



# Inmovilizados por la incertidumbre

Nicholas Bloom, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones

**Las recuperaciones se frenan cuando las empresas y los consumidores dudan del futuro**

**A**LGUNOS economistas y políticos sostienen que los dos años de crisis de la Gran Recesión en Estados Unidos y la zona del euro en 2008–09 debieron haber estado seguidos de rápidas recuperaciones. Milton Friedman —el difunto premio Nobel de Economía— llamó a este fenómeno la teoría de la “cuerda de guitarra”. Cuando se tira de una cuerda y se la suelta, la cuerda rebota de inmediato, y cuanto más lejos se tira de la cuerda, más rápido regresa.

Pero la evolución de muchas economías avanzadas desde la Gran Recesión no siguió este guión. Más bien, a las profundas recesiones en esas economías siguieron recuperaciones decepcionantes por lo frágiles y lentas. Es como si la cuerda se hubiera tensado tanto que se rompió.

Algo de misterio rodea a este caso. ¿Por qué esta recuperación ha sido tan lenta? Hay quienes dicen que las recuperaciones tras las crisis financieras tienden a ser lentas debido a las secuelas. El argumento es que el sanea-

miento de balances, la débil expansión del crédito y los problemas persistentes en los mercados inmobiliarios frenan la actividad (Claessens, Kose y Terrones, 2012), y a la luz de los datos históricos, tiene sus méritos.

Sin embargo, la actual recuperación ha diferido de otras (vinculadas o no a crisis financieras) al menos en una dimensión importante: se han observado episodios de alta incertidumbre. Esto apunta a una explicación complementaria de la anémica recuperación, una explicación que destaca el freno que la incertidumbre macroeconómica y de políticas supone para la actividad económica. Las empresas han visto con incertidumbre el entorno fiscal y regulatorio en Estados Unidos y Europa, y el consiguiente temor quizás ha sido uno de los factores que ha postergado la inversión y la contratación. Según una encuesta reciente realizada en Estados Unidos por la Asociación Nacional de Economía Empresarial (*Economic Policy Survey*, 2012), la “gran mayoría” de un panel de 236 economistas empresariales “opina que

## Medición de la incertidumbre

La incertidumbre es una variable difícil de cuantificar porque no es observable sino que se deduce de otras. Se trata, en jerga estadística, de una variable latente.

Es posible medirla indirectamente de varias formas, con indicadores que miden aspectos concretos de la incertidumbre que afectan a una economía a lo largo del tiempo. Algunos se centran en la incertidumbre macroeconómica, como la volatilidad del rendimiento de las acciones, la dispersión de pronósticos de desempleo y la frecuencia de ciertos términos como incertidumbre económica en la prensa. Otros observan la incertidumbre microeconómica, por lo general mediante diversos indicadores de variación del producto sectorial, ventas de empresas y rendimientos de las acciones y dispersión de pronósticos de empresas manufactureras (Bloom, 2009; Baker, Bloom y Davis, 2012).

Como el interés principal es la incertidumbre macroeconómica, se observan cuatro indicadores basados en la volatilidad del rendimiento de las acciones y la política económica. El

primero es la desviación estándar mensual de los rendimientos diarios de las acciones de economías avanzadas en la muestra de 21 países, que capta la incertidumbre vinculada a las utilidades empresariales y mide indirectamente la incertidumbre agregada (gráfico 1). El segundo es el índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago (VXO), que mide la volatilidad implícita de los precios de las acciones a partir de opciones del índice S&P 100. El tercero es la incertidumbre de las políticas económicas de Estados Unidos y la zona del euro, que es un promedio ponderado de la frecuencia con que términos como “política económica” e “incertidumbre” aparecen juntos en la prensa; el número de disposiciones tributarias que caducarán en los próximos años; y la dispersión de pronósticos de futuras erogaciones del gobierno e inflación (gráfico 2). El cuarto es la incertidumbre mundial, que capta el movimiento común en el primer indicador utilizando datos de las seis principales economías avanzadas con las series más largas disponibles (gráfico 1).

la incertidumbre sobre la política fiscal está frenando el ritmo de recuperación económica?

Para averiguar en qué medida incide la incertidumbre en la actividad económica, aquí se analizan las características principales de la incertidumbre y su efecto en el crecimiento.

### Aquí, allá, en todos lados

La incertidumbre económica ocurre cuando es poco o nada lo que se sabe acerca del futuro de la economía. Las fuentes de incertidumbre pueden ser muchas: cambios en las políticas económicas y financieras, opiniones diferentes sobre las perspectivas de crecimiento, cambios en la productividad, guerras, terrorismo y catástrofes naturales. Si bien la incertidumbre es difícil de cuantificar, estudios recientes han propuesto varios indicadores basados en muy diversos métodos (recuadro).

Al margen del indicador que se use, está claro que la incertidumbre ha aumentado últimamente (gráfico 1). La incertidumbre sobre las políticas en Estados Unidos y la zona del euro se disparó desde la recesión de 2008 y se ha estancado en niveles altos (gráfico 2). En Estados Unidos, la causa principal ha sido la pugna en torno a la política fiscal, incluidos impuestos y gasto público, cuestiones estructurales a largo plazo, como salud y regulaciones, y programas públicos de prestaciones, como los sistemas de jubilación (seguro social) y de salud para ancianos (Medicare). Curiosamente, la incertidumbre por la política monetaria no parece ser uno de los factores principales del reciente aumento de incertidumbre, quizá debido al bajo nivel de la inflación y las tasas de interés.

A nivel nacional, la incertidumbre sobre la economía va en sentido contrario al ciclo económico. Durante las expansiones, la incertidumbre macroeconómica es, en promedio, mucho menor que durante las recesiones, independientemente del indicador que se utilice (gráfico 3). Asimismo, la incertidumbre microeconómica sobre sectores o empresas específicas, medida según la volatilidad de la productividad fabril en Estados

Unidos, también es anticíclica y, después de 1970, llegó a un máximo durante la Gran Recesión (Bloom *et al.*, 2012).

### Incertidumbre y actividad económica

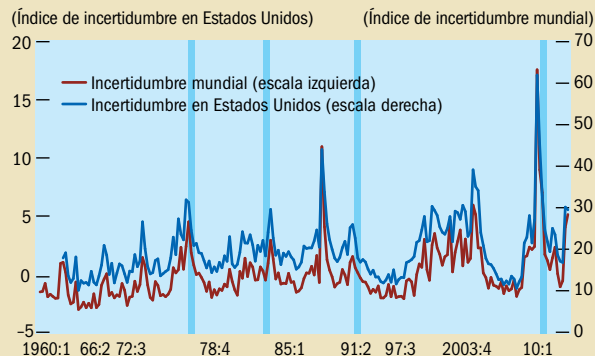
Sin embargo, es difícil establecer causalidad entre la incertidumbre y el ciclo económico. ¿Provoca la incertidumbre recesiones, o viceversa? Cuesta encontrar una respuesta contundente, pero la teoría económica sí distingue canales claros por los que la incertidumbre puede incidir negativamente en la actividad económica.

Por el lado de la demanda, por ejemplo, las empresas que enfrentan una gran incertidumbre reducen la demanda de inversión y postergan proyectos hasta reunir datos nuevos,

Gráfico 1

#### Mayor incertidumbre

La incertidumbre aumenta durante las recesiones, y lo hizo de forma drástica durante la Gran Recesión.



Fuentes: Kone, Loungani y Terrones (2012); y cálculos de los autores.

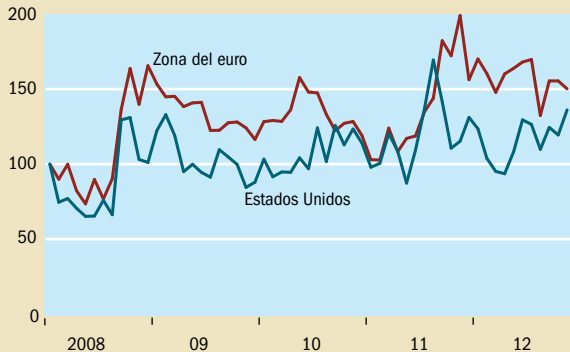
Nota: Las áreas sombreadas denotan períodos de recesión mundial (1975, 1982, 1991, 2009). El índice de Estados Unidos cuantifica la incertidumbre macroeconómica y mide la volatilidad del mercado de acciones. El índice mundial se centra en los movimientos comunes de la volatilidad del mercado de acciones de seis importantes economías avanzadas: Alemania, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido.

Gráfico 2

### Estancamiento en las alturas

La incertidumbre de las políticas en Estados Unidos y la zona del euro ha permanecido en niveles altos desde 2008.

(Índice de incertidumbre de las políticas, enero de 2008 = 100)



Fuentes: Baker, Bloom y Davis (2012) y [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

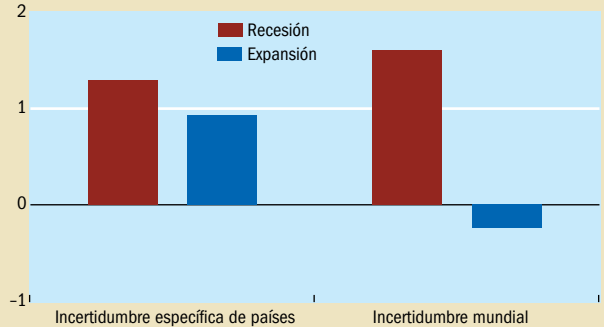
Nota: El índice cuantifica la incertidumbre macroeconómica y mide la volatilidad del mercado de acciones; menciones de "política económica" e "incertidumbre" en los medios de comunicación; número de disposiciones tributarias que caducarán en los próximos años; y dispersión de los pronósticos de futuras erogaciones del gobierno e inflación.

Gráfico 3

### Variación cíclica

Durante las recesiones la incertidumbre es mucho más alta que durante las expansiones, tanto para las perspectivas de un país específico como para la economía mundial.

(Índice de incertidumbre)



Fuente: Kose y Terrones (2012).

Nota: La incertidumbre específica de países es la desviación mensual de los rendimientos diarios de las acciones en cada una de las economías avanzadas. La incertidumbre mundial es el factor común de la incertidumbre específica de países correspondiente a seis economías (Alemania, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y el Reino Unido). Los datos comprenden el período 1960-2011.

ya que dismantelar la inversión suele ser costoso (Bernanke, 1983; Dixit y Pindyck, 1994). Los hogares reaccionan de forma similar, reduciendo el consumo de bienes duraderos hasta que la incertidumbre disminuya. Por el lado de la oferta, la incertidumbre también puede perjudicar los planes de contratación de las empresas debido los costos de ajuste del personal.

Los problemas del mercado financiero, como los registrados desde 2007, pueden aumentar el efecto negativo de la incertidumbre en el crecimiento. Por ejemplo, la incertidumbre dis-

pequeño de la incertidumbre equivalente a 1 desviación estándar está vinculado a una reducción del crecimiento del producto de entre 0,4 y 1,25 puntos porcentuales, dependiendo del indicador (Kose y Terrones, 2012).

La incertidumbre inducida por las políticas también muestra una relación inversa con el crecimiento, y ha alcanzado niveles sin precedentes desde la Gran Recesión. Concretamente, la escalada de la incertidumbre de las políticas entre 2006 y 2011 quizás atrofió el crecimiento en las economías avanzadas



**Al margen del indicador que se use, está claro que la incertidumbre ha aumentado últimamente.**

minuye el rendimiento previsto de proyectos financiados con deuda y dificulta la valoración de las garantías. Los acreedores entonces elevan los intereses y restringen el crédito durante épocas inciertas, reduciendo la capacidad de endeudamiento de las empresas. Este menor endeudamiento provoca una merma de la inversión, sobre todo en las empresas con poco acceso al crédito, con el consiguiente aumento más lento de la productividad debido al menor gasto en investigación y desarrollo. Juntos, estos factores pueden desembocar en un crecimiento del producto mucho menor.

Los datos empíricos indican que la incertidumbre suele perjudicar el crecimiento económico. La tasa de crecimiento del producto está inversamente correlacionada con la incertidumbre macroeconómica. Además, un aumento relativamente

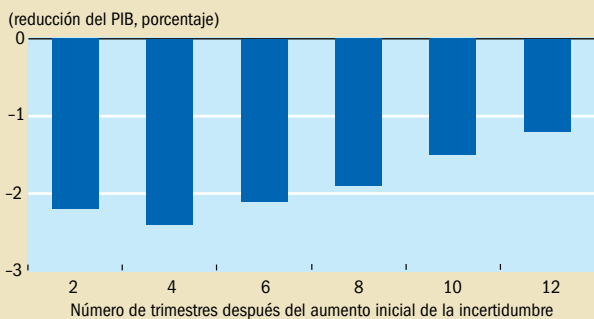
(Bloom, 2009; Baker y Bloom, 2011; Bloom *et al.*, 2012; Hirata *et al.*, de próxima publicación). Según datos empíricos, estos fuertes aumentos de la incertidumbre de las políticas están vinculados a una disminución muy persistente y significativa del producto (gráfico 4).

El grado de incertidumbre económica también parece estar relacionado con la profundidad de las recesiones y el vigor de las recuperaciones. En particular, las recesiones rodeadas de mucha incertidumbre tienden a ser más profundas (gráfico 5), y las recuperaciones que coinciden con etapas de mucha incertidumbre son más débiles. Los niveles inusualmente altos de incertidumbre registrados en la economía mundial desde la última crisis financiera y los consiguientes episodios de recesión fuerte y recuperación débil son cruciales para explicar estos

Gráfico 4

**Efecto depresivo**

Un aumento fuerte de la incertidumbre de las políticas está vinculado a una reducción muy persistente y significativa del producto.



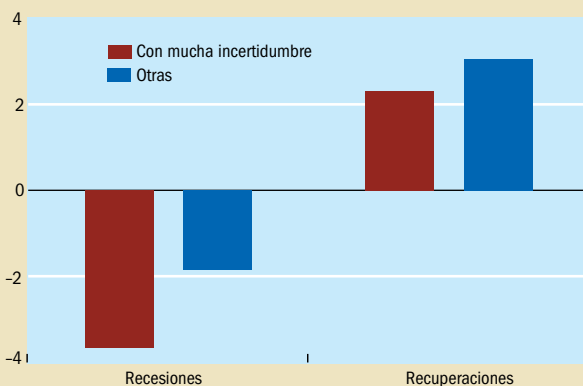
Fuentes: Baker, Bloom y Davis (2012) y [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

Nota: Este gráfico muestra que el PIB disminuye 2,2% en el segundo trimestre a raíz de un aumento de la incertidumbre en el primer trimestre, 2,4% en el cuarto trimestre, y así sucesivamente. Se supone que el aumento de la incertidumbre es igual a la variación desde 2006 (el año previo a la crisis financiera mundial) hasta 2011. Estos resultados se basan en un modelo econométrico de autorregresión vectorial (VAR). El modelo VAR se estima utilizando datos trimestrales de 1985 a 2011 e incluye las siguientes variables: índice de incertidumbre, PIB, índice S&P 500, tasa de interés de fondos de la Reserva Federal, desempleo, inversión y consumo.

Gráfico 5

**La incertidumbre importa**

Las recesiones acompañadas de fuerte incertidumbre suelen ser más profundas que otras recesiones, y la recuperación es más lenta.



Fuente: Kose y Terrones (2012).

Nota: La amplitud de una recesión es la disminución porcentual del producto desde su punto máximo al mínimo. La amplitud de la recuperación es la variación del producto en un año desde el punto mínimo de la recesión.

resultados. Además, la actual recuperación en las economías avanzadas ha coincidido con un menor crecimiento acumulado del consumo y la inversión y con una fuerte y sostenida contracción de la inversión en estructuras mientras la incertidumbre ha sido elevada (Kose, Loungani y Terrones, 2012).

**Las autoridades pueden ayudar**

La fuerte incertidumbre coincide históricamente con períodos de menor crecimiento. El aumento reciente de la incertidumbre hace más probable otra recesión mundial. A las autoridades les resulta difícil superar la incertidumbre intrínseca de los ciclos económicos. Pero la incertidumbre acerca de la política económica es inusualmente alta, y parece contribuir mucho a la incertidumbre macroeconómica. Con medidas energéticas y oportunas, las autoridades en ambos lados del Atlántico pueden reducir la incertidumbre derivada de las políticas y ayudar a reactivar el crecimiento económico en la zona del euro y afianzar la recuperación en Estados Unidos. ■

Nicholas Bloom es Profesor de Economía en la Universidad de Stanford. M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones son Asistentes del Director del Departamento de Estudios del FMI.

**Referencias:**

Baker, Scott, y Nicholas Bloom, 2011, "Does Uncertainty Reduce Growth? Using Disasters as a Natural Experiment", *Stanford University Working Paper* (Palo Alto, California).

Baker, Scott, Nicholas Bloom y Steven J. Davis, 2012, "Measuring Economic Policy Uncertainty", *Stanford University Working Paper* (Palo Alto, California).

Bernanke, Ben, 1983, "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, No. 1, págs. 85-106.

Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks", *Econometrica*, vol. 77, No. 3, págs. 623-85.

Bloom, Nicholas, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten y Stephen Terry, 2012, "Really Uncertain Business Cycles", *NBER Working Paper 18245* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose y Marco E. Terrones, 2011, "Financial Cycles: What? How? When?", en *NBER International Seminar on Macroeconomics 2010*, editado por Richard Clarida y Francesco Giavazzi, págs. 303-43 (Chicago: University of Chicago Press).

———, 2012, "How Do Business and Financial Cycles Interact?", *Journal of International Economics*, vol. 87, No. 1, págs. 178-90.

Dixit, Avinash K., y Robert S. Pindyck, 1994, *Investment under Uncertainty* (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).

Economic Policy Survey, 2012, *National Association for Business Economics*, septiembre.

Hirata, Hideaki, M. Ayhan Kose, Christopher Otrok y Marco E. Terrones, de próxima publicación, "Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants", en *NBER International Seminar on Macroeconomics 2012*, editado por Francesco Giavazzi y Kenneth West (Chicago: University of Chicago Press).

Kose, M. Ayhan, y Marco E. Terrones, 2012, "¿Cómo afecta la incertidumbre al desempeño económico?", *Perspectivas de la economía mundial*, recuadro 1.3, págs. 56-60 (Washington: Fondo Monetario Internacional, octubre).

Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani y Marco E. Terrones, 2012, "La recuperación mundial: ¿en qué punto estamos?", *Perspectivas de la economía mundial*, recuadro 1.2, págs. 44-48 (Washington: Fondo Monetario Internacional, abril).

———, de próxima publicación, "Global Recessions and Global Recoveries", *IMF Working Paper* (Washington: Fondo Monetario Internacional).