

Grietas en el sistema

Reparar los daños de la economía mundial

Olivier Blanchard

LA ECONOMÍA mundial enfrenta su peor crisis en 60 años. En la primera mitad de la década de 2000, un contexto benévolo indujo a inversionistas, empresas y consumidores a esperar un futuro prometedor y a subestimar el riesgo. Los precios de las viviendas y de otros activos se dispararon, se crearon y vendieron activos riesgosos como si estuvieran casi libres de riesgo y aumentó el apalancamiento. Por ello, cuando los precios de la vivienda dieron la vuelta y las hipotecas de alto riesgo y los títulos conexos se deterioraron, ya estaban reunidas las condiciones para que estallara la crisis. En un contexto de rápida integración mundial y de interconexiones profundas y complejas entre las instituciones financieras, la crisis se extendió velozmente entre los distintos activos, mercados y economías. El resto ya es historia o, más precisamente, historia en marcha.

La buena noticia, si la hay, es que probablemente ya no estemos al borde del abismo de una catástrofe financiera. En octubre, ante lo que aparecía como una implosión inminente del sistema financiero, las principales economías avanzadas anunciaron un conjunto coherente de medidas para atacar el problema. Además de seguir aportando liquidez, los gobiernos iniciaron programas para comprar activos ilíquidos, recapitalizar las instituciones financieras y brindar amplios avales. Sin duda, la aplicación de estas medidas es extremadamente compleja y dista de ser perfecta,

ya que los gobiernos van tanteando la mejor combinación a medida que avanzan. El mensaje que emiten los mercados financieros en este momento es que se han hecho progresos, pero es demasiado pronto para declarar victoria. Aunque la crisis financiera se ha moderado algo en las economías avanzadas, envuelve cada vez más a las economías emergentes. Sin tener parte en ello, muchos países enfrentan el cese repentino de flujos de capital, presiones sobre el tipo de cambio y el peligro de trastornos financieros.

La mala noticia, sin embargo, es que la crisis financiera comenzó a tener un impacto más agudo y profundo en la economía real. El desapalancamiento de las instituciones financieras se ha traducido ahora en crédito más caro para los hogares y las empresas y dificultades para financiar incluso las operaciones empresariales normales. Y lo que es más importante, los consumidores y las empresas de todo el mundo han perdido la confianza. Los temores de una recesión larga y profunda despiertan preocupación acerca de la seguridad en el empleo, el ahorro y el crédito. En consecuencia, se ha desplomado el gasto de consumo, se ha contraído la inversión empresarial y el desempleo aumenta rápidamente.

Estos hechos, principalmente el colapso de la confianza observado en los últimos dos meses, llevaron al FMI a modificar sustancialmente a la baja sus previsiones respecto de las formuladas en la edición de octubre de *Pers-*



pectivas de la economía mundial. Se proyecta ahora que el producto disminuirá en las economías avanzadas un $\frac{1}{4}\%$ en 2009, lo que marcará la primera contracción anual del período de posguerra para este grupo de países. Dada la expectativa de que los precios de las viviendas se recuperarán en algún momento de 2009 y que el desapalancamiento será más lento de aquí en adelante, se prevé que el crecimiento de esas economías pasará a ser positivo en 2010. También se espera que se modere el crecimiento en las economías emergentes y de bajo ingreso, debido al debilitamiento de las perspectivas de crecimiento mundial, el derrumbe de los precios de las materias primas y el endurecimiento de las condiciones financieras. Cualquier esperanza de desacople se ha desvanecido.

¿Cuánta seguridad cabe asignar a estos pronósticos? No mucha. Por el lado positivo, es posible que la caída del gasto no sea fruto del pesimismo en sí, sino de la incertidumbre: los consumidores y las empresas quizá demoren el gasto hasta que se aclaren las perspectivas económicas. Si la incertidumbre disminuye, podría aumentar la demanda de consumo e inversión, lo que permitiría una recuperación del producto más rápida que la proyectada. Por el lado negativo, existe un claro riesgo de que la caída del producto perjudique los balances de las instituciones financieras más de lo esperado, lo que generaría una mayor contracción del crédito, más quiebras y un mayor deterioro de la actividad económica.

Este es el contexto en el que tuvo lugar la reunión del G-20 en Washington en noviembre. La agenda para las autoridades en

general, y para el FMI en particular, es simple: primero, extinguir los incendios actuales, identificando y adoptando políticas que limiten el daño económico en los países avanzados, emergentes y de bajo ingreso; segundo, pensar de manera proactiva cuál es la mejor manera de evitar que se repita lo ocurrido.

Políticas para la coyuntura inmediata

La tarea para el corto plazo es clara, aunque no fácil. Los gobiernos deben atacar la crisis en dos frentes: implementar y ajustar las políticas adoptadas en los últimos meses para abordar la crisis financiera y tomar fuertes medidas para sostener la demanda, limitar la caída del producto y restablecer la confianza y el gasto privado.

En el primer frente, el marco de políticas —organizado en torno a la provisión de liquidez, la compra de activos, la recapitalización y los avales— ya se encuentra definido en su mayor parte. Su aplicación, de por sí compleja, se presenta difícil. En algunos casos, los cambios de política y las ambigüedades acerca del rumbo futuro están empeorando las cosas en lugar de mejorarlas. Hasta que se definan más claramente los

programas y las reglas del juego, es improbable que generen entusiasmo entre los inversionistas privados, lo que agravará la crisis y demorará el ajuste del sistema financiero.

En el segundo frente, es evidente que la carga recaerá sobre la política fiscal. Si bien algunos países, particularmente de Europa, todavía tienen cierto margen para distender más la política monetaria, otros —especialmente Estados Unidos y Japón— ya han reducido las tasas de interés a niveles muy bajos, y las tasas reales suben al caer la inflación.

La expansión fiscal, por lo tanto, cumple ahora un papel central. ¿Cuál debería ser su dimensión y qué países deberían aplicarla? En la coyuntura actual, la meta debería ser un impulso fiscal de alrededor del 2% del PIB mundial. Suponiendo un multiplicador igual a uno, esto se traduciría en un crecimiento mundial 2% mayor, lo que reduciría sustancialmente el riesgo de una recesión profunda. No obstante, para evitar los efectos de desbordamiento, es crucial que la expansión fiscal, aunque no se coordine explícitamente, sea emprendida por todos los países cuya trayectoria de bajo nivel de deuda y de políticas disciplinadas les brinda suficiente espacio fiscal. Es importante advertir que si la caída del producto resultara aún peor de lo previsto en este momento, la expansión fiscal tendría que ser incluso mayor que la recomendada, porque lo esencial en esta coyuntura es eliminar el riesgo de una depresión lisa y llana y sus efectos adversos en el nivel actual del gasto.

Prepararse para después de la crisis

Hacia el futuro, cuando la crisis se aplaque (si cabe imaginar ese momento), los gobiernos deberán abordar dos problemas principales.

Primero, enfrentarán una posición fiscal diametralmente distinta. Los déficits fiscales necesarios para incrementar la demanda a corto plazo generarán una deuda mayor a largo plazo, a menudo por montos significativos. En la mayoría de los países, la escala de las intervenciones públicas en las instituciones en dificultades y la compra de activos determinarán una deuda bruta mucho mayor. No obstante, como el valor de los activos que se habrán adquirido puede ser sustancial, es probable que el aumento de la deuda neta sea mucho menor. De todos modos, la posición fiscal estará significativamente apalancada y exigirá la adopción de una orientación fiscal más flexible.

Segundo, en varios países el paisaje financiero habrá cambiado drásticamente, con la existencia de un sector financiero significativamente concentrado y una importante presencia pública. A este respecto, los gobiernos deberían mantener la igualdad de condiciones frente a las instituciones de propiedad privada y permitir el retorno del sector financiero a manos privadas de manera sostenida, para lo cual podría ser útil observar la experiencia acumulada en muchas crisis bancarias anteriores.

Evitar una repetición de la crisis mediante una mejor regulación

La crisis ha mostrado los límites de los actuales marcos de regulación y supervisión tanto en el ámbito interno como en el internacional. El reto es, entonces, diseñar nuevas reglas e instituciones que reduzcan los riesgos sistémicos, sin imponer cargas innecesarias ni ahogar la innovación. El diseño ya ha co-

menzado y seguirá siendo estudiado por los grupos de trabajo creados en las reuniones del G-20. La implementación tomará tiempo, pero el perfil general de las reformas ya está definido.

La medición del riesgo sistémico exigirá contar con mejor información. Será preciso revisar las normas sobre transparencia, divulgación y declaración de información y recabar datos de un conjunto mucho mayor de instituciones, que incluya las compañías de seguros, los *hedge funds* y las entidades fuera de balance. Para limitar el riesgo sistémico, también se deberá establecer un perímetro de regulación más amplio que el actual, a cambio de un mayor acceso a la provisión de liquidez.

Será necesario fijar nuevas y mejores normas nacionales, tanto a nivel de las instituciones como en el plano macroeconómico. Las reglas macroprudenciales anticíclicas parecen ser un medio promisorio de reducir la acumulación de riesgo sistémico. Esas medidas deben complementarse con una mayor solidez de la infraestructura financiera frente al incumplimiento de la contraparte —un elemento central de la crisis actual—, incluso mediante un mayor uso de cámaras de compensación centralizadas y de bolsas organizadas, y mediante el desarrollo de marcos más sólidos para la resolución de instituciones.

La dimensión internacional y el posible papel del FMI

La crisis ha puesto en evidencia que el sistema financiero es un sistema mundial, con fuertes interconexiones entre los países. Lo que comenzó como una crisis de Estados Unidos afecta ahora al mundo entero. Las autoridades nacionales no pueden acometer la tarea por sí solas: lo que les sucede depende no solo de su propia estructura regulatoria, sino también de la estructura regulatoria de otros países; y no solo del riesgo sistémico nacional, sino también de la acumulación de dicho riesgo en otros sitios. Es esencial hacer un seguimiento del riesgo sistémico a nivel mundial. El FMI parece ser el mejor preparado para cumplir esa tarea, en colaboración con los bancos centrales y otros organismos internacionales. Esto implicará ampliar su función de supervisión mundial, algo sobre lo cual se deberá comenzar a trabajar ya mismo.

La crisis también ha puesto de manifiesto la necesidad de una provisión internacional de liquidez. En el contexto de la crisis actual se ha abordado esa necesidad mediante acuerdos bilaterales ad hoc para el intercambio de monedas (*swap*), que abarcan un pequeño conjunto de países. De cara al futuro, la provisión mundial de liquidez puede mejorarse, ya sea aumentando los recursos del nuevo Servicio de Liquidez a Corto Plazo del FMI o bien estableciendo una estructura multilateral que permita que la liquidez proporcionada por el FMI sea cofinanciada por otros países miembros y acreedores oficiales.

Por último, la crisis ha dejado en claro que en un mundo de flujos de capital grandes y volátiles, los países en crisis necesitarán acceder a fuentes de fondos más abundantes que en el pasado, y mayores que las que el FMI puede ofrecer actualmente. Será entonces necesario aumentar los recursos disponibles para que el FMI pueda cumplir mejor su cometido central de garantizar la estabilidad financiera mundial. ■

Olivier Blanchard es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.