



Con la **mira** en el futuro

Carlo Cottarelli y José Viñals

Los países deben comenzar a diseñar estrategias económicas para acompañar la recuperación

LECONOMÍA mundial muestra signos de recuperación —hay luz al final del túnel—, pero las perspectivas aún son muy inciertas. Todavía no cabe retirar las políticas de respuesta a la crisis, pero ya hay que definir una estrategia para que durante la recuperación no se desestabilicen las expectativas ni se debilite el efecto de las actuales medidas de respaldo fiscal y monetario.

Las autoridades fiscales y los bancos centrales han luchado contra la recesión económica mundial reemplazando la debilitada demanda de los consumidores y las empresas, y dando un importante respaldo al sistema financiero y a otros sectores clave, lo que ha hecho crecer sus balances y sus riesgos.

Por otra parte, el fuerte aumento de la deuda pública ha ocurrido en un momento en que el gasto en pensiones y servicios de salud crece debido al envejecimiento de la población, especialmente en las economías avanzadas. Esto ha desbaratado los esfuerzos de muchos países a lo largo de 10 años para reforzar el presupuesto público en previsión de esas necesidades. Si bien la distensión de

la política monetaria y el uso de medidas no convencionales por parte de los bancos centrales pueden haber impedido el colapso del sector financiero, la sustancial adquisición de activos riesgosos ha expuesto a varios de ellos a potenciales pérdidas, y el carácter cuasi-fiscal de algunas de esas medidas puede someter al banco central a presiones políticas.

¿Qué implica todo esto para las políticas que acompañen la recuperación? Primero, los problemas fiscales del envejecimiento de la población deben ser atacados con mayor vigor. Segundo, hay que preservar e incluso reforzar la capacidad de los bancos centrales para controlar la inflación. Tercero, las políticas han de fomentar un crecimiento económico fuerte y sostenible, devolviendo a manos privadas el control del sector financiero y otros sectores, para facilitar la competencia y la consiguiente mejora de la productividad.

Un problema fiscal sin precedentes

Tres factores están contribuyendo al importante deterioro de las finanzas públicas:

- El desplome de la actividad y la desaceleración del crecimiento económico en los

próximos años en comparación con las proyecciones previas a la crisis.

- Los programas de estímulo fiscal.
- Las intervenciones estatales en respaldo del sector financiero.

Se prevé que la razón deuda/producto interno bruto (PIB) aumentará a 115% en las economías avanzadas en 2014, según la actualización de julio de *Perspectivas de la economía mundial* comparada con un 75% en 2007, y que para entonces se ubicará en un nivel cercano o superior al 90% en todas las economías del G-7, excepto Canadá.

El incremento de la deuda pública no tiene precedentes en tiempos de paz. En los años treinta se registraron aumentos importantes, pero a partir de niveles menores (en Estados Unidos, alrededor del 20% del PIB en 1929), y con tendencias demográficas favorables.

Solo una proporción relativamente pequeña del aumento de la deuda (6%) es atribuible a las operaciones de respaldo financiero. El grueso surge del estímulo fiscal y especialmente de la pérdida de ingresos tributarios por la recesión y el colapso del precio de los activos. Por eso, el problema fiscal no puede resolverse con solo “replegar” el respaldo financiero.

Riesgos fiscales

Si no se frena el crecimiento de la deuda, podrían surgir temores de que la inflación la “diluya” o de que la cesación de pagos sea inevitable. Los tipos de interés subirían, agravando el problema fiscal y posiblemente abortando la recuperación; los vencimientos se acortarían, y quizás habría crisis de refinanciamiento, lo que podría ocasionar problemas muy graves si se percibe un alto riesgo de depreciación de la moneda.

Según varios pronósticos e indicadores de las expectativas de mercado derivados de los bonos indexados a la inflación en los principales países avanzados, la inflación se mantendrá baja durante la próxima década. Además, pese a un alza reciente, los tipos de interés de los títulos públicos también permanecen bajos. Sin embargo, los mercados suelen reaccionar tardía y repentinamente, y por lo tanto no se puede dar nada por seguro.

Algunos analistas señalan que si los bancos centrales no logran contraer sus balances y ajustar la política monetaria con suficiente rapidez cuando comience la recuperación, la inflación resultante podría contribuir mucho a reducir la carga de la deuda. Pero una inflación alta genera fuertes distorsiones y puede costar volver a bajarla. Una inflación de un dígito no disminuiría demasiado el valor real de la deuda, especialmente si las mayores expectativas inflacionarias se traducen en tipos de interés más elevados la próxima vez que los gobiernos refinancien sus obligaciones. Por eso, la estabilidad de precios (inflación baja) es un “bien público” imprescindible para un crecimiento económico sostenido.

Los bancos centrales actuaron con decisión

Las enérgicas medidas adoptadas por los bancos centrales para aportar liquidez y financiamiento impidieron el colapso del sector financiero y los perjuicios de una deflación. Esas entidades bajaron sustancialmente su tipo de intervención, y al inyectar liquidez prolongaron los vencimientos y am-

pliaron la gama de garantías y el grupo de contrapartes para garantizar un flujo regular de reservas hacia el sistema.

Los bancos centrales también realizaron diversas operaciones no convencionales con activos, ya que en ciertos casos los tipos de interés a corto plazo se aproximaban a cero y tuvieron que combatir las perturbaciones del mercado, sobre todo cuando creció fuertemente la demanda de reservas bancarias tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

En esta crisis, la *distensión monetaria cuantitativa* consistió en comprar títulos públicos para bajar los tipos de interés a

Las políticas han de fomentar un crecimiento económico fuerte y sostenible, devolviendo a manos privadas el control del sector financiero y otros sectores, para permitir la competencia.

largo plazo, mientras que la *distensión del crédito* consistió en adquirir activos del sector privado —papeles comerciales, por ejemplo— para contrarrestar el aumento de los diferenciales en ciertos mercados. En algunos países, el impacto combinado de la distensión cuantitativa y crediticia en el balance del banco central ha sido muy importante. Al final de junio de 2009, el balance de la Reserva Federal aumentó a más del doble, y el del Banco de Inglaterra casi se triplicó, desde el inicio de la crisis dos años antes, en ambos casos a un 15% del PIB. El balance del Eurosistema se expandió un 50%, llegando al 20% del PIB.

La política monetaria enfrenta problemas inusuales

Los bancos centrales quizá tengan que enfrentar el riesgo de una mayor presión inflacionaria —generada por la demanda interna, el precio de las materias primas o la transmisión de las fluctuaciones cambiarias—, así como la necesidad de preservar la estabilidad financiera mientras persista la debilidad de la economía.

El amplio uso de instrumentos no convencionales ha complicado la adopción de políticas y su comunicación. Normalmente, el banco central usa un único instrumento —el tipo de interés a corto plazo, por lo general un tipo interbancario— para señalar una reorientación de su política monetaria. Pero las operaciones no convencionales hacen mucho más difícil evaluar tal orientación. Esta dificultad puede persistir en las etapas iniciales de la recuperación si las presiones inflacionarias resurgen en ciertos países antes de que los mercados estén totalmente saneados, y por eso se seguirá recurriendo a ese tipo de instrumentos aun si suben los tipos de interés.

A los bancos centrales les será muy difícil determinar cuándo y en qué medida se debe revertir la distensión; decidir la com-

posición de su balance en el futuro; coordinar medidas con las autoridades fiscales y otros bancos centrales, y comunicar la estrategia al público. Por otra parte, aunque la estabilidad de precios debe seguir siendo el objetivo principal de la política monetaria, hay que definir el papel que ha de cumplir el banco central para garantizar la estabilidad financiera.

Vuelta a la normalidad

A medida que las economías se recuperen, será importante volver a normalizar no solo la deuda pública y el balance del banco central sino también las responsabilidades institucionales. Para prevenir una crisis futura, debe procederse al ajuste fiscal—incluida la reforma de los sistemas de pensiones y de salud—tan pronto se afiance la recuperación. Al retirar sus intervenciones, reponiendo las pérdidas ocasionadas al presupuesto del Estado, el banco central recuperará su capacidad para controlar la inflación.

Mayor disciplina fiscal

La magnitud del ajuste fiscal necesario en las próximas décadas casi no tiene precedentes, especialmente en los países más endeudados. Según un estudio del Departamento de Finanzas Públicas del FMI, los países avanzados con una deuda más elevada (más del 60% del PIB en 2014) tendrían que mantener un superávit primario (ingresos menos gastos antes de pagos de intereses) del 4½% en promedio a partir de 2014 para reducir la deuda al 60% del PIB para 2030 (Horton, Kumar y Mauro, 2009).

El ajuste fiscal exigirá la reforma de las prestaciones de pensiones y de salud, los dos factores que más presionarán el gasto público en las décadas siguientes. El valor presente neto del gasto futuro debido al envejecimiento de la población, que es 10 veces mayor que el costo fiscal de la crisis, podría reducirse considerablemente si se elevara la edad de jubilación, sin menoscabar los efectos del estímulo fiscal en la demanda agregada.

El ajuste debería extenderse asimismo a los ingresos y gastos en general. Las decisiones de cada país dependerán de sus circunstancias y preferencias de política, pero tendrán características comunes. Por el *lado del gasto*, el estímulo fiscal no puede ser permanente. Por el *lado del ingreso*, ampliar la base tributaria será el primer paso, pero la reforma de la estructura impositiva ahora será más importante, y deberá comenzar por los impuestos que corrijan externalidades, como el impuesto al carbono. También deberían institucionalizarse mecanismos fiscales—como marcos a mediano plazo, leyes de responsabilidad fiscal, reglas y comités—de acuerdo con las circunstancias de cada país.

Las políticas también deben garantizar una recuperación adecuada del valor de los activos adquiridos durante la crisis. Las autoridades pueden verse ante la disyuntiva de vender activos rápidamente al sector privado tan pronto los bancos o empresas adquiridos vuelvan a ser rentables, o bien seguir una estrategia más gradual, que a la larga podría ser más ventajosa para el Estado.

El crecimiento económico debe ser la mayor prioridad, dado su potencial para mejorar la posición de deuda de un país. Si el crecimiento económico aumenta un punto porcentual durante 10 años (con un nivel constante de gasto y un tipo impositivo del 40%), la deuda pública se reduce en 24 puntos porcentuales del PIB. Si en la próxima década el crecimiento alcanza un promedio igual al de las últimas dos, el equilibrio presupuesta-

rio sería suficiente para bajar el coeficiente de deuda de un país del 100% al 60% del PIB. Pero el crecimiento económico de la próxima década no está garantizado. La crisis y una evolución demográfica adversa podrían determinar un menor crecimiento potencial que en décadas pasadas. Las reformas para fomentar ese crecimiento son esenciales.

La capacidad de los bancos centrales de preservar la estabilidad de precios será fundamental para lograr un fuerte crecimiento económico, algo deseable en sí mismo y necesario para garantizar la sostenibilidad de la deuda.

Como factor positivo, la aritmética básica de la dinámica de la deuda indica que la razón deuda/PIB, independientemente del punto de partida, converge hacia un nivel que depende solo del crecimiento y de la razón déficit/PIB. Por lo tanto, todo lo que se haga para estimular el crecimiento y contener el déficit puede arrojar beneficios aun si el actual nivel de deuda es elevado.

Retos para la política monetaria

La capacidad de los bancos centrales de preservar la estabilidad de precios será fundamental para lograr un fuerte crecimiento económico, algo deseable en sí y necesario para garantizar la sostenibilidad de la deuda. Aunque una deflación tendría efectos perniciosos y exacerbaría la recesión, una inflación alta incompatible con la estabilidad de precios también podría afectar el crecimiento económico.

Estabilizar el sector financiero y la economía real es el objetivo primordial a corto plazo. Pero a medida que cede la crisis, la capacidad de los bancos centrales para mantener la estabilidad de precios podría verse comprometida por la expansión de sus balances con activos desvalorizados:

- Las excesivas reservas bancarias podrían generar un rápido crecimiento del crédito y presiones inflacionarias.
- Podría ser difícil usar ciertos activos para la gestión de la política monetaria y de la liquidez.
- El uso de herramientas cuantitativas haría más difícil evaluar la orientación de la política monetaria.
- Las pérdidas y las operaciones cuasifiscales pueden generar presiones políticas que socavarían la independencia del banco central.

La estrategia

Para retirar su intervención, las prioridades de un banco central son, en este orden, limitar y desarmar las operaciones no convencionales; reestructurar el balance; preparar instrumentos de ajuste monetario, y definir y comunicar políticas para anclar las expectativas.

Operaciones no convencionales. Algunas operaciones no convencionales —solo justificadas por la crisis— se desarrollarán cuando se normalice la situación financiera, con lo que caerá automáticamente la demanda de reservas bancarias excedentes. Otras posiciones del balance exigirán una gestión y medidas de política más activas.

La distensión monetaria cuantitativa implicó la compra de títulos públicos para bajar los tipos de interés a largo plazo. Su venta en firme podría elevar los costos de endeudamiento del gobierno, así que es crucial llevarla a cabo en el momento justo. Si bien los títulos públicos podrían utilizarse en operaciones de mercado abierto para absorber el exceso de liquidez, su venta no es urgente, porque la tenencia de títulos a largo plazo es normal en muchos bancos centrales.

Los programas de distensión del crédito (compra de activos del sector privado para contrarrestar los diferenciales crediticios) suelen ser de tiempo limitado. De hecho, un recorte gradual de esas operaciones puede equivaler a un ajuste de la política monetaria. El momento apropiado depende de la situación económica general.

Los problemas más difíciles de la distensión del crédito surgen de las tenencias de títulos valores del sector privado, riesgosos y a menudo ilíquidos, en poder del banco central. Esos activos quizá no puedan utilizarse en operaciones normales de mercado abierto y podrían entorpecer la absorción de liquidez cuando resurjan las presiones inflacionarias, además de generar pérdidas importantes para el banco central.

Reestructurar los balances. Las grandes tenencias de activos no convencionales en poder de algunos bancos centrales suponen riesgos de mercado y de crédito, capaces de ocasionar pérdidas que dejarían a algunos bancos centrales con capitales netos negativos. El riesgo de crédito, derivado de la distensión crediticia o la aceptación de garantías más riesgosas, podría materializarse, mientras que el riesgo de mercado implica que los activos a más largo plazo comprados a un tipo de rendimiento bajo podrían desvalorizarse al subir los tipos de interés.

La respuesta de cada banco central dependerá de la estructura de su balance. Si su saldo de capital es aún positivo y sus operaciones generan beneficios, con el tiempo el balance debería fortalecerse. Pero si las pérdidas crediticias son fuertes, el gobierno deberá recapitalizar el balance del banco central. De lo contrario, este quedaría más expuesto a la presión política y más reacio a adoptar las medidas necesarias, con graves consecuencias para la estabilidad de precios.

Prepararse para ajustar la política monetaria. Los bancos centrales deben retomar el control de la liquidez y restablecer el tipo de interés a corto plazo como instrumento fundamental de la política monetaria, a fin de estar preparados para ajustarlo cuando llegue el momento.

Tras la crisis, los bancos quizá tengan todavía un sustancial exceso de liquidez, que deberá ser reabsorbido para controlar la expansión del crédito y la inflación. Los bancos centrales pueden usar muchos instrumentos y medidas con ese objeto, como las adquisiciones temporales (ventas de títulos valores con un acuerdo de recompra posterior), la emisión de letras y una mayor remuneración de los encajes bancarios.

Esta última medida será importante, pero la dependencia de esta línea de depósito permanente no debe desincentivar las transacciones interbancarias. Como se suele usar un tipo activo interbancario como tipo “de política monetaria”, un mercado interbancario más reducido afectaría la transmisión de las variaciones del tipo de interés a la economía en general.

Los bancos centrales que han emprendido una sustancial distensión del crédito quizá tengan activos a largo plazo que no pueden emplear en operaciones de mercado abierto, por lo que deberán usar depósitos a plazo o emitir sus propias letras para reabsorber liquidez.

Por último, algunos bancos quizá deban endurecer la política de garantías para reducir el riesgo de pérdidas futuras y evitar las distorsiones del mercado. Estas medidas exigirán una cuidadosa planificación para evitar shocks repentinos en los mercados.

Comunicación

Es aún demasiado pronto para ajustar la política fiscal y monetaria, pero no para que los gobiernos anclen las expectativas definiendo y comunicando sus estrategias y medidas para garantizar la solvencia fiscal. Se debe dar confianza a los mercados de que se abordarán los problemas a más largo plazo y se ajustará la política fiscal cuando la economía se recupere. Además, algunas medidas que no plantean riesgo de deterioro de la demanda agregada podrían implementarse ya, como las reformas institucionales para elevar la transparencia fiscal y los marcos fiscales a mediano plazo.

Los mercados también reaccionarán positivamente ante medidas de política monetaria que confirmen el compromiso de controlar la inflación. Al comienzo de la crisis, hubo a veces confusión en los mercados acerca de la orientación de la política monetaria, dadas las medidas extraordinarias para garantizar la estabilidad financiera o inyectar liquidez. Esta vez los bancos centrales deberán indicar con claridad la diferencia entre la orientación de la política y las medidas empleadas para aplicarla. También convendría que usaran una terminología común.

La coordinación internacional es clave

La cooperación internacional es necesaria para garantizar la coherencia entre la política monetaria y fiscal de los diferentes países durante el proceso de salida. El hecho de que la crisis comenzara casi simultáneamente en las economías avanzadas permitió coordinar la adopción de inéditas medidas de política. La recuperación, en cambio, podría no ser tan sincronizada. Por ello, quizá resulte más difícil garantizar la compatibilidad internacional de las políticas macroeconómicas, ya que las circunstancias de cada país influirán más a la hora de definir la orientación de las políticas. ■

Carlo Cottarelli es Director del Departamento de Finanzas Públicas del FMI y José Viñals es Consejero Financiero y Director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital.

Referencia:

Horton, Mark, Manmohan Kumar y Paolo Mauro, 2009, “The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor”, *IMF Staff Position Note* 09/21 (Washington: Fondo Monetario Internacional, julio).