

La reciente crisis financiera nos ha enseñado a prestar atención a los rincones oscuros, donde la economía puede funcionar muy mal



Donde acecha el PELIGRO

Olivier Blanchard

HASTA la crisis financiera mundial de 2008, los expertos estadounidenses en macroeconomía tenían una visión cada vez más benévola de las fluctuaciones del producto y el empleo. La crisis dejó claro que su visión era errónea y que se debe hacer una nueva y profunda evaluación del tema.

Esta visión benévola reflejaba factores internos de las ciencias económicas y factores externos del entorno económico, entorno que, en efecto, durante años parecía cada vez más benévolo.

Empecemos con los factores internos. Las técnicas que utilizamos afectan profundamente nuestra forma de pensar pero no siempre de manera consciente. Eso fue lo que pasó en la macroeconomía en las décadas anteriores a la crisis. Las técnicas se adecuaban más a la visión de que, si bien había fluctuaciones económicas, estas eran periódicas y se autocorregían. El problema es que llegamos a creer que así funcionaba el mundo.

Para entender cómo nació esta visión, hay que remontarse a la “revolución de las expectativas racionales” de los años setenta. La idea central de que el comportamiento de las personas y empresas depende no solo de la situación económica imperante sino de lo que estas esperan que pase en el futuro, no era nueva. Lo nuevo eran las técnicas para resolver modelos suponiendo que las personas y las empresas hacen la mejor evaluación posible del futuro. (Para dar una idea de por qué esto era técnicamente difícil: las decisiones actuales de las personas y las empresas dependen del futuro global previsto. Pero a su vez el futuro global previsto depende, en parte, de las decisiones actuales).

Estas técnicas tenían sentido solo en el marco de una visión en donde las fluctuaciones fueran lo suficientemente periódicas como para que, al analizar el pasado, las personas y las empresas (y los econométricos) pudieran entender su carácter y formarse expectativas de futuro; y lo suficientemente simples como para que shocks leves tuvieran efectos leves, y shocks dos veces más fuertes tuvieran el doble de efecto en la actividad económica. Este supuesto, llamado linealidad, tiene una razón técnica: los modelos con elementos no lineales —en cuyo marco un shock leve, como una baja del precio de la vivienda, puede tener efectos importantes, o en cuyo marco el efecto de un shock depende del entorno económico— son difíciles, si no imposibles, de resolver en el marco de expectativas racionales.

El pensamiento macroeconómico se basó en gran medida en estos supuestos. Quienes estamos en esta disciplina pensábamos que la economía era más o menos lineal, sujeta constantemente a shocks diferentes, siempre fluctuante, pero que con el tiempo volvía a su estado estable. En vez de fluctuaciones, usábamos el término “ciclo económico”. Incluso después, al crear técnicas para atender los elementos no lineales, la visión benévola de las fluctuaciones siguió predominando. Pero no se habría llegado a esto (o al menos durante tanto tiempo) sin los factores externos. La situación económica mundial ofrecía poco incentivo a los macroeconomistas para cuestionar su visión del mundo.

Desde inicios de los años ochenta, las economías más avanzadas atravesaron la “Gran Moderación”: un firme descenso de la variabilidad del producto y sus principales componentes, como el consumo y la inversión. Hubo y hay desacuerdo sobre qué causó esta moderación. Los bancos centrales desearían atribuirse el mérito, y es probable que parte del descenso se debiera a una mejor política monetaria, que dio lugar a una inflación menor y menos variable. Otros sostienen que la suerte y el número insólitamente bajo de shocks explicaron gran parte del descenso. Cualquiera fuera la causa de la Gran Moderación, por un cuarto de siglo, la visión benévola y lineal de las fluctuaciones parecía acertada. (Esta era la premisa dominante que algunos no aceptaban. Frank



Hahn, reconocido economista de la Universidad de Cambridge, siempre me recordaba su rechazo a los modelos lineales, como los míos, que denominaba de “Mickey Mouse”.)

Rincones oscuros

Los economistas no ignoraban totalmente que los shocks leves podían tener efectos graves y las cosas podían ponerse muy feas. Pero creían que era algo del pasado que no volvería a suceder o, al menos, no en las economías avanzadas, gracias a sus buenas políticas económicas.

Las corridas bancarias, en las que un shock leve, o hasta sin él, podía llevar al pánico de los depositantes y al retiro de sus fondos, con efectos negativos graves en toda la economía, eran un tema básico de los cursos de macroeconomía. Pero en esos cursos se solía dar el ejemplo de cómo la creación del seguro de depósitos había casi eliminado el problema. Además, si de todos modos el problema se repetía, el argumento era que los bancos centrales podrían rápidamente proporcionar liquidez (prestar dinero) a los bancos a cambio de garantías sólidas, y permitir a los solventes satisfacer a sus depositantes, calmar el pánico y evitar el desastre.

Tampoco se podían ignorar las interrupciones repentinas de los flujos de capital, es decir, los episodios en que los flujos de capital a un país se detienen súbitamente y todos los inversores tratan de retirarse de inmediato. Esto todavía sucede con mucha frecuencia en las economías de mercados emergentes: América Latina en los años ochenta, México a mediados de los noventa y Asia a fines de los noventa. Pero se creía que eran problemas de las economías emergentes, no de las avanzadas (por eso en el primer párrafo escribo “estadounidenses”). Como ejemplo del carácter por momentos provincial de la corriente principal de la macroeconomía en Estados Unidos, hay programas de doctorado en los que un estudiante se puede especializar en macroeconomía sin saber qué es el tipo de cambio o una economía de mercado emergente.

En general, las cuestiones de liquidez —el posible desajuste entre los activos con vencimiento a largo plazo y los pasivos con vencimiento a corto plazo— no se consideraban vitales para la macroeconomía. No se entendía bien que este desajuste podía generalizarse y afectar a los bancos y a otros actores y empresas financieras. En los estudios de finanzas empresariales se trabajó mucho en la función de la liquidez, pero esto no llegó a incorporarse en las corrientes principales de análisis macroeconómico.

Se creía que era mínima la probabilidad de que los bancos centrales quisieran bajar las tasas de interés nominal por debajo de cero y no pudieran hacerlo (las tasas de interés nominal no pueden ser inferiores a cero porque si lo son, la gente preferiría el efectivo a los bonos, limitación conocida como “límite inferior de cero”). Con tasas de interés nominales del orden del 4% antes de la crisis (2% para dar cuenta de la inflación, y 2% de tasa de rendimiento real, o después de la inflación), la mayoría de los bancos centrales creían que tenían amplio margen de maniobra para responder a los shocks adversos ajustando las tasas de interés. Y, por si esto fuera poco, se sostenía que el banco central podía aumentar las expectativas de inflación y mantener la tasa nominal en cero, reduciendo así el componente real de la tasa de interés.

También se reconocían otros elementos no lineales. Por ejemplo, que las limitaciones normativas de los bancos, como el capital mínimo (básicamente el patrimonio del banco; o sea su capacidad de absorber pérdidas), podían obligarlos a reaccionar más duramente a las reducciones que a los aumentos de capital. Se entendía que las restricciones crediticias para empresas y hogares propiciaban una mayor cautela a medida que se agotaban sus líneas de crédito, y esto se usaba, por ejemplo, para estudiar patrones de consumo individuales. Pero estos

Todos sabíamos que había “rincones oscuros” . . . pero creíamos que estaban lejos y que podíamos ignorarlos.

aspectos no lineales tampoco se consideraban determinantes para las fluctuaciones.

En suma, la idea de que shocks leves podían tener efectos graves, o causar caídas prolongadas y persistentes, no se consideraba importante. Todos sabíamos que había “rincones oscuros”, situaciones en que la economía podía fallar. Pero creíamos que estaban lejos y que podíamos ignorarlos. Japón no encajaba bien en ese panorama, una economía avanzada atascada en una depresión prolongada con deflación. Pero esto solía interpretarse como fruto de políticas erróneas y no de un problema muy complejo.

Emboscados por la crisis

La primera lección de la crisis es que los rincones oscuros estaban mucho más cerca y eran mucho más oscuros de lo que imaginamos.

La Gran Moderación no solo engañó a los macroeconomistas. Las instituciones y autoridades financieras también subestimaron los riesgos. En consecuencia, la estructura financiera estaba cada vez más expuesta a posibles shocks. Es decir, la economía global estaba más y más cerca de los rincones oscuros sin que los economistas, los políticos y las instituciones lo advirtieran.

Cuando se terminó el auge de la vivienda en Estados Unidos, el complejo entramado de activos financieros desató inquietudes con respecto a qué instituciones correspondían los activos y cuáles de ellas eran solventes. Esto a su vez provocó importantes corridas de liquidez, no tanto bancarias, sino de instituciones no bancarias, como la banca de inversión, que a través de los años habían funcionado como bancos pero sin la regulación ni la protección que estos reciben. El seguro de depósitos normal no cubría las necesidades.

Proporcionar liquidez a estas instituciones y permitirles atender los reclamos de los acreedores exigía políticas monetarias a gran escala y novedosas. Por suerte se aplicaron políticas monetarias a gran escala y, a menudo, innovadoras. Pero no fue

suficiente para evitar un importante agotamiento del crédito y una marcada baja de la demanda y la actividad.

Para contrarrestar la merma de la demanda privada se recurrió a la política fiscal, a través de fuertes aumentos del gasto público. Pero los niveles de la deuda pública aumentaron rápidamente, despertando la inquietud de autoridades e inversores. El riesgo soberano percibido (la posibilidad de que el gobierno no pagara sus deudas), que antes de la crisis en las economías avanzadas era casi nulo, aumentó en muchos países, lo que dificultó el uso de la política fiscal para apuntalar la demanda y creó riesgos en los balances de los acreedores de la deuda soberana, como los bancos.

Se generaron los llamados círculos diabólicos entre la deuda pública y la deuda privada: la debilidad de los gobiernos debilitó a los bancos que tenían bonos en su poder; los bancos, debilitados, necesitaban capital, que a menudo debía venir de fondos públicos, lo que debilitaba a los gobiernos.

Al tratar de mantener la actividad económica bajando la tasa de interés de política monetaria (como la tasa de los préstamos interbancarios a un día en Estados Unidos), los bancos centrales alcanzaron rápidamente el límite inferior cero, y todo sigue así desde hace más de cinco años. Las autoridades no lograron aumentar las expectativas de inflación para poder seguir bajando las tasas reales efectivas. El riesgo de deflación sigue estando muy presente en toda la zona del euro y, en algunos países, es una realidad. La deflación aumenta el valor real de la deuda pública y privada, lo que a su vez hace más caro pagarla y obliga a los deudores a achicar el gasto, lo que reduce la actividad, otro círculo diabólico.

En este contexto, la política económica, en especial la monetaria, ha adquirido un dejo de magia negra. Algunas políticas, como la reciente medida del Banco Central Europeo (BCE) de cobrar a los bancos un pequeño monto por los depósitos que mantienen (es decir, una pequeña tasa de interés negativa) tendrán en teoría poco efecto práctico. Pero si se ven como una

muestra del compromiso del banco central de hacer “lo que sea necesario” para estimular el crédito, como dijo el Presidente del BCE Mario Draghi en un celebrado discurso en 2012, pueden

Durante mucho tiempo, una de las prioridades de la política macroeconómica será volver, lenta pero firmemente, a niveles de deuda menos peligrosos.

tener un efecto mayor. Sin embargo, la magnitud del efecto psicológico es difícil de predecir o controlar.

¿Hacia dónde vamos?

La crisis tiene un efecto evidente en la política económica: una de las prioridades de las políticas macroeconómicas, de regulación financiera o macroprudenciales de las autoridades debe ser mantenerse lejos de los rincones oscuros.

Seguimos demasiado cerca de ellos. La crisis misma determinó una gran acumulación de la deuda pública y privada. Por ahora, los círculos diabólicos retrocedieron, pero podrían reaparecer con cualquier shock negativo. Por mucho tiempo, una de las prioridades de la política macroeconómica será volver, lenta pero firmemente, a niveles de deuda menos peligrosos, y alejarnos de los rincones oscuros.

Pero hay que hacer más.

Si el sistema financiero hubiera sido más transparente, con coeficientes de capital más altos, es posible que el mercado inmobiliario estadounidense igual se hubiera desmoronado en 2007–08. Pero los efectos hubieran sido limitados: en el peor caso, una leve recesión en Estados Unidos, y no una crisis económica mundial.

¿Puede el sistema financiero ser más transparente y robusto? La respuesta es sí, con algunas salvedades. Las autoridades han exigido aumentos del capital bancario, defensa fundamental contra el derrumbe del sistema financiero. Pero los bancos son solo parte de una compleja red de instituciones y mercados financieros y los riesgos están lejos de desaparecer. La realidad de la regulación financiera es que las nuevas normas abren nuevas vías de arbitraje a medida que las instituciones encuentran lagunas normativas. Esto hace que las autoridades deban adoptar más normas, en un juego sin fin del gato y el ratón (un ratón muy hábil y un gato no tan ágil). Mantenerse alejados de los rincones oscuros exigirá un esfuerzo continuo, no una única reglamentación.

La política macroeconómica también es fundamental. Si antes de la crisis las tasas nominales hubieran sido más altas, el margen de maniobra de política monetaria habría sido mayor. Si antes de la crisis la inflación y las tasas nominales hubieran registrado, digamos, 2 puntos porcentuales más, los bancos centrales habrían podido bajar las tasas de interés real 2 puntos



porcentuales antes de llegar al límite inferior cero para las tasas nominales. Estos 2 puntos adicionales no son desdeñables. El efecto habría sido equivalente al de las políticas monetarias no convencionales aplicadas por los bancos cuando se llegó al límite inferior cero: la compra de activos del sector privado y bonos a largo plazo para bajar las tasas de interés a largo plazo en lugar de usar la técnica habitual de manipular la tasa de política monetaria a corto plazo. (El profesor de Harvard Kenneth S. Rogoff, ex Director del Departamento de Estudios del FMI, sugirió soluciones diferentes a la de una inflación más alta, como remplazar el efectivo con dinero electrónico que podría pagar un interés nominal negativo. Esto eliminaría la restricción del límite cero).

En cuanto a la investigación, el mensaje debería ser alentar las ideas de distintas fuentes. Ahora que conocemos mejor los elementos no lineales y sus peligros, debemos examinarlos más, en la teoría y empíricamente, en toda clase de modelos. Esto ya está pasando y, a juzgar por el flujo de documentos de trabajo desde el comienzo de la crisis, a gran escala. Las finanzas y la macroeconomía en particular están mucho más integradas, y eso es muy bueno.

Pero esta respuesta elude una pregunta más difícil: ¿Cómo modificar nuestros modelos de referencia, los denominados modelos estocásticos de equilibrio general dinámico (EEGD)

que usamos, por ejemplo, en el FMI para pensar en hipótesis alternativas y cuantificar los efectos de las decisiones de política económica? La parte fácil y aceptada de la respuesta es que los modelos EEGD se deben ampliar para contemplar mejor la función del sistema financiero, y esto ya se está haciendo. Pero, ¿deberían estos modelos poder describir el comportamiento de la economía en los rincones oscuros?

Permítanme dar una respuesta pragmática. Si la política macroeconómica y la normativa financiera se mantienen a una distancia saludable de los rincones oscuros, nuestros modelos que ilustran las épocas normales seguramente sigan siendo adecuados. Se puede usar otra clase de modelos dirigidos a medir riesgos sistémicos para advertir sobre la cercanía de rincones oscuros y se pueden tomar medidas para reducir el riesgo y aumentar la distancia. Por ahora, tratar de crear un modelo que integre las épocas normales y los riesgos sistémicos quizás esté fuera del alcance conceptual y técnico de los economistas.

La crisis causó un inmenso daño. Pero uno de sus aspectos positivos fue sacudir a la macroeconomía y la política macroeconómica. La lección principal es simple: mantenerse alejados de los rincones oscuros. ■

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



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2015–2016 program begins in July of 2015. Applications are due by January 5, 2015.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu