

la política monetaria  
bajo incertidumbre

ALAN GREENSPAN

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

resumen / abstract

El autor sostiene que los modelos de administración de riesgo deben ser usados como factor de inspiración de la política monetaria, así impliquen indisciplina frente a una regla formal de política, para evitar la materialización de eventos catastróficos.

The author holds that models of risk administration must guide monetary policy-makers even if these imply a stray from the path of a formal policy rule, because the main challenge is to prevent catastrophic events.



Estas observaciones fueron realizadas en un simposio patrocinado por el Banco de la Reserva Federal de la ciudad de Kansas, Jackson Hole, Wyoming, 29 de agosto 2003.

La incertidumbre no sólo es un rasgo importante del panorama de la política monetaria; es una característica definidora del mismo. Como consecuencia, el manejo de la política monetaria en los Estados Unidos involucra en su centro elementos cruciales de administración del riesgo, proceso que requiere del conocimiento de las diversas fuentes de riesgo e incertidumbre que enfrentan los que formulan la política y la cuantificación de estos riesgos, cuando esto sea posible. Esto también incluye idear, a la luz de estos riesgos, una estrategia en cuanto a la política dirigida a maximizar las probabilidades de alcanzar con el tiempo nuestra meta de estabilidad de precios y el máximo crecimiento económico sostenible que asociamos con esto.

Respecto a este objetivo, hemos utilizado el trabajo de analistas que durante los últimos cincuenta años han dedicado grandes esfuerzos a incrementar nuestra comprensión de la economía y su mecanismo de transmisión monetaria. Un resultado crítico ha sido la identificación de una colección relativamente pequeña de relaciones claves que, tomadas juntas, proveen una útil aproximación a la dinámica de nuestra economía. Esta aproximación refuerza los modelos estadísticos que usamos en la Reserva Federal para determinar la probable influencia de nuestras decisiones de política.

A pesar de los enormes esfuerzos para capturar y cuantificar estas relaciones macroeconómicas de fundamental importancia, nuestro conocimiento acerca de muchos de los principales enlaces dista de ser completo y muy probablemente esto continuara siendo así. Todo modelo, sin importar cuán detallado o bien diseñado sea conceptual y empíricamente, es una representación sumamente simplificada del mundo que experimentamos con todas sus incertidumbres



fundamentadas en el día tras día. En consecuencia, aun con los grandes avances en capacidades computacionales y mayor comprensión de los enlaces económicos, nuestro conocimiento es escasamente suficiente para mantenerse al ritmo de la siempre creciente complejidad de nuestra economía global.

Dada esta inconsistencia es evidente que un enorme descuido de nuestros modelos estructurales es que, para comodidad en la estimación de parámetros, se presume que las respuestas económicas no sólo son fijas a través del tiempo, sino que, por lo general, son asumidas como lineales. Una suposición de linealidad puede ser adecuada para estimar relaciones promedio, pero pocos esperan que una economía responda linealmente a toda aberración. Aunque algunas no-linealidades son tomadas en cuenta en nuestros ejercicios modeladores, no podemos tener la certeza de que nuestras simulaciones proveen aproximaciones razonables al comportamiento de la economía en tiempos de grandes choques idiosincrásicos.

La historia reciente ha reforzado la percepción de que las relaciones en las que se fundamenta la estructura de la economía cambian con el tiempo en formas que es difícil anticipar. Esto ha sido más evidente en el cambiante papel de nuestro estándar de medida del stock de dinero. Debido a que una tasa de interés, por definición, es la tasa de cambio de dinero por elementos no monetarios, el dinero es obviamente fundamental para la política monetaria. Como sea, en las últimas dos décadas, la definición del dinero ha sido opacada por la introducción de tecnologías, que han facilitado la proliferación de productos financieros y han alterado la relación empírica entre la actividad económica y lo que definimos como dinero, y con esto, han inhibido la importancia de la política monetaria para el control de la cantidad de stock monetario<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Sin embargo, en la tradición de Milton Friedman, es difícil desentender la relación entre dinero y precios. En particular, desde 1959 el suministro de dinero, la proporción de M2 del GDP real, se ha incrementado en una tasa anual del 3.7% y los precios GDP han alcanzado el 3.8% por año (Una serie de tiempo consistente para M2 está disponible para 1959, entre otros cambios, los datos de depósitos con una frecuencia diaria fueron incorporados en las medidas de los agregados monetarios como de esta época).





Otro ejemplo referente a cambios estructurales, hace alusión a innovaciones en el sector hipotecario. Esto incluye la eliminación de la Regulación Q, el surgimiento de préstamos de tasa variable, el crecimiento del mercado de hipotecas respaldadas e incrementos en la eficiencia del proceso de aplicación de créditos. Estos desarrollos parecen haber generado amortiguadores de la actividad en el mercado inmobiliario hasta cierto punto frente a cambios en la política monetaria. Pero algunas de estas mismas innovaciones en el financiamiento inmobiliario han abierto nuevos caminos a la influencia de la política monetaria en el comportamiento económico. Por ejemplo, los propietarios se han visto en la capacidad, con creciente facilidad, de extraer diferencia entre el valor de su propiedad y la cantidad por la cual está hipotecada, y esto sin duda ha ayudado a mantener el gasto de los consumidores en los años recientes, complementando los efectos tradicionales de la política monetaria.

\* \* \*

¿Cuáles son entonces las implicaciones de esta irreductible incertidumbre para el manejo de la política monetaria? Una proposición bien conocida es que, bajo un juego de suposiciones bastante restrictivas, la incertidumbre no tiene relación con las acciones que los hacedores de política podrían escoger, y ellos deben actuar como si conocieran la estructura precisa de la economía<sup>2</sup>. Estas suposiciones—linealidad en la estructura de la economía, conocimiento perfecto de la sensibilidad al interés del gasto agregado y otros llamados parámetros de sesgo, y una actitud verdaderamente específica de los hacedores de política en cuanto al riesgo—nunca se presentan en el mundo real.

<sup>2</sup> William Brainard, "Uncertainty and the Effectiveness of Monetary Policy", *American Economic Review*, mayo 1967, pp. 411-425.

En realidad, dado nuestro conocimiento, inevitablemente incompleto acerca de aspectos estructurales muy claves de nuestra siempre cambiante economía y los ocasionalmente asimétricos costos o beneficios de sucesos particulares, un banco central, buscando maximizar su probabilidad de alcanzar sus metas, es conducido, yo creo, a una administración del riesgo próxima a la política. Con esto quiero decir que los hacedores de política necesitan considerar no sólo la más probable trayectoria futura para la economía sino también la distribución de posibles sucesos sobre esa trayectoria. Necesitan, entonces, buscar un juicio de probabilidades, costos y beneficios de los diversos sucesos posibles bajo las opciones alternativas para la política.

Una acción de política que es calculada para ser óptima con base en una simulación de un modelo particular, podría no serlo una vez que la extensión total de la incertidumbre en el ambiente de construcción de la política es tomada en cuenta. En general, es enteramente posible que diferentes políticas mostraran diferentes grados de fortaleza con respecto a la verdadera estructura fundamental de la economía.

Por ejemplo, la política A podría ser juzgada como la mejor para promover los objetivos de los que formulan la política, condicionado en un modelo particular de la economía, pero puede considerarse también que tiene consecuencias adversas relativamente severas si la estructura real de la economía difiere de aquella que es asumida. De otro lado, la política B puede ser de alguna forma menos efectiva promoviendo los objetivos de la política bajo el modelo asumido, pero puede ser relativamente benigno en el evento de que tal economía difiera del modelo empleado. Estas consideraciones han inclinado a los hacedores de política de la Reserva Federal hacia políticas que limitan el riesgo de deflación, aun cuando los pronósticos de los modelos más convencionales no proyecten un evento así.

\* \* \*

Hoy en día, los practicantes de la política que operan bajo un paradigma de administración del riesgo podrían llegar a emprender acciones encaminadas a proveer cierta seguridad ante situaciones o sucesos especialmente adversos. Por ejemplo, siguiendo el incumplimiento ruso respecto a su deuda, en el otoño de 1998, el Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) suavizó la política pese a nuestra percepción de que la economía se estaba expandiendo a un paso satisfactorio y que, aun sin una iniciativa política, era probable que lo continuara haciendo<sup>1</sup>. Suavizamos la política porque nos preocupaba el riesgo, de baja probabilidad, que el incumplimiento pudiera afectar con severidad el mercado financiero interno y los externos, con una enorme retroalimentación, adversa para el desempeño de la economía estadounidense.

El resultado de un evento de baja probabilidad y unas severas consecuencias, fue juzgado como una gran amenaza y que las posibles consecuencias adversas de aseguramiento podrían mostrar como innecesaria. El costo (o prima) de la seguridad ante el contagio financiero fue el incremento asociado en el riesgo de una inflación más alta en una fecha futura. Este costo fue considerado en la época como relativamente bajo, mayormente porque el aumento de la competencia, inducido por la globalización, impidió que los empleadores transmitieran mayores costos laborales a los precios. Dado el incumplimiento ruso, los beneficios de la inusual acción política fueron considerados como preponderantes respecto a sus costos.

Un análisis de costo-beneficio como éste es un elemento de la toma de decisiones en política monetaria y son señales indicativas de una suavización monetaria que resulta necesaria cuando las consecuencias resultantes de un evento contraccionario, como el incumplimiento de Rusia, parecen crecientemente probables y su ocurrencia en especial costosa. Inversamente, en 1979, con la inflación amenazando con salirse de control, el costo para la economía de un

<sup>1</sup> Ver minutos de la reunión de FOMC 29 de septiembre de 1998.

mayor retiro de liquidez fue considerado mucho menor que las potenciales consecuencias a largo plazo de dejar crecer los precios sin dirección.

\* \* \*

Al implementar una administración de riesgo próxima a la política debemos afrontar el hecho de que sólo un número limitado de riesgos puede ser cuantificado con algo de seguridad. Y aún estos riesgos son por lo general cuantificables, sólo si aceptamos la suposición de que el futuro reproducirá el pasado. Otros riesgos son esencialmente incuantificables puesto que no podemos apreciar por completo el rango de posibilidades en su totalidad, sin hablar de la probabilidad de cada posibilidad. Como resultado, la administración de riesgo a menudo involucra consideraciones significantes por parte de quienes hacen la política, en cuanto evaluamos los riesgos de diferentes eventos y la probabilidad de que nuestras acciones alteren dichos riesgos.

Para estas consideraciones nosotros, los que formulamos la política, en lugar de confiar únicamente en los enlaces específicos expresados en nuestros modelos formales, hemos tendido a actuar siguiendo hipótesis más comprensivas de cómo funciona el mundo. Por ejemplo, la inferencia de cómo los agentes del mercado podrían responder a una iniciativa de política monetaria, puede requerir remitirse a comportamientos pasados durante un periodo aproximadamente comparable con la situación objeto del estudio actual.

Algunos críticos han argumentado que una aproximación a la política como ésta es demasiado indisciplinada - argumentativa, aparentemente discrecional, y difícil de explicar-. La Reserva Federal debe, concluyen algunos, intentar ser más formal en sus operaciones, atando sus acciones únicamente a las prescripciones de una regla formal política. Es altamente dudoso que tal rigidez conduzca a una mejora en el desempeño económico. Nuestro problema no es la complejidad de



nuestros modelos sino la mayor complejidad de una economía mundial cuyos enlaces fundamentales parecen estar en continuo movimiento.

Las reglas son simples por naturaleza, y cuando hay cambios significativos en los factores de incertidumbre económica, ellas no pueden sustituir los paradigmas de la administración de riesgo, que se acomodan mucho mejor a la formulación de la política. Si introducimos una regla de tasa de interés ¿Cómo juzgaríamos el significado de una regla que propone una tasa por encima o por debajo de la actual? ¿Deben los hacedores de política ajustar la tasa actual a la sugerida por la regla? ¿Debemos concluir que esta desviación es una variación normal y hacer caso omiso de esto? ¿O podemos asumir que los parámetros de esta regla están mal y ajustados para adecuarlos con la tasa actual? Dados los errores en nuestros datos básicos, junto con la variación normal, no podemos saber el correcto curso de acción durante un tiempo considerable. En parte por estas razones, las prescripciones de reglas normales sobre tasas de interés son, en el mejor de los casos, vistas sólo como útiles aditamentos para la política, como muchos defensores de reglas de política han sugerido.

\* \* \*

En resumen, la política monetaria basada en la administración del riesgo parece ser el sistema más útil para la gestión monetaria. Los crecientemente intrincados enlaces económicos y financieros en nuestra economía global, a mi juicio, precisan dicha conclusión.