es esta: pienso que tenemos que integrar estos temas de banca en los modelos macro y una vez que lo hayamos hecho, podremos hacernos varias preguntas. Yo creo que hay un *trade-off* entre este riesgo y el estado agregado de la economía. Considero que una vez que hayamos hecho esto, podremos caracterizar el *trade-off*, y al hablar de él de modo inteligente, refinaremos nuestra intuición sobre el tema y podremos ser más sofisticados en nuestra discusión al respecto y estudiar cuáles son exactamente los costos y beneficios. Mi opinión es que tenemos que explorar cosas como esa.

Parte de esa tarea ya ha comenzado. Por ejemplo, tengo dos trabajos con un antiguo alumno, Daisuke Ikeda, donde exploramos este tipo de cosas y otras personas están desarrollando modelos que pueden usarse para esto: Gertler ha sido un pionero, Kiyotaki también. Así que hay un progreso rápido en este tipo de cosas, pero todavía queda un largo camino por recorrer. Sin embargo, son ejemplos de la clase de análisis que necesitamos hacer. Considero que una de las lecciones de la crisis es que tenemos que hacer cosas como estas.

¿Cree que la manera cómo los economistas utilizan y desarrollan modelos macro va a cambiar en el futuro debido a la crisis financiera mundial?

En primer lugar, creo que la crisis financiera va a aumentar enormemente la necesidad y el uso de modelos macro. Antes de la crisis ya teníamos modelos macro, pero eran relativamente simples y estábamos bastante contentos con ellos y eran sencillos de estudiar, pero creo que la lección de la crisis es

que tenemos que ser mucho más sofisticados. El problema con eso es que, y por esta razón es que se necesitan modelos, cuando estás pensando en una economía con varias piezas móviles como el sistema bancario, activos y pasivos, los bancos, el sistema financiero, los mercados laborales, consumo, inversión, una economía abierta, todo esto, tienes todas esas pelotas en el aire y no hay manera de realmente pensar sobre todas ellas coherentemente sin modelos. Vamos a tener que confiar mucho más en modelos macro donde estudiar todo el sistema de forma integral. En cierta forma, lo que observamos durante la crisis es un colapso sistémico y esto va a animar a la gente a pensar de forma sistémica, que es de lo que trata la macro a mi parecer.

Pero ¿qué pasa si estas crisis son eventos que ocurren una vez en la vida? ¿La Gran Depresión hace 80 años y ahora ésta?

Creo que hay gente seria que podría considerar que una vez que esta crisis se haya ido no deberíamos permitir que cambie nuestros puntos de vista de manera fundamental y podemos volver a lo anterior. Aunque considero que es una opinión seria, no estoy de acuerdo con eso porque, por ejemplo, en un trabajo reciente, un artículo sobre choques de riesgo que se publicará próximamente en el *American Economic Review*, mis coautores y yo sostenemos que choques que emanan desde el sector financiero de hecho han jugado un papel importante durante los últimos 20 años, no solamente en la crisis reciente. La crisis reciente fue resultado de cosas mucho más grandes, pero sostenemos que pensar seriamente en integrar el sistema financiero a la macroeconomía en general, es realmente algo importante. Argumentamos que los datos antes de 2007 ya justificaban dicha integración. Pero estoy de acuerdo: usted sugirió un punto de vista, que tal vez después que pase la tormenta no necesitaremos utilizar esas herramientas, que ellas fueron motivadas por la tormenta, por lo que, volveríamos a nuestras herramientas tradicionales. Creo que es un punto de vista razonable. Sin embargo, pienso también que es un punto de vista errado, no estoy de acuerdo con esa opinión.

Para comprender los ciclos económicos en las economías desarrolladas, ¿qué tipo de fricciones considera son las más importantes?

Mi impresión es que cuando miras los datos, datos del ciclo económico en economías desarrolladas, pareciera que los disturbios dentro de los mercados financieros están jugando un papel importante. Usted no puede ver eso a menos que utilice una amplia variedad de datos. Típicamente, los macroeconomistas no se han fijado en los datos de mercados financieros. Si uno ignora los datos del mercado financiero y sólo mira los datos macroeconómicos normales: consumo, inversión, empleo, etc. entonces esos datos lo llevan a enfocarse en un conjunto particular de tipos de fricciones, pero una vez que observamos



PROFESOR LAURENCE CHRISTIANO CON UN GRUPO DE ALUMNOS DEL CURSO DE EXTENSIÓN UNIVERSITARIA DEL BCRP, A QUIENES DICTÓ CLASES.

también los mercados financieros—crédito, bolsa de valores, etc.—, entonces el punto de vista que tenía cuando miraba solamente los datos macro estándar ya no se sostiene. Creo que las perspectivas cambian y el cambio específico, a mi parecer, es que empiezas a pensar que realmente hay choques que emanan de los mercados financieros. Mi conjetura es que las fricciones del mercado financiero van a ser las más importantes y ese trabajo que mencioné hace un momento, trata de desarrollar ese argumento más cuidadosamente en un sentido formal y preciso.

Pero incluso dentro de la canasta de fricciones financieras hay un buen número de cosas distintas, ¿cierto? Tenemos restricciones de colateral, información asimétrica, aceleradores financieros, información imperfecta, riesgo moral, etc. ¿Hay alguna fricción específica que considere particularmente importante?

Mi opinión es que las fricciones y los choques deberían ser lo que podríamos llamar “estructurales”. Por “estructural”, lo que quiero decir es que se describen en un contexto donde los objetivos de los agentes son claros. ¿Por qué es esto una fricción cuando tomamos en cuenta sus objetivos, restricciones y cosas así? Me parece muy importante que tengamos fricciones que podríamos llamar estructurales en ese sentido, porque entonces podemos ir a los datos para intentar entenderlas mejor.

Hay otras fricciones allá afuera que creo que no son tan estructurales en ese sentido. Por ejemplo, un tipo de fricción que ha desempeñado un papel muy importante es la llamada Kiyotaki-Moore, la restricción de que la gente no puede endeudarse más allá de una fracción de sus activos. Una manera de modelar una crisis es a través de una caída repentina de dicha fracción. Considero que eso es muy importante y muy útil, pero creo que a largo plazo, necesitamos tener teoría donde entendamos por qué es que eso sucede, por qué cayó esa fracción. ¿Tuvo algo que ver con la confianza de la gente? ¿Cuál fue la base de la pérdida de confianza de la gente? ¿De dónde provino esa pérdida de confianza de la gente? Pienso que sólo entonces podremos entender a qué nos referimos

cuando hablamos de este tipo de choques. Creo que estos choques han jugado un papel muy importante en los últimos 20 años, porque los utilizamos mucho para estudiar las crisis financieras ocurridas en las economías en desarrollo y eran muy, muy útiles, pero pienso que es muy importante desarrollar choques y fricciones financieras que sean más claramente estructurales.

¿Cómo valora el papel de los bancos centrales para hacer frente a la crisis financiera mundial hasta ahora? ¿Qué podrían o deberían haber hecho diferente?

Se trata de una pregunta muy complicada. Sólo sé algo sobre la Zona Euro y los Estados Unidos y creo que los problemas en ambos lugares son muy diferentes.

No creo que el Banco Central Europeo (BCE) constituya un problema clave en la Zona Euro. Pienso que realmente ha sido parte de la solución. Me parece que el gran problema allí es la estructura completa de la Unión Monetaria, la estructura del patrón resultante de problemas de riesgo moral e incentivos, considero que ese es el tema real allí. Ahora hay un montón de problemas en Europa y no le asigno mucha responsabilidad al BCE por ellos. Mi opinión es que esas son cuestiones más amplias. Probablemente, en el margen, el BCE ha sido útil porque creo que los rescates eran necesarios y estos se dieron, pero los europeos tienen enormes problemas sistémicos o institucionales y estos van más allá de sólo el BCE.

De alguna manera, Estados Unidos es más simple porque no tenemos estas complicadas cuestiones institucionales. Hay algunas personas que piensan que, en 2009, Estados Unidos se hallaba vulnerable a un colapso como el de la Gran Depresión y yo soy una de esas personas. Pienso que eso es cierto y considero que la Reserva Federal nos rescató de eso junto con el Tesoro.

En particular, quisiera resaltar el liderazgo intelectual de Bernanke que fue capaz de ver, en cierta forma, más allá del paradigma de la macroeconomía tradicional. Él había sido un contribuyente impor-

tante a esa literatura de la banca que ahora estamos tratando de integrar a la macroeconomía, por lo que él entiende mucho sobre la composición del sistema financiero. Eso lo llevó a, por ejemplo, proponer el programa de rescate de activos en problemas (TARP por sus siglas en inglés) en 2008 y otros programas como éste, que no formaban parte del pensamiento convencional en ningún sentido. Pero, si estabas metido profundamente en la literatura de la banca y entendías esos temas, tenían cierto sentido. Y lo que quiero decir con esto es que, ex post, después que todo eso fue hecho, se han escrito una serie de artículos que explican y aclaran el mecanismo por el cual un programa TARP, es decir, un programa mediante el cual la Reserva Federal compra activos malos de instituciones financieras, puede tomar un sistema financiero disfuncional y hacerlo funcional, pero eso no era bien comprendido en ese momento y creo que Bernanke lo entendía y pienso que en parte fue por eso que nos rescató de lo que posiblemente habría sido una gran depresión.

Además, al empujar vigorosamente la tasa de interés cerca a cero, estaba llevando la política monetaria convencional hasta su límite absoluto y considero que eso fue muy importante. Pienso que lo que la Reserva Federal ha venido haciendo recientemente, en términos de la promesa de mantener las tasas de interés bajas por mucho tiempo, es una política controversial; pero me parece que refleja el mejor razonamiento que tenemos hoy. Así que, volviendo a la pregunta sobre cómo valoro el papel de los bancos centrales, una interpretación de esa pregunta es qué nota le pondría a la Reserva Federal. Yo le daría una calificación muy alta a la Reserva Federal. No estoy tan seguro que QE3, el programa actual, sea muy útil, pero por otro lado, no veo cómo podría ser dañino. Tal vez lo que están haciendo ahora en cuanto a las compras de activos de largo plazo, no haga ninguna diferencia, pero eso por supuesto no es un detractor, no es nada. Así que yo diría que han hecho un excelente trabajo, pensaron con originalidad, y hemos tenido mucha suerte de tener a alguien con un conocimiento tan profundo no sólo sobre macroeconomía convencional, pero también sobre banca. Somos muy afortunados de tener a alguien así como presidente de la Reserva Federal y pienso que la Reserva Federal impidió lo que pudo haber sido una gran depresión. El inicio del período 2008 tiene cierto parecido con el período de la Gran Depresión. En el período de la Gran Depresión hubo una caída espectacular en el nivel de precios, y al inicio de la crisis de 2008, a partir del 15 de septiembre más o menos, también se tenía los principios de una caída sustancial en los precios que fue rápidamente detenida. La caída de la inflación sólo fue de 1% o menos, pero creo que pudimos ver el despliegue de un mecanismo que parecía, o se asemejaba en cierto modo, al mecanismo que resultó ser tan terrible en la década de 1930.

¿Cuál es su punto de vista sobre los regímenes de metas de inflación? ¿Necesitan revisarse después de la crisis?

Creo ahora todo el mundo, más o menos, coincide en que hay varias maneras por las que un enfoque muy estrecho en la meta de inflación puede generar problemas. Paradójicamente, perseguir una meta de inflación, incluso, puede llevar al banco central a generar accidentalmente un *boom* del mercado de valores. El ejemplo clásico de esto sería la experiencia japonesa de los años 80, donde repentinamente la bolsa despegó de una manera que hoy todo el mundo reconoce como realmente mala. Era un despegue groseramente exagerado. El mercado de valores subió alocadamente. Al mismo tiempo que la bolsa despegaba, la inflación, que había estado tan reposada, repentinamente cayó a cero, e incluso, se volvió algo negativa. Eso ocurrió justo durante el auge del mercado de valores. En esa coyuntura, el Banco de Japón siguió la política estándar de un régimen de metas de inflación la cual recomendaba que, dado que la inflación estaba cayendo, el banco recortara las tasas de interés, y en consecuencia, se redujeron fuertemente las tasas de interés durante ese período. El actual gobernador del banco, Masaaki Shirakawa, ha escrito sobre esto y dijo: "Sabes, fue un terrible error. Debimos prestar atención a ese auge en el mercado de valores y tomarlo en cuenta en nuestras acciones de política y esto implica que no debimos reducir las tasas de interés sólo en función a la inflación, debimos analizar también el mercado bursátil, y quizás, incluso elevar la tasa de interés durante este tiempo".

Ese ejemplo y otros más sugieren que un enfoque exclusivo en la inflación, mirando sólo esa variable para decidir la política monetaria, representa un riesgo. La discusión general sobre este tema sugiere que deberíamos estar prestando atención a otras cosas. En el caso japonés, tal vez lo obvio era mirar un poco el mercado de valores; pero otra variable relevante también sería el crecimiento del crédito. Hoy, mucha gente piensa que si no vamos a prestar atención exclusiva a la inflación (la inflación siempre tiene que ser un componente central del objetivo de un banco central), si también se observaran otras variables, probablemente se debería poner algo de peso en el crecimiento del crédito. Entonces, así es como creo que estas cosas deben cambiar. Pasemos a prestar atención al crecimiento del crédito y también a los diferenciales de las tasas de interés.

En ocasiones, una especie de incertidumbre se instala sobre la economía y se ve reflejada en tasas de interés muy altas para los prestatarios comerciales normales en comparación con la tasa de interés pagada por un prestatario completamente libre de riesgo. A veces ese diferencial aumenta, y creo que hoy, entendemos que debemos prestar atención a estos eventos y posiblemente responder mediante una reducción de la tasa de interés. Una vez más, considero que ya no nos enfocaremos exclusivamente

en la meta inflacionaria, aunque por supuesto, la inflación se mantendrá siempre como la variable más importante. Si hay sólo una variable que te interesa, será la inflación.

¿Qué se encuentra investigando actualmente?

Realizo mi investigación en un entorno académico, lo que implica que más o menos puedo trabajar en cosas que creo serán útiles. No trabajo bajo dirección, es la ventaja del medio académico. Por supuesto, eso también resulta en que mucha investigación que se lleva a cabo sea inútil.

Estoy trabajando en varios aspectos de lo que hemos estado conversando. Hoy sabemos que hay muchas maneras de integrar fricciones financieras a los modelos y estoy tratando de determinar cuál puede ser la mejor. Estoy muy interesado en este tema de la política macroprudencial y, aunque todavía no he entrado de lleno en el problema entre el riesgo de los bancos y la posibilidad de que a veces uno realmente desearía inyectar mucho crédito en la economía; es el tipo de pregunta hacia la que mi investigación se aproxima.

Otra cosa que estoy haciendo es, bueno, siempre hay un aspecto econométrico en todo esto. Hay herramientas econométricas que creo que son muy útiles, pero el paradigma actual emplea un enfoque bayesiano. Así que, paso mucho tiempo tratando de desarrollar métodos que me permitan hacer lo que creo interesante y la clase de econometría que se requiere en el marco bayesiano. Así que hago econometría. Finalmente, paso bastante tiempo pensando en cómo resolver modelos.

Detrás de mucho de lo que hemos estado hablando, en el fondo, hay no-linealidades importantes operando. En varios casos, no lo hemos mencionado explícitamente pero, cuando pensamos en fricciones financieras, también pensamos en las economías donde ocurrieron estas cosas y parecen llegar a una especie de umbral, y entonces, las ecuaciones, la estructura de la economía, pueden cambiar. Eso es lo que interpretaríamos como una crisis, pero estos fueron cambios en la estructura de la economía, que es algo muy difícil de analizar incluso partiendo de un enfoque puramente computacional y ese es otro aspecto de mi investigación.

¿Qué le sugeriría a un joven economista peruano?

Realmente me gustaría sugerir que trabajen en algo como la macroeconomía porque ese campo es tan grande y tiene tantas cosas diferentes en él que puede entusiasmar a una persona no sólo por uno o dos

años, sino que tiene suficiente emoción como para sostener su interés por los 30 a 40 años de una carrera académica típica.

Pero hay una segunda cosa que le diría al economista peruano, bueno, realmente no necesitaría decirle esto, pero se lo diría de todas formas... probablemente ya lo sabe, pero la macroeconomía es en cierto sentido muy importante: si nos fijamos en lo que sucedió en 2008, creo, como he dicho antes, que existía la posibilidad de caer en una gran depresión y considero que la buena política macroeconómica evitó que esto suceda. En ese sentido, pienso que la macroeconomía es muy importante y si nos fijamos en todas las crisis financieras que sucedieron en América Latina, el fenómeno *sudden stop* y la crisis asiática; si usted, si alguna persona pudiera hallar la forma de evitar aunque sea una crisis como esas, eso sería una contribución inmensamente importante al mundo. Así que yo diría que la macroeconomía es muy importante. Puedes sentir que si estás trabajando en ella, estás trabajando en algo... nadie va a ser un John Maynard Keynes o un Bob Lucas—sólo hay dos de esos—, pero si usted se hace parte de esta cosa, se estaría haciendo parte de algo que es realmente importante. Eso es lo que yo le diría al joven economista peruano, que por cierto, conocí a varios de ellos.

Bueno, bueno, son estudiantes universitarios, así que supongo que no saben aún si quieren ser economistas. Pero debo decir que he estado reflexionando sobre este grupo de personas y me impresionaron profundamente. Nuestro almuerzo fue especialmente valioso para mí porque durante él salieron a relucir las personalidades de cada uno y puedes verlas. Usted sabe, en clase están un poco reacios, pero en el almuerzo, algunos de ellos fueron... quedé tan impresionado por estos... mire, soy un poco viejo, así que veo a estas personas y para mí, siendo honesto, se ven como adolescentes. Y algunos de estos “adolescentes” empiezan a hablar de manera muy seria y responsable. Les pregunté sobre sus objetivos profesionales y comenzaron a contarme, desplegando una manera de pensar sobre las cosas realmente seria y responsable. Esto es tan impresionante, que creo que los estudiantes que vi me dejan realmente muy confiado en la juventud peruana. Ahora, yo sé que estas personas fueron seleccionadas y no todo joven en Perú es así...pero creo que estas personas podrían hacer grandes cosas y espero que decidan dedicarse a la macroeconomía. ■

REFERENCIAS

- Christiano, Lawrence & Ikeda, Daisuke, 2011. "Government Policy, Credit Markets and Economic Activity," NBER Working Papers 17142, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Christiano, Lawrence & Ikeda, Daisuke, 2013. "Leverage Restrictions in a Business Cycle Model," NBER Working Papers 18688, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Christiano, Lawrence & Motto, Roberto & Rostagno, Massimo, 2013. "Risk Shocks," NBER Working Papers 18682, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Kiyotaki, Nobuhiro & Moore, John, 1997. "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 105(2), pages 211-48, abril.