



## La política monetaria posterior a la crisis<sup>1</sup>

Edson Roger Ortiz Cardona<sup>2</sup>

### I. Introducción

Este día, exactamente hace 10 años (14 de septiembre de 2007), los depositantes del Banco Northern Rock en Inglaterra formaban largas filas para recuperar sus ahorros. Ellos habían perdido la confianza en sus bancos después de escuchar las noticias en las que se había concedido un préstamo de emergencia por parte del Banco de Inglaterra.

Esta asistencia financiera fue la última esperanza para Northern Rock, que para esa fecha fue incapaz de obtener fondos del mercado. Dada esa situación, el banco no fue capaz de encontrar compradores de sus seguros inmobiliarios, los cuales en el pasado habían sido la fuente principal de fondeo de dichos bancos. Como sabemos ahora, Northern Rock no sería el único banco en presentar problemas debido a la crisis financiera y a la posterior crisis económica.

La incertidumbre en el mercado financiero generó la caída más pronunciada en el Producto Interno Bruto (PIB) en la historia de posguerra. La severidad de la contracción afectó no solo al público en general, sino también a economistas indefensos. Por su parte, el ganador del Premio Nobel de Economía Robert Lucas había señalado que el problema medular para la prevención de la depresión había sido resuelto.

Un año después, Ben Bernanke, entonces Gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos de América (EUA), pronunció un discurso en el cual señalaba el desarrollo económico más sorprendente en los últimos 20 años, a saber, la extrema estabilidad económica en los países industrializados.

Esta apreciación descansó sobre la observación que, desde mediados de la década de los ochenta, la inflación y el PIB se habían estado moviendo con un grado de sincronización sin precedentes; razón por la cual el discurso de Ben Bernanke fue titulado, apropiadamente, "La Gran Moderación".

Él atribuyó la creciente estabilidad al desarrollo económico principalmente de una mejor política monetaria: en la década de los sesenta y setenta, los bancos centrales y del sistema fueron todavía apreciados por la idea de que la política monetaria podría aprovechar un intercambio permanente entre inflación y desempleo, mediante el cual, aceptando un poco de mayor inflación, los hacedores de política podrían reducir el desempleo.

Como Ben Bernanke señala en su discurso, la idea pareció ser incorrecta. Una inflación más alta no es capaz de mantener un bajo desempleo en el largo plazo. Una vez la inflación aumenta, los trabajadores y los sindicatos forman sus expectativas de que esta política monetaria expansiva persistirá en el futuro también. Estos en consecuencia demandan mayores salarios nominales que puedan compensar la pérdida en el poder adquisitivo. Lo cual contradice la formación de empleos. Este es un fenómeno que los economistas denominan problema de inconsistencia dinámica.

<sup>1</sup> Resumen y traducción libre del documento "Monetary policy after the crisis", Jens Weidmann (2017).

<sup>2</sup> Analista III de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.



La política monetaria dirigida hacia el crecimiento del empleo en el corto plazo o incluso aquella que pretenda empujar al desempleo por bajo de sus niveles estructurales solo terminará finalmente generando mayores tasas inflacionarias. Esto fue lo que ocurrió en la década de los setenta y principios de los ochenta, cuando la inflación en la mayoría de países industriales presentaron promedios de 8.5%. No solo factores determinantes como los incrementos en los precios de bienes energéticos sino también la orientación de los bancos centrales hacia una política monetaria centrada en el empleo provocó la ausencia de la independencia de la banca central por varios trimestres.

Una política monetaria que esté centrada en salvaguardar la estabilidad monetaria se inclinará, por otra parte, a reducir la volatilidad en la actividad económica. Si los esfuerzos de la banca central por la estabilidad de precios son creíbles, la moderación de los salarios será un resultado de ello.

En sus observaciones, Bernanke indicó la esperanza de que los hacedores de política monetaria no olvidarían las lecciones del período de inflación galopante en la década de los setenta y principios de los ochenta y que la era de la estabilidad macroeconómica persistiría por un largo tiempo. Los bancos centrales alrededor del mundo responden a las crisis financieras –y a las crisis de deuda soberana que golpearán a la Zona Euro con posterioridad– recurriendo a medidas consideradas hasta ahora inconcebibles: reducir la tasa de interés a cero o incluso por debajo de ello, proveer liquidez ilimitada, y compra de activos en una gran escala.

### II. Política de liquidez

Me gustaría iniciar presentando lo que es uno de los síntomas más distintivos de la reciente crisis financiera: el aumento repentino en la

## Contenido

1. La política monetaria posterior a la crisis .....p. 1
2. Política monetaria: ¿Por regla, por comité o por ambos?.....p. 3

provisión de liquidez de los bancos centrales. Como un caso puntual, los excesos de liquidez en la Zona Euro han crecido de 1.2 billones de euros en julio de 2007 a 230 billones al final de 2008. Podría no parecer mucho comparado con los 1,668 billones de exceso de liquidez, el cual se ha expandido mucho más gracias al programa de compra de activos de la Zona Euro, siendo a la fecha un incremento notable.

Aquí encontramos una simple explicación del mecanismo de transmisión de la política monetaria en la Zona Euro tal como se reflejó previo a la crisis financiera: el banco central cambia sus tasas de interés de corto plazo, refinanciando operaciones libres de riesgo, lo cual impacta en el mercado interbancario. Los bancos transmiten el estímulo de política monetaria al resto del mercado financiero y finalmente al sector real. Así es como la política monetaria estimula los precios.

Una vez la crisis estalló, sin embargo, el proceso de transmisión monetaria enfrentó el peligro de ser detenido abruptamente.

Los bancos generaron dudas respecto a la firmeza de sus contrapartes. El riesgo se difundió entre los distintos mercados, el volumen de transacciones en el mercado monetario declinó, y este decaimiento forzó a los bancos a utilizar las operaciones de política monetaria para fondeo. El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) reaccionó cambiando sus operaciones de refinanciamiento a licitaciones con asignaciones completas. Asimismo el Consejo otorgó operaciones adicionales de refinanciamiento a largo plazo, incluyendo naturalmente, las operaciones de refinanciamiento a 3 años al final del año 2011 y principios del 2012 en particular. Al mismo tiempo se redujo el umbral de calificación para ciertos tipos de colateral de la política monetaria y así otorgar a los bancos una amplia gama de instrumentos para tomar refinanciamiento de préstamos de la Eurozona.

Los bancos centrales de la Zona Euro –como cualquier otro en el mundo– asumieron, en mayor medida, el rol de los mercados monetarios como un intermediario durante la crisis. Actuando como prestamista de última instancia de los bancos, ellos fueron capaces de contener las amenazas de masivas corridas bancarias.

Sin embargo, este enfoque se convirtió en un problema, una vez la provisión masiva de dinero de los bancos centrales pasó de ser usado para compensar las deficiencias temporales de liquidez a ayudar a mantener a flote a los bancos que no disponían de un modelo de negocios sostenible a largo plazo. Estas instituciones tendían a prolongar sus préstamos a sus clientes y así no tener que tomar pérdidas financieras potenciales. Sin embargo, ellos subsecuentemente también obtuvieron menores nuevos préstamos. Esto significa que el fondeo se mantiene con firmas menos productivas en lugar de ser canalizado hacia firmas más innovadoras. La situación en Japón debería de servir como advertencia al respecto.

Bancos débiles, en consecuencia, tienden a estimular firmas débiles y la distribución ineficiente de recursos desestimula el dinamismo y las innovaciones en la economía. Estudios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD) señalan que un número no despreciable de firmas pueden ser clasificadas como “firmas zombies”.

Los economistas Fabiano Schivardi, Enrico Sette y Guido Tabellini muestran cómo la salud del sistema bancario tiene un efecto sobre la asignación de capital. Ellos estimaron que la mala asignación del crédito en Italia redujo la tasa de crecimiento anual del Producto Interno Bruto (PIB) entre 0.20 y 0.35 puntos porcentuales en el período 2008 al 2013.

Lo que hemos visto, en consecuencia, es que la provisión de liquidez es un acto de balance de los bancos centrales. No proveer suficiente liquidez podría causar una chispa que se convierta en un incendio, mientras proveer mucha liquidez, y así mantener a los “bancos zombies” en soporte vital, podría generar que los fundamentos de un sistema económico competitivo se conviertan en frágiles y temblorosos.

Este dilema no puede ser resuelto por política monetaria, en sí misma. Es en consecuencia importante para los bancos mantenerse suficientemente capitalizados de tal forma que sean capaces de hacer frente a pérdidas de crédito. Por esta razón, es bueno que los bancos ahora requieran mantener más y mejor calidad de capital. Es igualmente necesario continuar en la reducción de sus tenencias de préstamos morosos.

Finalmente todo se reduce, en particular, a proveer mayores incentivos a los bancos para ser más precavidos con los riesgos y sus procesos de tomas de decisiones de lo que fueron previo al desarrollo de la crisis. En ese sentido, debe asegurarse que las instituciones con modelos de negocios más riesgosos también paguen primas por riesgo mayores.

Esto, sin embargo, también requiere de inversionistas que se encuentren advertidos de los riesgos de sus propias acciones. Y un factor decisivo aquí es que los bancos, en un apuro, soliciten ser declarados en quiebra y que, al mismo tiempo, los inversores y acreedores, y no los pagadores de impuestos, sean los primeros en la fila para recoger la cuenta de las pérdidas de los bancos.

Estos factores son los que hacen que las nuevas reglas europeas para la resolución bancaria, y su rigurosa aplicación, sean muy importantes. En medio de todo el contencioso debate, los eventos recientes han mostrado, al menos, que los bancos son ahora capaces de salir al mercado sin poner en peligro la viabilidad funcional del sistema financiero.

Pero para no desbaratar estas reglas, la Zona Euro ha vuelto, en el largo plazo, a una forma de proveer liquidez que está más en línea con las condiciones del mercado. El marco de política monetaria previa a la crisis ha tenido algún mérito en ese sentido. Los bancos obtuvieron liquidez de la Zona Euro a términos que no fueron significativamente más favorables a aquellos que se aplicaron en el mercado interbancario. Si el banco central presta a precios que no son acordes a las condiciones de las instituciones financieras de crédito, entonces esto significa que es más favorable obtener fondos por medio de esta, que por medio del mercado monetario. En ese sentido, los bancos tendrán menores incentivos a disminuir sus primas por riesgos a través de un manejo apropiado del riesgo.

Esto aplica, de igual manera, a las operaciones de refinanciamiento a largo plazo. Las tasas de interés para refinanciamientos de largo plazo no han sido fijadas por los bancos débiles del sistema. Aún más, esto distorsiona la competencia porque las instituciones que no tienen modelos de negocios sostenibles pueden obtener fondos del Eurosistema a largo plazo sin considerar el riesgo que involucra, y aún más, con un colateral de baja calidad menor que el colateral del mercado interbancario.

Director	Producción
Johny Rubelcy Gramajo M.	Sergio A. Hernández R. Leonel Enrique Dubón Q.
Consejeros	
Armando Felipe García Salas A.	Edición
Edgar Rolando Lemus R.	Juan Francisco Sagúí Argueta
Coordinador	Arte y Diagramación
Ivar Ernesto Romero Ch.	Pedro Marcos Santa Cruz L.

Impresión:  
Litografía OPP

**NOTAS MONETARIAS** es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, de consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: **NOTAS MONETARIAS** del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, Ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.

### III. Política monetaria y estabilidad financiera

La economía debe su nombre al filósofo griego Aristóteles, quien entendió la economía como una ciencia social amplia, la cual ha sido construida sobre un profundo fundamento moral. Para Aristóteles el concepto de moderación fue central en todas las formas. De acuerdo a esta visión, una verdadera “Gran Moderación” significaría seguramente no solo una moderación de la inflación y de las fluctuaciones económicas, sino también involucraría evitar excesos en el sistema financiero.

En ese sentido, ¿a qué se asemejaría la nueva división del trabajo en macroeconomía? ¿Qué papel debería la política monetaria cumplir en términos de asegurar la estabilidad financiera? Este es, de hecho, el mayor foco de investigación del Banco de Alemania, el cual ha formado lo que se ha conocido como la trinidad de la red de investigación junto con el Banco de Suecia y el Banco de la Reserva Federal de New York para indagar sobre estos aspectos.

Un elemento sí me parece obvio: la política monetaria motiva la propensión de los agentes económicos a tomar riesgos. Uno de los objetivos actuales de la política monetaria es, por supuesto, tomar activos financieros riesgosos comparativamente más atractivos a través de muy bajas tasas de interés libres de riesgo, los hacedores de política están fijando sus esperanzas sobre lo que es conocido como el canal de rebalanceo de portafolio.

Las cifras confirman esto: incluso los alemanes, que tienden a ser más conservadores en sus decisiones de inversión, están actualmente colocando mayor dinero en portafolios potencialmente más rentables, pero al mismo tiempo en activos financieros más riesgosos tales como participaciones y fondos mutuales. Y la exuberancia sobre la variedad de mercados de activos en la Zona Euro al momento está ciertamente relacionado con un ambiente de bajas tasas de interés.

La política monetaria puede, entonces, afectar la disposición de los agentes financieros a tomar riesgos. Y esto también influencia la propensión de los bancos a correr riesgos de otra manera, si bien no intencionada: en la medida que mayor sea la protección del banco central a los bancos del sistema contra los riesgos potenciales y los lleve a creer que ellos recibirán fondos del banco central cuando se presenté el peor escenario, menos cauteloso serán al momento de tomar riesgos excesivos.

Estudios recientes —como los del ex economista jefe del Fondo Monetario Internacional y Gobernador del Banco Central de India, Raghuram Rajan, así como del Premio Nobel de Economía Jean Tirole— proveen clara evidencia que la promesa implícita de un banco central a conducirse mediante reducciones de tasa de interés y proveer liquidez en una crisis aumenta el apetito de los bancos por el riesgo. En otras palabras, la política monetaria afecta la estabilidad financiera. ¿Pero esto significa que los hacedores de política monetaria deberían hacer de la estabilidad financiera un objetivo explícito, tal vez a la par de un objetivo de estabilidad de precios?

Esto sería peligroso, en mi opinión. En la medida que mayor sean los objetivos que los hacedores de política persiguen, más probable será que se perturben por un conflicto de objetivos y se vean forzados a ponderar un objetivo respecto a otro. Esto no solo podría ubicar a la política monetaria bajo una mayor presión política, sino también podría dar la impresión de arbitrariedad en la conducción de la política monetaria.

Este problema es especialmente marcado cuando este viene a la par de la estabilidad financiera. Después de todo, el concepto de estabilidad financiera es mucho más difícil de comprender que el de estabilidad de precios. La estabilidad de precios puede ser representado usando el único indicador, el índice de precios al consumidor. No existe tal indicador para la estabilidad financiera. La estabilidad financiera es a menudo definida, muy ampliamente, como un estado en el cual el sistema financiero desempeña todas sus funciones macroeconómicas de forma adecuada.

Pero la ausencia de un indicador claro, con el cual medir si un objetivo de política monetaria ha sido alcanzado, puede dañar la credibilidad de dicha política. Más aún, un conflicto potencial de objetivos entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera proviene del hecho de que la política monetaria podría no solo ayudar a prevenir desbalances financieros. Esto podría también mitigar sus consecuencias después de un evento —mediante la generación de inflación, lo cual reduce el valor real de las deudas, por ejemplo—. Existe, en consecuencia, un intercambio de corto plazo entre el objetivo de estabilidad de precios y la estabilidad financiera, lo cual puede resultar en una mayor inflación en el largo plazo.

### IV. Conclusiones

La política monetaria desempeña de mejor manera su función a la sociedad si se concentra en salvaguardar la estabilidad de precios. La lección de la “Gran Moderación” se mantiene vigente. Igualmente, es también cierto que la estabilidad macropudencial permanente no puede ser alcanzada sin una estabilidad financiera. Aquí, los instrumentos macropudenciales son el método de primera elección para asegurar el sistema financiero. Sin embargo, si los riesgos de estabilidad financiera se incrementan y, por ejemplo, se presenta un crecimiento excesivo del crédito que ponga en peligro la estabilidad de largo plazo, la política monetaria no debería ser un simple espectador.

Mi contribución personal para encontrar el instrumento clave en la política económica, en materia monetaria y de estabilidad financiera, es concluir en este punto, esperando a continuación un debate activo.

### Referencias

Weidmann, Jens (2017). “Monetary policy after crisis”. <https://www.bis.org/review/r170919b.pdf>

## Política monetaria: ¿Por regla, por comité o por ambos?<sup>1</sup>

### I. Introducción

En los años recientes se han dado reformas en los procesos de toma de decisión de política monetaria en muchos bancos centrales. Estas reformas han aumentado el número de comités y disminuido la cantidad de gobernadores tomando decisiones individuales (el modelo del gobernador solitario). Estamos a solo unos meses del veinte aniversario de la introducción del Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra,<sup>2</sup> solo a unos años del 300 aniversario de la venerable Dama de la Calle Treadneedle.<sup>3</sup> El Banco de Israel hizo la transición a Comité de Política en 2010, y recientemente los bancos centrales de India y Nueva Zelanda entregaron su política monetaria a comités.

La Reserva Federal no es parte de esta tendencia, sin embargo el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) ha sido responsable de la política monetaria en Estado Unidos desde que se estableció en el Acta Bancaria de 1935, dos décadas después de la fundación de la Fed.

<sup>1</sup> Traducción libre y resumen de la publicación: *Monetary policy: By Rule, By Committee, or By Both?*, Remarks by Stanley Fischer, Vice Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System, at the 2017 U.S. Monetary Policy Forum, New York, March 3, 2017. Este resumen fue elaborado por Mariano José Gutiérrez Morales, Analista III del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala.

<sup>2</sup> El comité fue creado el 6 de mayo de 1997.

<sup>3</sup> *The Old Lady of Threadneedle Street*, sobrenombre con el que se conoce popularmente al Banco de Inglaterra.

La transición hacia comités refleja muchas ventajas al agregar una amplia gama de información adicional, perspectivas diversas y diferentes modelos al proceso de análisis y toma de decisión. A pesar de la importancia de los comités en la banca central moderna, el papel de estos en la formulación de política no ha atraído tanta atención académica, como sí lo han hecho las reglas de política.

La literatura sobre Reglas de política monetaria data, al menos, desde Adam Smith e incluye contribuciones importantes de David Ricardo, Knut Wicksell y Milton Friedman. Recientemente, John Taylor ha dominado la agenda de investigación con su regla homónima, y un gran número de documentos académicos han examinado la efectividad y robustez de las reglas de política. En contraste, el estudio del papel de los comités de política ha sido muy reducido, a pesar del perspicaz trabajo de Alan Blinder.

Los comités y las reglas de política podrían parecer enfoques opuestos de formulación de política, uno podría incluso pensar que un banco central que converge a una sola regla de política no necesitaría un comité de política monetaria. Pero en la práctica, por ejemplo, la Fed opera a través de un comité de política monetaria y considera las recomendaciones de una serie de reglas de política en el proceso de toma de decisión. Los comités pueden agregar una gran cantidad de información, no solo datos, también apreciaciones históricas que es muy difícil cuantificar numéricamente. Los buenos comités también ofrecen diferentes perspectivas y modelos económicos subyacentes para la interpretación de la coyuntura económica. En contraste, la regla de política, estrictamente definida, es numérica y está restringida a una sola perspectiva de la economía.

Los comités y las reglas tienen, cada una, sus propias ventajas. Los comités incorporan una amplia gama de información y tienen la capacidad para innovar. Las reglas simplifican las comunicaciones del banco central, una característica muy importante en los modelos *forward-looking* de la economía. En contraste, la diversidad de opiniones en los comités pueden ser un problema al momento de comunicar sus decisiones. Esta es una de las quejas frecuentes sobre las publicaciones del FOMC.

## II. ¿Por qué la mayoría de bancos centrales toman sus decisiones de política monetaria en un comité?

Hablaremos ahora del proceso de decisión de los bancos centrales. Un dato interesante sobre la Fed es que es el tercer banco central de los Estados Unidos. Mientras que los bancos centrales más antiguos de Europa, el Riskbank y el Banco de Inglaterra, han sobrevivido por más de trescientos años, la Fed recientemente cumplió cien.

Roger Lowenstein, en su libro *Bancos de América*, cuenta que no fue fácil establecer este tercer banco central. También cuenta, para los que se acercan al tema por primera vez, que uno de los mayores problemas relacionados con la estructura de la Fed era político. Quiere decir que los desacuerdos subyacentes en el establecimiento de la Reserva Federal eran que el nuevo banco central no distorsionara el balance del poder existente en la economía estadounidense. De hecho, no fue sino hasta 1935 que la presente estructura del FOMC fue establecida, en la cual 7 miembros de la Junta de la Reserva Federal de Washington, nominados por el Presidente y confirmados por el Senado, votan junto con 5 de los 12 presidentes de los Bancos de Reserva.

Entonces ¿por qué comités de política?, ¿qué los hace especiales? Hay muchas razones para esta preferencia: para empezar cada miembro del comité trae a la mesa su propia perspectiva del mundo, así como información importante que los otros miembros podrían haber omitido. Además, los comités son menos propensos a tomar posicionamientos extremos, la discusión, deliberación y el voto tiende a llevar la política a resultados mejor discutidos. Los comités también tienden a ser menos volátiles o radicales, dándole inercia a la política, lo cual puede ser deseable (dependiendo de la coyuntura). Finalmente, estudios académicos han mostrado que una combinación de pronósticos es mejor, en el transcurso del tiempo, que un solo pronóstico. En resumen, es más probable que los comités, en promedio, tomen mejores decisiones de política monetaria que los individuos.

A pesar de la tendencia hacia los comités de política monetaria, cada banco central y su estructura institucional refleja la política y la cultura del país al que sirve (o países, en el caso del Banco Central Europeo). La Reserva Federal no es la excepción, como demuestra el libro de Lowenstein. En los años anteriores a 1913, Estados Unidos sufrió una serie de crisis financieras, culminando con el pánico de 1907. Este hecho convenció a muchos interesados de que Estados Unidos necesitaba un Banco Central. La estructura única con un comité de gobernadores y con 12 Bancos de Reserva dispersados por el país, refleja una lucha de muchos años por balancear una variedad de intereses que competían entre sí: los agricultores en el centro del país y los banqueros de Wall Street; los populistas y los federalistas; los acreedores y los deudores. La Fed y su comité de política reflejan el reto que sus fundadores encararon para resolver estos intereses encontrados, y cómo lograron crear una institución que representa la economía y la diversidad geográfica de América.

El balance regional, derivado de la forma en la que el FOMC está integrado, es una característica invaluable. En la primera ronda de las discusiones de política en una reunión típica del FOMC, la mayoría de los presidentes de las Reservas Federales hacen una pequeña introducción, describiendo los eventos económicos de sus respectivos distritos. De dichas presentaciones, uno puede entender lo grande y diversa que es la economía de los Estados Unidos, y por qué los políticos que fundaron la Fed estaban en lo correcto cuando decidieron formar un comité.

## III. Reglas robustas de política monetaria

Hablemos ahora de modelos económicos y política monetaria. Recientemente di una conferencia en la Universidad de Warwick, titulada "Preferiría tener a Bob Solow que un modelo econométrico, pero...", con la cita de Paul Samuelson completa guardada para el final: "Preferiría tener a Bob Solow que a un modelo econométrico, pero preferiría tener a Bob Solow con un modelo econométrico que sin uno". En resumen, la charla discutía la importancia que tienen los modelos y las reglas de política en el proceso de toma de decisión y discusión del FOMC.

Poco después de mi discurso, recibí un *e-mail* de un viejo colega, el profesor Athanasios Orphanides, con el asunto "Preferiría tener a Bob Solow con un modelo y una regla (siguiendo un cuidadoso proceso de evaluación)". ¿Qué implica un "cuidadoso proceso de evaluación"?, parafrasearé a mi colega con detalle.

La recomendación del profesor Orphanides es que el FOMC adopte una regla de referencia, basada en evaluaciones rigurosas y con énfasis particular en (1) robustez del modelo frente a la incertidumbre, (2) robustez a la incertidumbre de la tasa natural (de desempleo), (3) robustez a la formación de expectativas, (4), robustez al tamaño de los *shocks* y a la eficiencia del límite inferior efectivo de la tasa de política y (5) cualquier otra brecha en nuestro conocimiento, que el *staff* de la Fed haya identificado, que pueda ser importante en la evaluación. Sugiere que el FOMC utilice una regla simple, que pueda servir como marco comparativo para guiar la política.

El profesor Orphanides ciertamente presenta un programa de trabajo impresionante para los cuadros técnicos que apoyan al comité. Sin embargo, tiendo a coincidir con John Taylor y con mi colega de la Fed John William cuando dicen que la búsqueda por una regla de política más robusta y mejor, nunca termina.

La conclusión es que las reglas de política son herramientas muy útiles, pero es más probable que se utilicen mejor como *input* en un comité de política. ¿Por qué? Primero, porque la economía es muy compleja y los modelos que intentan aproximarse a ella, pueden fallar. Una dificultad particular es que las expectativas futuras juegan un papel crítico determinando como la economía reacciona a los cambios de política. Más aún, la economía cambia, esto significa que las autoridades monetarias tienen que ser capaces de adaptar sus modelos adecuadamente en tiempo real. Y, finalmente, ningún modelo o regla de política puede capturar la variedad de experiencias y puntos de vista que da un comité, al proceso de toma de decisión. Todos estos factores hacen que un comité sea más recomendable, sobre un único modelo o regla de política o sobre un único gobernador que tome las decisiones de política.