

Tiempos, acervos y flujos: cómo entender los retos macroeconómicos globales

Claudio Borio

*Or tu chi se', che vuo' sedere a scranna
Per giudicar di lungi mille miglia
Con la veduta corta di una spanna?*

*Mas ¿quién eres tú que sientas cátedra
para juzgar desde lejos a mil millas
con la vista de un palmo corta?*

Dante Alighieri, *La Divina Comedia*, "El Paraíso", Canto XIX

1. INTRODUCCIÓN

No tenía que ser así. La crisis financiera que comenzó en 2007 destrozó la ilusión de la prosperidad ininterrumpida que había prevalecido en gran parte del mundo occidental. No era la primera crisis que se desataba. Y sin duda, no será la última. Luego de cinco años, gran parte de los países avanzados sigue luchando por volver al crecimiento robusto, sostenido. Y la crisis ha seguido mutando frente a nuestros ojos; ahora también ha engullido a los gobiernos. El nuevo epicentro es la zona del euro. Pero, ¿los remezones terminarán allí?

En lo que sigue, buscaré brindar un marco amplio para reflexionar sobre estos temas. ¿Cómo llegamos aquí? ¿Por qué? ¿A dónde iremos desde aquí? ¿Cómo salimos de este derrotero? Son preguntas difíciles. Nadie conoce la respuesta con certeza, pero todos tenemos una perspectiva y nuestra propia narración de los hechos. Esta es sólo otra más, que reposa en el trabajo realizado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Trataré de mirar por debajo de la superficie a veces caótica de la economía mundial. La idea es identificar lo que se podrían denominar como los cambios en sus *placas tectónicas*: las fuerzas profundas que, de manera lenta pero acumulativa,

Banco de Pagos Internacionales. Este ensayo fue preparado para una conferencia dentro de la serie del Munich Seminar, coorganizado por la Universidad de Múnich, el Institute for Economic Research, y el *Sueddeutsche Zeitung* el 15 de octubre de 2012 en Múnich. Los temas explorados aquí se exponen de manera más detallada en otros tres trabajos, que contienen extensa bibliografía: "The Financial Crisis of 2007-?: Macroeconomic Origins and Policy Lessons", en las memorias del Taller del G20 sobre *The Global Economy – Cause of the Crisis: Key Lessons*, 2009 <http://www.g20.org/Documents/g20_workshop_causes_of_the_crisis.pdf>; "Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters?", en C. Jones y R. Pringle (eds.), *The Future of Central Banking*, Central Banking Publications, 2011 (también disponible, en una versión ligeramente más extensa, como BIS Working Papers, núm. 353, septiembre de 2011); y "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?", BIS Working Papers, núm. 395, diciembre de 2012. Las opiniones expresadas aquí son personales y no necesariamente reflejan las del Banco de Pagos Internacionales. La versión original en inglés de este discurso puede consultarse en el sitio web del BPI: <<http://www.bis.org/speeches/sp121109a.pdf>>. La traducción del artículo fue realizada por el CEMLA y aprobada por el BPI.

pueden reconfigurar fundamentalmente lo que se ve en la superficie y que los economistas llaman los *regímenes económicos*. Destacaré tres de estas fuerzas: la liberalización financiera, el establecimiento de marcos monetarios antiinflacionarios creíbles, y la globalización del lado real de la economía mundial. Cada una de estas fuerzas, tomadas de manera aislada, es sin duda algo bueno. Todas juntas son algo que vale la pena tener y por lo cual vale la pena luchar. Sin embargo, argumentaré que una falla en la política para ajustarse a ellas ha desempeñado un papel importante en la crisis y en sus consecuencias. Ha dado origen a la reaparición de ciclos financieros marcados, cuyos auges y caídas han provocado caos en la economía y nos han dejado donde estamos hoy.

Pero ¿cuál es la relación entre esto y el título de mi artículo? En realidad, el título destaca dos aspectos clave de esta historia.

En primer lugar, el *tiempo*. A medida que las tres fuerzas profundas se fortalecían a partir de mediados de los años ochenta, estructuraban un entorno en el cual, en términos de Burns y Mitchell, el tiempo *económico* se desaceleraba con respecto al tiempo *calendario*. Esto es, los desarrollos macroeconómicos importantes acontecen a lo largo de mucho más tiempo. La longitud del ciclo financiero es mayor que la del ciclo económico tradicional, del orden de 16 a 20 años o más, en comparación con un máximo de ocho años. Sin embargo, no se han ajustado del mismo modo los horizontes de planeación de los participantes del mercado y de quienes formulan las políticas; en todo caso sus horizontes se han achicado. Esta es una razón crítica por la cual han surgido los problemas actuales y por la cual es tan difícil resolverlos. Y tiene importantes implicaciones para la sustentabilidad del crecimiento, para la regulación financiera y las políticas fiscal y monetaria.

En segundo lugar hablaremos de *acervos* (*stocks*) y *flujos*. En el nuevo entorno, los acervos han pasado a dominar la dinámica económica, en particular los grandes acervos de activos, y especialmente de deuda. Los acervos se acumulan por

encima de la tendencia en tiempos de auge financiero, ya que los créditos y los precios de los activos crecen por encima de sus niveles sustentables y se generan excesos persistentes una vez que el auge se convierte en caída. Los acervos plantean serios desafíos para las políticas. En presencia de políticas de respuesta que reaccionan poco a los auges y mucho a las caídas –en términos económicos, que son asimétricas–, los acervos crecen durante los ciclos económicos consecutivos. Lleva más tiempo lidiar con ellos y hacerlo es también más difícil desde el punto de vista político, debido al efecto considerable en la distribución del ingreso y de la riqueza, tanto dentro de una generación como entre ellas. Esto es así tanto para la deuda privada como para la pública. Si no se logra abordar el tema de los acervos de manera eficaz se podría generar inestabilidad en el sistema.

Si este diagnóstico es acertado, no es difícil en este caso hallar la cura, aunque puede ser extraordinariamente difícil de administrar. En resumen, se trata de prolongar los horizontes de las políticas, poner en práctica políticas más simétricas y abordar de manera directa los problemas de deuda. Gran parte de mi exposición buscará concretar estos tres lineamientos. El riesgo final si no se realizan estos ajustes es que se produzca otro movimiento en las placas tectónicas que defina una nueva época: el riesgo de un retroceso que nos lleve nuevamente a una era de proteccionismo financiero y comercial, como así a la inflación.

Mi ensayo se estructura de la siguiente manera: la segunda sección muestra el panorama amplio. Considera el carácter cambiante de las fluctuaciones económicas, destaca el papel de los ciclos financieros y su relación con los mecanismos estructurales institucionales, las decisiones de políticas y los horizontes. La tercera sección se enfoca en los retos de política. Comienza con un resumen de la situación actual, vista a través de la lente del ciclo financiero. Luego explora el reto inmediato y más coyuntural de cómo volver a un crecimiento autosustentable y sostenido, y luego el reto a más largo plazo y más estructural de cómo adaptar los

marcos de política para abordar el ciclo financiero, si bien esto no debe interpretarse de manera secuencial. La exposición abarca las políticas de regulación y supervisión financieras (especialmente las prudenciales), y las políticas fiscales y monetarias. Si bien mi enfoque es sobre la economía mundial, destacaré los aspectos específicos de la situación europea.

2. EL PANORAMA AMPLIO

2.1 HECHOS ESTILIZADOS: LA PERSPECTIVA DE UN HISTORIADOR ECONÓMICO

Imaginemos a un futuro historiador económico analizando en retrospectiva las grandes tendencias macroeconómicas desde el primer choque petrolero a principios de los años setenta hasta nuestro presente. ¿Qué observaría en un periodo histórico más prolongado? Consideremos, por este orden, los resultados más sobresalientes, el telón de fondo intelectual, las características de la crisis bancaria y los acuerdos institucionales.

En cuanto a los resultados, sin duda quedaría sorprendido por un cambio importante en la conducta inflacionaria: desde alta y variable a baja y estable, con un punto de inflexión aproximadamente en los primeros años ochenta. Al mismo tiempo, también consideraría el importante aumento de las crisis financieras, en especial las bancarias, con graves consecuencias macroeconómicas, tanto para las economías de mercado avanzadas como para las emergentes.

Con la lectura de los textos contemporáneos de economía para entender el telón de fondo intelectual, seguramente le parecería irónico que la visión prevalente en este tiempo fuera que la estabilidad de precios era una garantía para la estabilidad macroeconómica. Y así fue en gran parte de Occidente durante el inicio de los años dos mil, la llamada Gran Moderación: una era dorada de producción estable y baja inflación. Esta convicción no se vio muy afectada por las crisis bancarias

que golpearon a las economías de mercado emergentes en los ochenta y noventa, ni tampoco por la crisis en los países nórdicos y en Japón. Parafraseando a Reinhart y Rogoff, lo que parecía imperar no era el síndrome de “esta vez las cosas son diferentes”, sino el no menos insidioso síndrome de “nosotros somos diferentes”. Hizo falta la Gran Crisis Financiera, como rápidamente la denominaron los contemporáneos, que se desató en 2007, para cuestionar tanta complacencia.

El historiador también señalaría que la experiencia de esos años de ninguna manera fue única. Fluctuaciones económicas similares, en las que la baja inflación había coexistido con crisis bancarias ocasionales, habían sido bastante comunes en los días del patrón oro, cuando los países habían fijado sus monedas al oro. Ciertamente, un largo auge económico, con inflación baja y estable, había llevado a otro momento definitivo en la historia de la economía: la Gran Depresión en Estados Unidos a inicios de los años treinta. Entonces, al igual que más adelante, se habló de una prosperidad permanente, el fin de la tiranía del ciclo económico. Cuánto más cambian las cosas, más se mantienen iguales...

Nuestro historiador entonces pasaría a un nivel más profundo de análisis y se preguntaría: “¿Las crisis bancarias, como las familias desdichadas de las novelas de Tolstoi, son todas diferentes? ¿O son más como sus familias felices: todas iguales?”. Pensaría que es demasiado fácil ubicar las características idiosincrásicas de una crisis. No había, por ejemplo, productos estructurados a principios del decenio de los treinta. O, sólo como otro ejemplo, las crisis en Japón y en los países nórdicos habían causado un caos en los sistemas financieros basados en la banca; mientras que la Gran Crisis Financiera posterior se originó en Estados Unidos, con su sistema financiero plagado de titulizaciones y basado en los mercados de capitales. O, nuevamente, la crisis en Finlandia se había desatado luego del colapso de su principal socio comercial, la Unión Soviética, mientras que en 2007 no hubo choques externos obvios. Y el historiador podría

encontrar muchos otros ejemplos. Sin embargo, rápidamente se daría cuenta de que el enfoque en las idiosincrasias pecaría del síndrome “somos diferentes” de otra guisa. Un entendimiento más completo de las crisis requiere comprender qué tienen en común, no lo que tienen de diferente. Sólo entonces se puede encontrar un remedio confiable. Después de todo, el sistema financiero japonés basado en la banca ¿no se consideraba como superior antes de la crisis bancaria del país? ¿Y no se decía algo similar del sistema financiero basado en el mercado de Estados Unidos antes de la debacle?

Nuestro historiador luego buscaría los patrones comunes. Y rápidamente surgiría uno: las crisis tienden a estar precedidas por importantes auges financieros y seguidas de caídas que dejan profundas cicatrices en el tejido económico. En otras palabras, están estrechamente vinculadas con picos en el ciclo financiero. El comportamiento conjunto de los precios del crédito y de los activos, en especial los precios de la propiedad, registra estos ciclos de manera notable. Y como las crisis bancarias son eventos infrecuentes en un determinado país, es natural que estos ciclos sean muy prolongados. Su magnitud es de entre 15 y 20 años.

Al leer más, nuestro historiador se daría cuenta de que la estrecha asociación entre las crisis y los auges y caídas financieras ya había sido reconocida en los albores de la economía como ciencia, el siglo XIX. Durante el periodo de posguerra, economistas como Kindleberger y Minsky habían mantenido vivo el concepto en las márgenes de este campo. Sus trabajos sirvieron de inspiración a la investigación orientada a las políticas antes de la Gran Crisis Financiera, pero pasaron desapercibidos en gran medida ante el contagioso entusiasmo de la Gran Moderación. Los recuerdos son cortos; la arrogancia larga...

Pero la curiosidad intelectual de nuestro historiador no podía parar en este punto. Ya ha establecido que los ciclos financieros fomentan crisis bancarias, con dañinas consecuencias macroeconómicas. También ha señalado que los ciclos financieros

fueron una característica común de la era del patrón oro y del periodo entre mediados de los ochenta hasta nuestros días. ¿Quizás los dos periodos tenían más cosas en común?

La respuesta del historiador sería *sí*. Y esta conclusión haría referencia a las placas tectónicas de la economía mundial: a las instituciones que encarnan sus regímenes económicos. En ambas eras habían convivido marcos de política monetaria que ofrecían una razonable estabilidad de precios con mercados financieros liberalizados y mercados de bienes, de capitales y trabajo muy integrados. En realidad, se han conocido como la primera y segunda ola de la globalización. La exitosa lucha contra la inflación se remontaba a principios de los años ochenta y gradualmente se expandió a todo el mundo a partir de este momento. Para mediados de los años ochenta, las autoridades habían liberalizado en gran parte los mercados financieros internos, y para fines de ese decenio, en términos de Padoa-Schioppa y Saccomanni, el sistema financiero mundial había pasado de estar liderado por los gobiernos a estarlo por los mercados. La integración de los mercados de bienes e insumos había comenzado mucho antes en el periodo de posguerra, pero dio un salto cuantitativo en los noventa, cuando los antiguos países comunistas ingresaron en el sistema de producción capitalista. Como decía Thomas Friedman, “el mundo se ha vuelto plano”, aunque debió haber añadido “una vez más”.

2.2 HECHOS ESTILIZADOS: UNA INTERPRETACIÓN

¿Es pura coincidencia esta similitud entre estructuras profundas y resultados económicos? Yo sugeriría que no. Pero ahora es mejor dejar a nuestro historiador económico, al alejarnos del terreno de los hechos estilizados para adentrarnos en lo que (esperamos) son conjeturas informadas y sus implicaciones para las políticas.

Es razonable pensar que las tres fuerzas poderosas han interactuado para dar forma a las

fluctuaciones económicas. Su conjunción ha hecho que las economías sean más vulnerables a auges y caídas financieras más prolongadas –ciclos financieros– que pueden infligir graves daños en la economía. Durante la fase de auge se desarrollan los *desequilibrios financieros*: los balances generales del sector privado se sobredimensionan a partir de una temeraria toma de riesgos. Estos desequilibrios siembran las semillas de su propia destrucción, y por ende la debilidad económica, la desinflación inoportuna y las tensiones financieras. El alza puede tornarse caída ya sea porque acaba surgiendo inflación incipiente, forzando a los bancos centrales a endurecer su política monetaria, o bien más a menudo porque los desequilibrios colapsan por su propio peso. Esta propiedad de la economía podría denominarse *elasticidad excesiva*. La analogía se hace con una banda elástica, que puede estirarse más y más hasta que en un punto se rompe. Estos auges y caídas financieras necesariamente llevan tiempo en desplegarse. A medida que aparecen, desaceleran el tiempo económico en relación con el tiempo calendario.

¿Cómo podrían las fuerzas tectónicas interactuar para generar este resultado? En primer lugar, la liberalización de los mercados hace que sea más probable que los factores financieros en general y los auges y caídas en el crédito y en el precio de activos en particular, guíen las fluctuaciones económicas. La economía, en lugar de estar estrechamente ligada a las limitaciones de flujo de caja se ve impulsada por percepciones vagamente ancladas en el valor de los activos y los riesgos, críticamente respaldadas por una mayor disponibilidad de crédito. De hecho, está documentado el vínculo entre las liberalizaciones financieras y los posteriores auges en el crédito y en el precio de los activos.

Segundo, el establecimiento de regímenes que producen una inflación baja o estable, respaldada por la credibilidad de los bancos centrales, puede hacer menos probable que una expansión económica insustentable se manifieste primero como una inflación creciente y más probable que lo haga mediante incrementos insustentables en el crédito

y en el precio de los activos (la *paradoja de la credibilidad*). Después de todo, las expectativas estables hacen que los precios y los salarios sean menos sensibles a la desaceleración económica: esto es precisamente lo que han esperado que suceda tanto quienes formulan la política como los economistas.

Finalmente, la globalización de la economía real ha dado un importante empuje al crecimiento potencial global: lo que los economistas llamarían un secuencia de *choques de oferta* positivos o una expansión en la frontera de posibilidades de producción de la economía mundial. Pensemos en cómo se fomentó la capacidad de producción cuando China y otros países comunistas se unieron al sistema de comercio mundial. Sin embargo, seguramente también ayudó a mantener una baja inflación y sembrar el terreno fértil para los auges del crédito y del precio de los activos.

2.3 POLÍTICA Y HORIZONTES: EL PAPEL DE LA PRECRISIS

Hasta aquí, el cuadro general, el de las placas tectónicas. Ahora bien, ¿qué decir de las decisiones adoptadas por las autoridades que se enfrentaron a estas fuerzas? Al menos en retrospectiva, ha quedado claro que sin darse cuenta avivaron el fuego antes de la Gran Crisis Financiera. Tuvieron mucha fe en la habilidad del mercado para autocorregirse, no entendieron que la nueva situación requería de nuevos marcos de política, y aun cuando lo entendieron, les resultó muy difícil cambiar el curso: estaba en riesgo un gran capital de reputación y, después de todo, ¿para qué arreglar algo que no se ha roto aún?

Consideremos, a las autoridades fiscales, monetarias y prudenciales, respectivamente. Las autoridades prudenciales convergieron en marcos que se concentraron demasiado en la seguridad y en la solidez de las instituciones individuales y poco en el sistema en su conjunto, marcos en los cuales rara vez aparecía el ciclo financiero y la macroeconomía. Se enfocaron demasiado en

algunos árboles y perdieron de vista al bosque. En la jerga moderna, tuvieron un enfoque demasiado *microprudencial*, en contraste con el *macroprudencial*. Las autoridades monetarias, con la experiencia fresca de la Gran Inflación, se enfocaron en estabilizar la inflación a corto plazo. No podían justificar el aumento en las tasas de interés si la inflación era baja y estable, y mucho menos si estaba a la baja, aun cuando se estuvieran acumulando desequilibrios financieros. Como resultado, los desequilibrios estuvieron cada vez menos controlados. Y las autoridades fiscales no se dieron cuenta de que los auges financieros embellecían las cuentas fiscales y que la caída en algún momento los enfrentaría a cuentas inmensas: una carga más pesada que la bien conocida e igualmente inmanejable derivada del envejecimiento de la población.

Subyacente a estas fallas estaba la tendencia natural a sobrestimar el crecimiento y la producción sustentable. La idea de que la inflación era el único indicador de la falta de sustentabilidad fue particularmente insidiosa. Una vez más, los factores financieros no aparecían en este paisaje. Este fue el mensaje constante del paradigma macroeconómico intelectual, tanto como un reflejo del signo de una era (el *Zeitgeist*) como una contribución a este.

Los cortos horizontes de política también desempeñaron un papel central en esto. Gran parte de la política macroeconómica se centra en la idea del ciclo económico. Tal como se lo concibe y mide, el ciclo económico tiene una duración máxima de ocho años. Y, sin embargo, hemos visto que el ciclo financiero dura al menos dos veces más. Ya que los auges y las caídas de los ciclos financieros tienen importantes consecuencias para la actividad económica, no tenerlos en cuenta puede generar graves desviaciones en la elaboración de políticas. Es como si, en un mar abierto, los marineros lograran montar las pequeñas olas con todo éxito pero no tomaran consciencia de un *tsunami* que se está formando debajo de ellos: una ola que crecerá y romperá sólo cuando llegue a la costa.

A modo de ilustración, consideremos la experiencia de algunas economías avanzadas a mediados de los años ochenta y a principio de los noventa, y en el periodo 2001-2007. En ambos episodios, quienes formulan la política reaccionaron enérgicamente contra el colapso del precio de las acciones: las crisis del mercado mundial de acciones de 1987 y de 2001 que acompañaron a una desaceleración económica o a una verdadera recesión. Se recortaron las tasas de interés y, en mayor o menor medida, se distendieron las riendas fiscales. Sin embargo, en ambos episodios, los precios del crédito y de la propiedad –los indicadores más relevantes del ciclo financiero– continuaron en alza, como si hubieran tomado un segundo aire. Los desequilibrios financieros crecieron más aún. Y en unos pocos años, el auge del crédito y del precio de las propiedades colapsó, provocando graves daños financieros y arrastrando con ellos a la economía. Esto es lo que le sucedió a Japón en el primer episodio y a Estados Unidos y al Reino Unido en ambos. Desde una perspectiva a mediano plazo, congruente con la longitud del ciclo financiero, las desaceleraciones o contracciones en 1987 y 2001 pueden ser consideradas como *recesiones no terminadas*. La *sobrerreacción* inicial a los acontecimientos económicos a corto plazo, seguidos de una escasa reacción ante la mayor acumulación de desequilibrios financieros, provocó más problemas graves con el tiempo.

Pero los horizontes a corto plazo no son sólo un problema para los que elaboran la política económica. Son un problema mayor aun para el sector privado, especialmente para los participantes en el mercado financiero. Aquí, los horizontes de los operadores pueden ser tan cortos como un día, minutos o hasta microsegundos. En términos más generales, los horizontes rara vez se extienden más allá de un año, limitados por el ritmo de las convenciones sobre cuándo se debe presentar información en el segmento financiero. Además, los horizontes se han estado achicando: la tecnología ha acelerado los acontecimientos; la adopción de

la contabilidad por el valor razonable ha traído el futuro indefinido a un presente efímero; el monitoreo más estricto ha pasado a ser un monitoreo más frecuente. Estos horizontes a corto plazo están incrustados en las herramientas de medición de riesgo tales como el valor en riesgo, en estrategias de negociación habituales tales como el *momentum trading*, y técnicas de crédito tales como la titulización. Por ejemplo, los modelos de riesgo dependen de historias de datos extraordinariamente cortas, que rara vez se extienden más allá de algunos años, y proyectan resultados a corto plazo, casi siempre a días y como máximo a un año. Quizás la idea de horizontes cortos quede mejor plasmada en las famosas palabras de Chuck Prince, por entonces CEO de Citigroup, hablando de “mientras suena la música hay que levantarse y bailar”. Fue justo antes de que se desatara la crisis.

El resultado final es que las expectativas de los participantes del mercado, una vez que se incorporan a los precios del mercado, parecen sencillas de extrapolar: siguen la tendencia hasta que es demasiado tarde. De ahí lo que podría denominarse como la *paradoja de la inestabilidad financiera*: el sistema financiero parece más fuerte precisamente cuando es más vulnerable. El crecimiento del crédito y los precios de los activos son generalmente fuertes, el apalancamiento medido a precios de mercado es artificialmente bajo, y la prima de riesgo y la volatilidad se hunden a los niveles más bajos posibles precisamente cuando el riesgo está en su mayor nivel. Lo que parece bajo riesgo es, en realidad, una señal de toma de riesgo excesiva. La crisis reciente simplemente confirma una vez más esta situación.

Se ha instalado un círculo vicioso. La interacción del instinto de los participantes del mercado, el incesante alboroto de los medios las veinticuatro horas del día y la respuesta de quienes formulan las políticas se torna cada vez más fuerte; como resultado, los horizontes se vuelven más breves aún.

Por lo tanto, la búsqueda de culpables de la Gran Crisis Financiera se parece mucho a la famosa

novela *Crimen en el Expreso de Oriente* de Agatha Christie. Pero entonces, ¿quién es el asesino? Resulta que lo son todos los pasajeros del tren. ¿Ahora quién es el culpable? Resulta que todos nosotros.

3. DESAFÍOS POSTERIORES A LA CRISIS

3.1 EL LEGADO DE LA CRISIS: RECESIÓN DE BALANCE

El análisis a continuación explica la recesión que siguió a la crisis financiera. No todas las recesiones nacen de la misma manera. La típica recesión de posguerra se desató como consecuencia de una política monetaria más estricta para frenar la inflación en alza o una crisis de balanza de pagos. En contraste, la recesión posterior a la crisis financiera es una *recesión de balance*, vinculada a una caída financiera, con inflación estable y baja como telón de fondo. Esto implica que la expansión financiera es más prolongada, los excesos subsecuentes de deuda y de acervo de capital sectorial más grandes y el daño al sector financiero es mucho mayor. También implica que el margen de maniobra de política es muy limitado: a menos que la política se haya aplicado activamente para contener el auge financiero, los mecanismos de contención serán insuficientes. Los amortiguadores de capital y de liquidez de las instituciones financieras colapsarán; se abrirá una enorme brecha en las cuentas fiscales; y las tasas de interés caerán a casi cero. Recuerden Japón en los años noventa.

Una cantidad creciente de pruebas sugiere que las recesiones de balance son particularmente costosas. Tienden a ser más profundas, a dar lugar a recuperaciones más débiles, y a resultar en pérdidas permanentes de producto: el producto puede volver a su *tasa* de crecimiento a largo plazo anterior, pero no a su *rumbo* de crecimiento anterior. Sin duda, hay varios factores que influyen en ello: la sobrestimación del producto y el crecimiento potencial durante el auge; la errónea asignación

de recursos, especialmente de acervos de capital pero también de mano de obra durante esta fase; el efecto opresivo de los excesos de deuda y de capital durante la caída; y los trastornos a la intermediación financiera una vez que aparecen las tensiones financieras.

Cinco años después del inicio de la crisis financiera, los síntomas de una recesión de balance general son evidentes. Los bancos de Europa y, en menor medida, de Estados Unidos continúan débiles, si bien en Estados Unidos son las empresas respaldadas por el gobierno (GSE, por sus siglas en inglés) las que están más expuestas al mercado de hipotecas. Si bien es cierto que los bancos han fortalecido sus coeficientes de capital, sus *swaps* de riesgos crediticios, un indicador de la percepción de solvencia, ha retornado a niveles que no están muy lejos de los que había cuando colapsó Lehman Brothers. Mientras tanto, sus acciones han perdido terreno con respecto al resto de los mercados de valores, y sus calificaciones han sido rebajadas a todos los niveles, tanto las calificaciones que no consideran un eventual apoyo del gobierno como las que lo hacen. Los índices de deuda del sector privado con respecto al PIB, que miden el apalancamiento agregado, son aún más altos. La deuda soberana ha crecido y los emisores soberanos han visto rebajada su calificación. Las tasas de interés de las economías líderes languidecen en un efectivo límite inferior de cero mientras que los balances generales de sus bancos centrales crecen enormemente.

Sin embargo, en escala mundial, hay diferencias significativas entre los países. Aquellos que han experimentado auges y caídas financieros *internos* han enfrentado graves tensiones en los balances *tanto* del sector no financiero *como* bancario; en distinto grado, están viendo el desapalancamiento en ambos sectores. Estados Unidos, el Reino Unido, España e Irlanda son claros ejemplos de esto. Aquellos cuyas instituciones financieras estuvieron expuestas a los auges financieros *en otros países* también padecieron serias presiones sobre sus bancos, pero sus razones de deuda del sector

privado no financiero respecto al PIB generalmente aumentaron más, respaldadas por la expansión del crédito. Son ejemplos notables Alemania, Francia y Suiza. Ciertamente, en Suiza está en curso un fuerte y posiblemente insostenible auge de la vivienda, a pesar del crecimiento económico bastante débil. Aquellos cuyos bancos no estuvieron expuestos directamente a las caídas financieras de las economías maduras, luego de una breve desaceleración, han demostrado ser muy resistentes; muchos de ellos han seguido experimentando auges financieros, a veces peligrosamente parecidos a los de la precrisis en las economías maduras. Entre ellos se encuentran numerosas economías de mercado emergentes y algunas economías avanzadas basadas en las materias primas, entre otras.

Esta situación es particularmente preocupante en la zona del euro. Es allí donde ha sido más intensa la retroalimentación entre la debilidad de los balances de los bancos y los de los gobiernos. Una unión monetaria y económica obviamente incompleta lo ha puesto en evidencia y lo ha exacerbado. Dicho esto, no se debería confundir el síntoma con la enfermedad. Los mercados pueden dar y dan a las autoridades una falsa sensación de seguridad. Son demasiado lentos para reaccionar y, cuando lo hacen, reaccionan violentamente. Hay otros países importantes cuyas posiciones fiscales subyacentes no son más sustentables que las de los países de la zona del euro. Y aun así, a los mercados de bonos parece no importarles, al menos por ahora.

3.2 EL RETO DE POLÍTICA INMEDIATO: VOLVER AL CRECIMIENTO AUTOSOSTENIBLE Y SUSTENTABLE

El reto inmediato de la política económica global es la vuelta a un crecimiento autosostenible y sustentable. Visto a través del lente del ciclo financiero, esto genera temas diferentes entre los países, dependiendo de su situación específica. En un extremo, para aquellos ampliamente alejados de la

crisis y que han estado viendo señales de auges financieros insustentables, el reto es contener estos excesos y evitar sobrestimar la solidez de las posiciones fiscales. Allí donde el ciclo ya podría haber revertido, el desafío es contener el daño. En el otro extremo, para aquellos que estuvieron en el epicentro de la crisis y que ha experimentado un auge y caída financiero *interno*, el desafío es abordar las debilidades en los balances del sector financiero y no financiero. En algún punto intermedio, para aquellos cuyos bancos han sufrido pérdidas por las exposiciones a las caídas financieras *en otros países*, el desafío es solucionar los problemas de los bancos, aun cuando el sector no financiero pudiera estar en proceso de un mayor apalancamiento. Para todos, el reto es garantizar que el gobierno siga siendo solvente o que recupere su solvencia perdida.

En lo que sigue dejaré al lector el desafío de deducir las implicaciones para países específicos. Después me enfocaré en los retos generales que crean las recesiones de balance; esto es, en cómo abordar las caídas financieras. Luego debatiré cómo abordar los auges en la subsección siguiente, considerando los retos a más largo plazo de cómo ajustar los marcos de política (ahora que se entiende mucho mejor cómo abordar los auges esto requiere de menos elaboración).

El principal reto de política en una recesión de balance es evitar que un problema de *acervos* se convierta en un problema prolongado de *flujo*, consecuencias adversas sobre el ingreso, el producto y los gastos. Por lo tanto es fundamental diferenciar dos fases: la gestión de una crisis y su resolución, que difieren en cuanto a sus prioridades. En la *gestión de la crisis*, la prioridad es prevenir la implosión del sistema financiero, para repeler la amenaza en la actividad económica de una espiral descendente autorreforzada. El restablecimiento de la confianza es esencial. Si hay margen para ello, las políticas deberían desplegarse de manera enérgica. Esta es la fase históricamente vinculada con la función de los bancos centrales como prestamistas de última instancia; junto con

el recorte de las tasas de interés, este curso de acción puede ser especialmente útil para promover la confianza. En contraste, en la fase de *resolución de la crisis*, la prioridad es reparar el balance para sentar las bases de una recuperación autosostenible. Aquí resulta esencial abordar directamente el problema del sobreendeudamiento, y la necesidad de ajustar las políticas en consecuencia. Consideremos, por este orden, los papeles de la política prudencial, fiscal y monetaria en esta fase.

La prioridad para la regulación y supervisión debería ser inducir a la reparación completa de los balances de los bancos y apoyar el retorno de los bancos a la rentabilidad sustentable. Esto implica: el total reconocimiento de las pérdidas (reducciones de valor de los activos); la recapitalización de las instituciones (sujeta a pruebas exigentes), que incluya la posibilidad de la propiedad pública transitoria; la selección de instituciones de acuerdo con su viabilidad; la solución del problema de activos no rentables (incluso por medio de su eliminación); la reducción del exceso de capacidad en el sistema financiero; y la promoción de las eficiencias operativas. Esto es precisamente lo que hicieron los países nórdicos cuando se enfrentaron a sus crisis bancarias a comienzos de los años noventa; y es lo que no hizo Japón aproximadamente en la misma época. Esta diferencia fue sin duda un factor clave para su posterior desempeño económico tan distinto. Antes de la crisis reciente, la respuesta de los países nórdicos se consideraba como la manera correcta de actuar.

Esta política tendría varias ventajas. Restablecería la confianza en el sistema bancario. En este momento, por ejemplo, la relación entre el valor de los activos en el mercado y su valor contable está por debajo de 1, y hay poco financiamiento sin garantía disponible para los bancos, especialmente para los europeos. Esta política también desbloquearía los mercados interbancarios y aliviaría la presión sobre los bancos centrales; baste recordar el apoyo de liquidez incondicional y a largo plazo del Eurosistema. Y restablecería los incentivos para distribuir de manera correcta el crédito y para

evitar la toma inapropiada de riesgo. Difícilmente se trata de una coincidencia que las ganancias volátiles por operaciones en los mercados hayan sido la principal fuente de ingresos desde la crisis y que un banco internacional haya tenido recientemente pérdidas cuantiosas en operaciones en su cartera de crédito. A menos que se reconozca plenamente la pérdida, que las instituciones viables se capitalicen y que se induzca a las inviables a salir, se estará incentivando a los bancos a asumir los riesgos equivocados a expensas de los adecuados, y para que cobren de más a los prestatarios viables a expensas de los no viables. Cuando el nivel de deuda en una economía es demasiado alto y debe recortarse para establecer las condiciones para una recuperación autosustentable, la distribución del crédito es más importante que su cantidad total.

La prioridad para la política fiscal debería ser crear las condiciones para que el balance del sector público se utilice para ayudar a reparar el balance del sector privado. Esto se aplica a los balances de instituciones financieras, mediante aportaciones de dinero del sector público (capital) sujeto a la estricta condicionalidad del reconocimiento de la pérdida y a la posibilidad de la propiedad pública transitoria. Pero también se aplica a los balances de los sectores no financieros, tales como los particulares, incluso mediante distintas formas de alivio de deuda.

Esta prescripción contrasta profundamente con una visión generalizada de los macroeconomistas, para los que el *pump-priming* (aumentos en los gastos o recortes de impuestos) es más eficaz durante las caídas. Sin embargo, esta visión supone que las personas desean pedir prestado pero no pueden hacerlo. Pero si ya han adquirido demasiada deuda, es posible que quieran liberarse de esa carga, por lo que el pago de la deuda sería prioritario sobre el mayor gasto. De ser así, incluso el efecto a corto plazo de la expansión fiscal no focalizada (el llamado multiplicador fiscal) sería pequeño. Más que hacer que la economía despegue, podría terminar construyendo puentes a ninguna parte, como

sugiere la experiencia de Japón. En contraste, el uso focalizado del margen de maniobra fiscal para apoyar la reparación del balance de los sectores financiero y no financiero, de la manera que sea necesaria, podría retirar los obstáculos clave de una recuperación autosostenible. Además, como dueño y copropietario, el gobierno podría lograr ganancias de capital a más largo plazo, como fue el caso en los países nórdicos.

Es importante destacar que no se trata de una estrategia pasiva, sino muy activa. Inevitablemente la deuda del sector público sustituye a la del sector privado. Requiere de un enfoque forzado para abordar los conflictos de interés entre los prestamistas y los prestatarios, entre gerentes, accionistas y tenedores de deuda, etcétera. Y genera importantes cuestiones de distribución. No es política fiscal pura en el sentido tradicional macroeconómico: demanda un conjunto más amplio de medidas, que incluye ajustes legales, apoyado por un aporte público.

Pero ¿qué sucede si el país ya está enfrentando una crisis soberana? Considero que, aun donde sea necesaria la consolidación fiscal inmediata, este uso de dinero público es fundamental. Los países nórdicos lo hicieron, aun con recortes en otros sectores. Una manera de atenuar los inconvenientes es obtener apoyo externo focalizado. Existe un claro potencial para esta opción en la zona del euro, en especial como parte de un cambio bien ordenado y generalizado hacia una unión económica más completa. Y aun cuando se tomen medidas a corto plazo, es esencial un horizonte a largo plazo. La evidencia demuestra que cualquier efecto contractivo de la política fiscal se disipa con el tiempo. Y es de suma importancia restablecer la solvencia de los soberanos, que son el último respaldo para el sistema financiero y para la economía. No puede haber estabilidad financiera y macroeconómica duradera si las finanzas públicas siguen un rumbo insostenible.

¿Y la política monetaria? La prioridad es reconocer sus limitaciones y evitar sobrecargarla. Es posible que la política monetaria sea menos

eficaz en una recesión de balance. Es así *tanto* para los cambios en las tasas de interés a corto plazo y la orientación para tasas futuras (*política de tasa de interés*) como para el uso enérgico del balance del banco central, como por ejemplo mediante compras de activos en gran escala y apoyo de liquidez (*política de balance general*). Los agentes demasiado endeudados y sin deseos de pedir prestado, unidos a un sistema de banca incapaz de funcionar debilitan el efecto de estas políticas sobre el gasto. El resultado es que a medida que quienes elaboran la política presionan más el acelerador, el motor se acelera sin tracción. Y esto exacerba cualquier efecto colateral que esa política pudiera tener en la etapa de resolución de la crisis.

Podrían surgir numerosos efectos secundarios a raíz de un largo periodo de política monetaria extraordinariamente laxa. Primero, la relajación podría enmascarar las debilidades subyacentes en el balance. Se facilita la sobrestimación de la capacidad del sector público y privado de pagar en condiciones más normales y se demora el reconocimiento de las pérdidas (*evergreening*). Segundo, puede desincentivar la reducción del exceso de capacidad en el sector financiero y hasta alentar decisiones muy arriesgadas. Tercero, puede debilitar la capacidad de ganancias de los intermediarios financieros, comprimiendo los márgenes de intermediación de los bancos y minando la fortaleza de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones. Esto, a la vez, debilita el balance de las sociedades no financieras, de las familias y del gobierno. No es coincidencia que las empresas de seguros japonesas estuvieran bajo grave presión unos años después de que sucediera lo mismo con los bancos. Cuarto, puede atrofiar a los mercados y ocultar las señales del mercado, ya que los bancos centrales asumen las funciones de intermediación financiera. Los mercados interbancarios tienden a achicarse y las primas de riesgo se vuelven inusualmente comprimidas, ya que los poderes públicos se convierten en compradores de activos a gran escala. Quinto, si bien se

puede ayudar a reparar los balances debilitando la moneda local, esto puede no ser bien visto por otros países y ser considerado como una medida de *empobrecimiento del vecino*, asunto sobre el cual volveré más adelante. Finalmente, con el tiempo podría comprometer la autonomía operativa del banco central, ya que las consideraciones de economía política ocuparán un lugar aún mayor. Esto es particularmente importante para la política de balance de los bancos centrales, dada su naturaleza cuasifiscal.

El riesgo clave es que se sobrecargue a los bancos centrales y que se desarrolle un círculo vicioso. La política monetaria puede ayudar a ganar tiempo, pero también puede ayudar a perderlo por los incentivos que genera. Como la política no logra producir los efectos deseados y se demoran los ajustes, los bancos centrales están bajo presión para hacer más. Se abre una *brecha de expectativas*, entre lo que se espera de los bancos centrales y lo que realmente pueden hacer, y todo esto dificulta una salida y podría amenazar la credibilidad del banco central. Nos podríamos preguntar si algunas de estas fuerzas no actuaron en Japón, un país donde el banco central no ha sido capaz aún de salir de esta situación.

La evidencia reciente coincide ampliamente con la visión de que las políticas macroeconómicas son menos eficaces en las recesiones de balance. Los colegas del BPI hallaron que, al considerar las recesiones y las posteriores recuperaciones, la política monetaria tiene menos efecto en el producto si las recesiones están ligadas a crisis financieras. Además, en recesiones normales, una política monetaria más laxa durante la desaceleración es seguida por una recuperación más fuerte; pero esta relación desaparece si ocurre una crisis financiera. Además, el mismo estudio halla que, en las recesiones de balance, un ritmo de reducción de deuda más rápido acompaña a una recuperación más fuerte. Y concluye que, cuando la política fiscal se usa para aliviar una recesión de balance tiene limitaciones similares a aquellas de la política monetaria.

3.3 EL DESAFÍO DE LA POLÍTICA MONETARIA A MÁS LARGO PLAZO: AJUSTE DE LOS MARCOS REFERENCIALES

El desafío de política a más largo plazo es ajustar los marcos referenciales para reflejar a cabalidad las implicaciones del ciclo financiero. El ciclo financiero se desenvuelve sobre un horizonte mucho más largo que el que generalmente incide en las decisiones de políticas referidas al producto y a la inflación. Por lo tanto, abordar sus implicaciones requiere prolongar el horizonte y cambiar el foco desde los flujos periodo por periodo hacia su efecto acumulado en acervos. Consideremos primero las estructuras de política nacional y luego ampliemos la visión al entorno mundial.

La estrategia general para los marcos de política nacional sería garantizar la creación de mecanismos de contención (*colchones*) a modo de amortiguación en la fase de auge del ciclo financiero para recurrir a ellos en la fase de caída. Estos colchones harían que la economía tuviese una mayor capacidad de recuperación ante una desaceleración. Y actuando como una especie de ancla de arrastre, también podrían contener la intensidad del auge. En otras palabras, la estrategia haría que la política fuera menos procíclica al hacerla menos asimétrica con respecto a las fases de auge y caída del ciclo financiero. Para la política prudencial, significaría fortalecer la orientación sistémica o macroprudencial de las estructuras, al ajustar instrumentos tales como los estándares de capital o la relación préstamo a valor, para reducir su prociclicidad. Para la política monetaria significaría ofrecer la opción de endurecer, aun cuando la inflación a corto plazo parezca estar bajo control, cada vez que los desequilibrios financieros muestren signos de estar acumulando. Y para la política fiscal, implicaría extremar las precauciones al evaluar la fortaleza fiscal durante los auges financieros y tomar medidas correctivas.

Ciertamente, luego de la crisis, las políticas han ido en esta dirección, pero en diversos grados. La política prudencial es la que más ha avanzado.

En especial Basilea III ha introducido el colchón de capital anticíclico para los bancos como parte de la tendencia más amplia de poner en práctica salvaguardias macroprudenciales. La política monetaria ha cambiado en cierto modo. Ahora se reconoce que la estabilidad de precios no es garantía de estabilidad financiera y hay una serie de bancos centrales que han ajustado sus marcos para incorporar la opción de un endurecimiento durante las fases de auge. Un elemento clave ha sido la prolongación de los horizontes de política. Dicho esto, no hay consenso en cuanto a la conveniencia de este tipo de ajuste. Y siguen siendo controversiales los efectos secundarios de una relajación prolongada y enérgica luego de la caída. Posiblemente la más rezagada sea la política fiscal. Hasta ahora hay poco reconocimiento de la necesidad de incorporar el efecto del ciclo financiero dentro de las evaluaciones de sustentabilidad fiscal o para explorar las limitaciones de la política fiscal expansiva en las recesiones de balance.

El riesgo principal es que las políticas que no logren reconocer el ciclo financiero serán muy asimétricas y generarán un problema grave con el tiempo. Si no se endureciera la política en una etapa de auge financiero para luego relajarla durante la fase de caída, se erosionaría tanto las defensas de la economía como el margen de maniobra de las autoridades. A la larga, quienes formulan la política tendrían en sus manos un problema mucho mayor y carecerían de las municiones para abordarlo. Esto es lo que los economistas denominan un problema de *inconsistencia temporal* (*time inconsistency*). La causa raíz aquí es que los horizontes son demasiado cortos y que no se logra advertir el efecto acumulado de los flujos en los acervos. Esto predispondría a la inestabilidad del sistema.

Hay síntomas demasiado evidentes de que esto ha estado sucediendo. El capital y los colchones de liquidez de los bancos antes de la crisis han resultado inadecuados; después de la crisis se ha abogado por no elevarlos y para demorar la aplicación de nuevos estándares regulatorios. Los niveles de deuda soberana han alcanzado sus niveles

más altos en tiempos de paz. La crisis y las contramedidas han dejado una brecha profunda en las posiciones fiscales, que ya estaban deteriorándose. No menos preocupante es el hecho de que la mayor parte de los costos que surgen del envejecimiento poblacional siguen siendo un problema inminente y sin resolver. Y la política monetaria ha estado lejos de ser inmune. En muchas economías avanzadas las tasas de interés son ahora efectivamente iguales a cero; tanto en economías de mercados avanzados como emergentes, los balances de los bancos centrales se han expandido a máximos históricos. A escala mundial, las tasas de interés, aun ajustadas por inflación, han mostrado una tendencia a la baja desde hace decenios, incluso cuando ha habido un aumento en la tendencia al crecimiento de la economía mundial, una medida habitual para calibrar su nivel apropiado. Del mismo modo, las mediciones más refinadas que buscan tomar en cuenta el producto y la inflación, las llamadas reglas de Taylor, indican que las tasas de interés en el plano mundial están en niveles inusualmente bajos. Y en parte como resultado de las compras en el extremo largo de la curva de rendimiento y de la intervención del tipo de cambio, el rendimiento de los bonos nunca ha sido tan bajo como en este momento.

Esto nos lleva a las implicaciones mundiales de las políticas nacionales. En un mundo altamente integrado, cualquier tendencia en las políticas nacionales puede fácilmente expandirse por todo el mundo a través de una serie de canales, entre ellos la respuesta de otros países. En el caso de la política monetaria, los tipos de cambio son un canal crítico. La política monetaria relajada que prevalecía antes de la crisis en las economías maduras, especialmente en Estados Unidos, se expandió a otros países, sobre todo a las economías de mercado emergentes como China, en parte por medio de la resistencia a la apreciación de su moneda. Estos países mantuvieron bajas sus tasas de interés o intervinieron en el mercado de divisas para invertir lo obtenido en países con monedas internacionales, presionando a su vez a la

baja el rendimiento en esos países. En la poscrisis se ha intensificado si cabe el mismo proceso.

Esto plantea asuntos espinosos. En términos económicos, el riesgo es que las condiciones monetarias para el mundo en su conjunto terminen siendo demasiado laxas. Los signos de que los desequilibrios financieros se han incrementado, especialmente en economías de mercado emergentes, son una fuente de preocupación, sobre todo cuando las grandes economías maduras no han vuelto al crecimiento autosostenible. El mundo sigue desequilibrado. Políticamente, un riesgo obvio es que los países apliquen una versión moderna de las devaluaciones competitivas de los años de entreguerras, que causaron tanta discordia. Es preocupante que después de la crisis el término *guerras de divisas* haya sido usado tan a menudo por los formuladores de política económica.

Pero el mayor riesgo es que se produzca un nuevo cambio definitorio de época en las placas tectónicas de la economía. Como nos siguen recordando historiadores como Niall Ferguson y Harold James, estos cambios ocurren a menudo de manera bastante brusca y cuando menos se los espera. Hasta ahora, los planteamientos intuitivos han resultado notablemente inmunes al inmenso choque de la Gran Crisis Financiera y a sus tumultuosas consecuencias. Pero hay también señales preocupantes de que la globalización podría estar cediendo terreno, ya que los estados luchan por aceptar la pérdida *de facto* de soberanía. Esto es verdad en el plano mundial y en el regional. Es simplemente más evidente en Europa, donde un experimento histórico más ambicioso con mayor integración ha alcanzado un punto de inflexión. Mientras tanto, el consenso sobre los méritos de la estabilidad de precios empieza a debilitarse. A medida que se desvanece el recuerdo de los costos de inflación, crece la tentación de librarse de las inmensas cargas de deuda mediante la combinación de inflación y represión financiera. La mejor manera de perder estos logros alcanzados con tanto esfuerzo es darlos por seguro. El futuro no está predeterminado, ni mucho menos, pero

no deberíamos subestimar los desafíos que nos esperan.

4. CONCLUSIÓN

Un ciclista ha iniciado la carrera con gran ímpetu. Pero, como suele suceder, ha sobrestimado su fortaleza. Después de un rato, tiene que pedalear con más fuerza para evitar caerse. Sus energías están flaqueando y está a punto de colapsar de agotamiento. Su error fue abordar la carrera de larga distancia como una serie de acelerones. Su horizonte fue demasiado corto; el esfuerzo acumulado finalmente se está apoderando de él. A pesar de todo, sigue luchando.

La economía mundial no es muy diferente de este deportista. Ha ganado nueva fuerza a partir de la poderosa ola de globalización y la supresión de la inflación. Pero el resurgimiento del ciclo financiero la hizo sentir, por un rato, más fuerte de lo que en realidad era. Los participantes del mercado y los formuladores de políticas no vieron más allá de esta ilusión. Y cada vez que un auge financiero se convierte en caída, intentarán con más energía aplicar nuevamente la vieja y conocida receta. Sus horizontes fueron demasiado cortos y el efecto acumulado de sus esfuerzos está alcanzándola: los acervos de deuda privada y soberana han estado creciendo más allá de los niveles sustentables y

el margen de maniobra para la política se ha empequeñecido drásticamente.

Quizás es tiempo de cambiar el rumbo. Quizás es tiempo de abordar las debilidades subyacentes de manera directa, de dejar de posponer los ajustes para un mejor momento que nunca llega, de dejar de exigir ajustes de política monetaria para problemas de balance y estructurales más profundos. Esto implicaría incurrir en algunos costos en el futuro cercano, pero la alternativa sería arriesgarse a crear costos muchos más grandes más adelante. Como dicen los franceses: *reculer pour mieux sauter* (dar un paso atrás para poder avanzar mejor). Como hemos visto, sería un error creer en el hada de la confianza, pero sería un error más grande pensar que algo en esta vida es gratis.

Hay algunos signos alentadores, y otros no tanto. Para navegar las traicioneras aguas que nos esperan será necesario el equilibrio entre el “pesimismo del intelecto y el optimismo de la voluntad” de Gramsci: el pesimismo de evaluar los desafíos con toda crudeza, sin subestimarlos; el optimismo de superarlos. Y como señalaba Tommaso Padoa Schioppa, se requerirá de una visión a largo plazo. Keynes alguna vez dijo la famosa frase: “a largo plazo, todos estamos muertos”. Pero, hay que esperar que la próxima generación esté viva. Lo que está en riesgo es nada menos que el legado de la actual generación a la próxima; y esto es real tanto en el plano mundial como en Europa.