

## LA RECESIÓN GLOBAL Y SUS IMPLICACIONES

Carlos Gustavo Cano\*

Sobre la inequívoca evidencia de que la economía de Estados Unidos, nuestro primer socio comercial, está entrando en una genuina recesión, caben algunas consideraciones sobre su profundidad, duración y secuelas sobre la economía colombiana.

La principal causa de este tipo de crisis ha sido la excesiva exposición al riesgo financiero, en especial durante los ‘buenos tiempos’. Exposición que a partir del nuevo milenio se exacerbó por cuenta de la llamada nueva revolución financiera. Como se sabe, su materialización comenzó por el colapso del mercado de la vivienda, el cual ha provocado un efecto riqueza muy negativo, y el consiguiente recorte del consumo. De acuerdo con cálculos de Roubini Global Economics, el promedio de duración de las últimas siete recesiones de dicho mercado desde 1960 alcanzó los 32 meses.

La crisis se ha extendido con particular severidad a los mercados de productos empaquetados bajo distintas modalidades ‘opacas’ de crédito estructurado, sin regulación ni supervisión alguna – algo así como los ‘duendes’ del sistema -, resultado de innovaciones recientes de sus participantes en el ámbito de los derivados, cuya desmesurada expansión ha dificultado la distinción entre los buenos y los malos riesgos, exacerbándose de esa manera el problema de la selección adversa.

En buena medida se trata de esquemas de titularización y modalidades orientadas a sacar de los balances de los bancos parte de los riesgos de cartera, dispersándolos entre una variada gama de instituciones financieras no bancarias – como los *pension funds*, los *hedge funds*, las *private equity firms* y los *venture capital funds* -. A manera de ilustración cabe mencionar los *Credit Default Swaps* (CDS). La afluencia de tan complejos instrumentos ha permitido, hasta cierto punto, el ‘desacolpe’ de las decisiones de gasto tanto de inversionistas como de consumidores de sus respectivos ingresos. La crisis de las hipotecas ‘basura’ o *subprime* constituye una muestra del fenómeno.

Según Guillermo Calvo los CDS “ofrecen un seguro a los prestamistas...Sin embargo, como se suele decir, no hay tal cosa como un almuerzo gratis, *alguien* termina pagando por el *default*...son las instituciones financieras las que están sacando el riesgo crediticio de sus carteras, lo que significa que el consumidor debe estar tomando una mayor parte del riesgo en caso de *default*.”

La sociedad generalmente ha terminado asumiendo no sólo los costos macroeconómicos de estas crisis, sino infortunadamente también los costos microeconómicos representados en los rescates y operaciones de salvamento de los intermediarios financieros que las provocaron.

Sus ciclos fueron magistralmente caracterizados por Hyman Minsky en los años 80: en momentos de auge, la gente suele sobre endeudarse para invertir. Cuanto más dure la euforia, los prestamistas asumen más riesgos, hasta el punto en que los ingresos

---

\* Codirector del Banco de la República. Opiniones personales que no necesariamente coinciden con las de otros miembros de la Junta Directiva del Banco.

generados por los activos adquiridos por los prestatarios dejan de ser suficientes para amortizar sus deudas. Y los acreedores tienden entonces a exigir el pago inmediato de créditos, lo cual obliga a los deudores a desprenderse precipitadamente de sus activos especulativos, por contera provocando la caída abrupta de sus precios.

Las expectativas señalan que la inversión en vivienda y sus precios seguirán desplomándose, y que el crédito continuará endureciéndose. Lo cual contribuirá a erosionar aún más tanto la confianza de los consumidores como su riqueza, y asimismo a frenar el gasto de las empresas y los hogares, conduciendo hacia una disminución del crecimiento del PIB por debajo de su potencial. Ese menor ritmo previsto de expansión económica constituirá un factor de amortiguación de las presiones inflacionarias.

Un primer impacto sobre los mercados emergentes – en especial los más dependientes del norteamericano, como el colombiano -, se ha materializado en la disminución de sus exportaciones, en particular de las de más alto valor agregado. En tales eventos, según Martin Feldstein, quien había anticipado la recesión norteamericana desde hace dos años, lo prudente es permitir ajustes en sus tipos de cambio, y en cuidarse de apretar en exceso la política monetaria, pues en adelante tendrán que depender mucho más de su propio consumo doméstico.

Es cierto que el retroceso sufrido por nuestras exportaciones no tradicionales a la economía norteamericana ha sido compensado en parte por las exportaciones a Venezuela, cuyas tasas de aumento no han sido superadas por ningún otro mercado. En el caso de las de bienes industriales, de las que depende una muy importante porción de empleo formal, estable y bien remunerado, su monto en términos absolutos supera el valor de las efectuadas a Estados Unidos.

Sin embargo, semejante escenario coloca a Colombia en una situación de extrema vulnerabilidad de cara a la coyuntura política y económica que atraviesa Venezuela, cuya bonanza no es sostenible. A ello se agrega el descenso de las cotizaciones internacionales del petróleo, que sin duda agudizará el debilitamiento de su mercado. Y el consiguiente impacto negativo sobre nuestros términos de intercambio, reforzado por la caída de los precios de otros *commodities*.

Adicionalmente las economías de la zona del euro, la Gran Bretaña y Japón, a través del contagio también están entrando en recesión. Y sus implicaciones sobre los más poderosos mercados emergentes, como China e India, anticipan un notable desmejoramiento de las condiciones y perspectivas económicas internacionales, al menos durante los dos próximos años.

Finalmente, es oportuno mencionar los más recientes mensajes de tres connotados economistas sobre las enseñanzas de esta crisis.

Paul Krugman ha afirmado que lo primero que necesita el sistema financiero es más capital. Y si el gobierno norteamericano lo va a colocar, a cambio debe obtener su correspondiente participación en la propiedad de sus empresas, sin cortapisa ni limitación alguna, de suerte que si el plan de rescate funciona, las utilidades que arroje la operación no vayan a los bolsillos de quienes crearon este desastre, sino a los contribuyentes a través del fisco.

Stephen Cecchetti plantea que ha llegado la hora de que los bancos centrales – que aún no han asumido esa responsabilidad -, sean los supervisores de los sectores financieros de sus respectivos países. Pues al lado de la estabilidad de precios, su otro objetivo esencial es la estabilidad financiera. Y para cumplirlo es indispensable conocer la marcha de sus agentes en tiempo real a través de la supervisión. A su vez, en su calidad de prestamistas de última instancia, lo mínimo que tienen que exigir es acceso completo y expedito a la información sobre sus prestatarios, también a través de la supervisión.

Por último, Frederick Mishkin trae una reflexión sobre los retos que para los bancos centrales que siguen el esquema de inflación objetivo – como Colombia - representan los choques de precios de los productos básicos y la desviación de los índices de inflación frente a las metas, en combinación con la peor recesión global desde la Gran Depresión: “Tratar de reducir la inflación a la meta demasiado rápido le impondrá un costo innecesario a la economía, y en realidad es probable que debilite la credibilidad del banco central. Tanto el público como el banco central saben que el banco central no está en capacidad de sostener una postura de política excesivamente dura porque si así lo hiciera el gobierno bien podría tomar medidas que debiliten su independencia. Una postura de política excesivamente dura podría entonces minar el apoyo a la política de inflación objetivo y trastornar las expectativas de inflación de largo plazo, en realidad conduciendo a resultados peores tanto sobre la actividad económica como sobre la inflación. En cambio, el banco central debería articular una senda deseada para la inflación que apunte hacia la meta a lo largo de un horizonte de tiempo razonable, de modo que promueva conjuntamente los objetivos de estabilidad de precios y máximo empleo sostenible.”

En conclusión, no podemos olvidar las duras lecciones de las crisis: la clave de la estabilidad financiera yace en la capacidad de anticipación que tenga la autoridad monetaria. Sólo reaccionar no sirve de nada.

**CGC/ Bogotá, Octubre 10 de 2008**