

EL MUNDO EN RECESIÓN DE BALANCES: CAUSAS, CURA Y POLÍTICAS

RICHARD C. KOO*

RESUMEN:

Hay bastante confusión en los círculos políticos, académicos y también en los mercados con respecto a la situación económica internacional que se desencadenó por la crisis de 2007-2008. Y como hay tanta confusión, las respuestas de política económica han sido en gran parte inconsistentes, no solo en EEUU si no por todo el mundo, y esto puede estar prolongando innecesariamente la recesión. Sin embargo, lo que estamos viviendo actualmente ocurrió en Japón hace exactamente quince años. Lo que está pasando ahora, después del estallido de la burbuja, es que el sector privado se está desapalancando o reduciendo su deuda al mínimo. Esto se denomina recesión de balances. Y, en este tipo de recesión, recortar los tipos de interés al cero y aumentar la base monetaria no se traduce en una mejora del acceso al crédito del sector privado y en una recuperación de la actividad económica. La política monetaria se vuelve ineficaz. Tal y como muestra la experiencia japonesa, la respuesta para prevenir el colapso de la actividad económica reside en la política fiscal, esto es, el gobierno debe incrementar el gasto financiándose a sí mismo con los ahorros que el sector privado genera al desapalancarse. Solo después de que los balances hayan sido saneados y el sector privado esté deseando, y pueda, endeudarse, puede empezar el gobierno a reducir su déficit presupuestario.

PALABRAS CLAVE:

Recesión de balances; desapalancamiento; política fiscal; crisis financiera internacional; política monetaria.

TITLE:

The World in Balance Sheet Recession: causes, cure, and politics.

ABSTRACT:

There is quite a bit of confusion in the policy circles, in the academic circles and also in the markets regarding the international economic situation unleashed by the 2007-2008 crisis. And, as there is so much confusion, the economic policy responses have been largely inconsistent, not only in the United States but also all around the world, and this might be prolonging the recession unnecessarily. However, what we are currently going through happened in Japan exactly 15 years ago. What is happening now is that, after the bursting of the bubble, the private sector is deleveraging or reducing its debt to a minimum. This is called a balance sheet recession. And, in this type of recession, cutting the interest rate to zero and increasing the monetary base do not translate into an improvement of credit to the private sector and into a recovery of economic activity. The monetary policy becomes ineffective. As shown by the Japanese experience, the response to prevent the collapse of economic activity lies in the fiscal policy, i.e. the government should increase spending by financing itself with the savings the private sector generates in order to deleverage. Only after the balance sheets have been repaired and the private sector is willing to, and may, get into debt, should the government start to cut its budget deficit.

KEYWORDS:

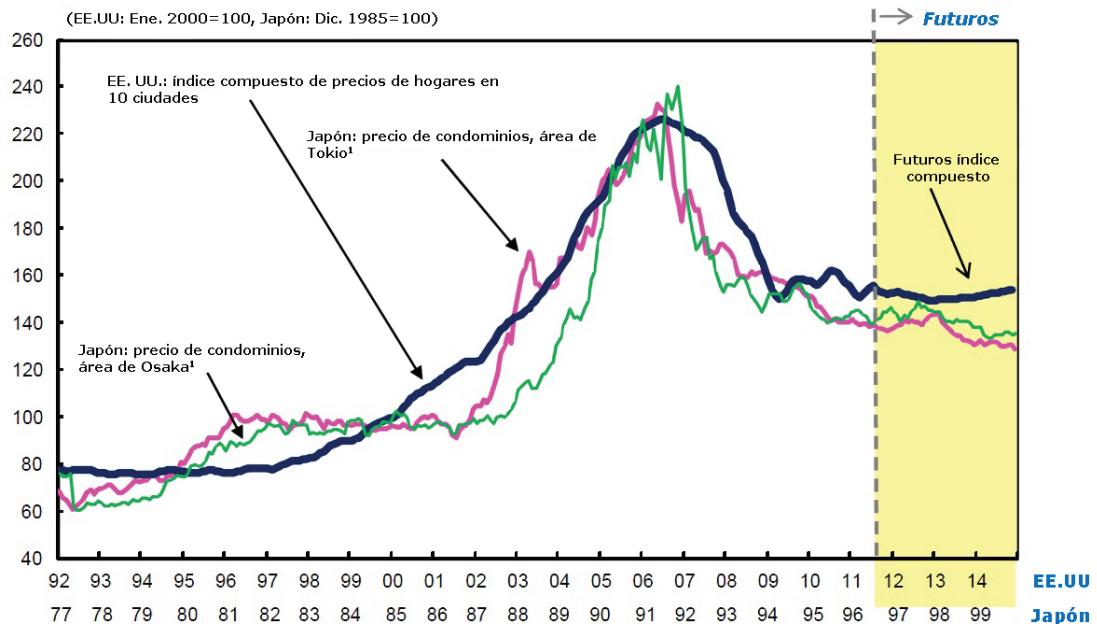
Balance sheet recession; deleveraging; fiscal policy; international financial crisis; monetary policy.

*Richard C. KOO es economista jefe del *Nomura Research Institute*.

Fragmento traducido con permiso del autor. El original es: KOO, Richard, "The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics", en *Real-world economics review*, núm. 58, 12 de Diciembre de 2011, pp.19-37. Disponible en: <http://www.paecon.net/PAERreview/issue58/Koo58.pdf>

Una preocupación recurrente en las economías occidentales es que puedan estar entrando en una década pérdida al estilo japonés. Existen notables similitudes entre los movimientos de precios de la vivienda en estos momentos en EE.UU. y los de Japón hace 15 años, ilustradas en el gráfico 1, que sugieren que los dos países han contraído de hecho una enfermedad similar. Sin embargo, la experiencia japonesa del periodo posterior a 1990 también mostró que esa recesión no era una recesión ordinaria.

Gráfico 1. Los precios de la vivienda en EE.UU. reflejan la experiencia de Japón



¹ Nota: por m², 5 meses de desplazamiento de media.

Fuentes: Bloomberg, Real Estate Economic Institute, Japan, S&P, S&P/Case-Shiller® Home Price Indices, a 5 de octubre de 2011.

La recesión impulsada por el desapalancamiento conduce a la depresión prolongada

La diferencia clave entre una recesión común y aquella que puede producir una década pérdida, es que en esta última una gran parte del sector privado está en realidad *minimizando deuda* en lugar de maximizar las ganancias tras el estallido de una burbuja a escala nacional de los precios de los activos. Cuando una burbuja financiada con deuda estalla, los precios de los activos se colapsan mientras que los pasivos quedan intactos, dejando millones de balances del sector privado bajo el agua. Con el fin de recuperar su salud financiera y buenas calificaciones de rating, los hogares y las empresas se ven obligados a reparar los balances, aumentando su ahorro o pagando deuda. Este acto de desapalancamiento reduce la demanda agregada y lanza a la economía a un tipo muy especial de recesión.

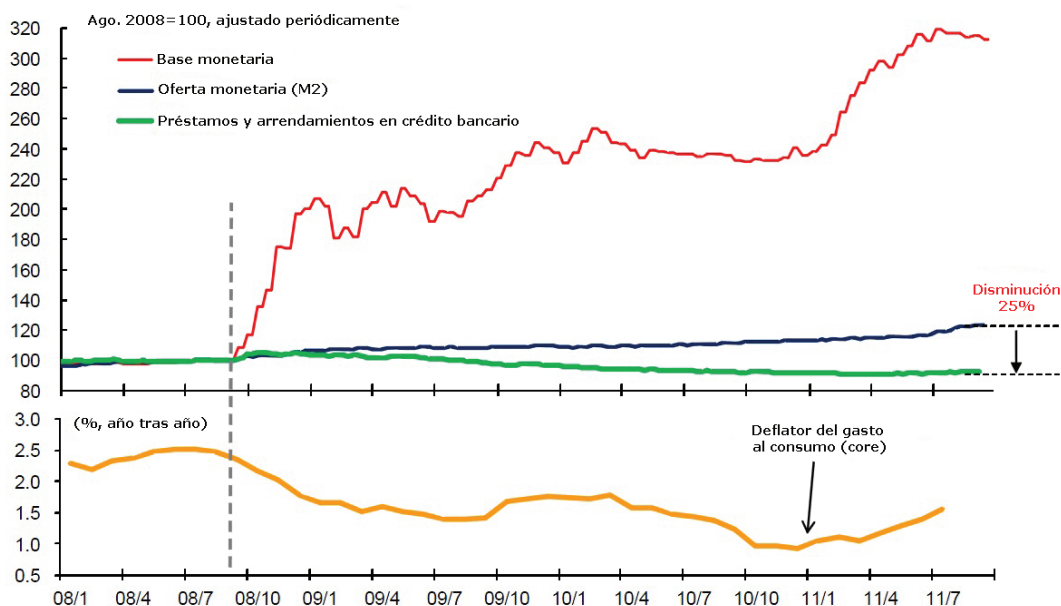
La primera víctima de este cambio hacia la minimización de la deuda es la política monetaria, el tradicional remedio para las recesiones, porque las personas con patrimonio neto negativo no están interesados en aumentar sus préstamos a ningún tipo de interés. Tampoco habrá muchos prestamistas para aquellos con

problemas en sus balances, sobre todo cuando los propios prestamistas tienen problemas de balance. Además, la oferta monetaria, que consiste principalmente en depósitos bancarios, se contrae cuando el sector privado retira colectivamente los depósitos bancarios para pagar la deuda. Aunque el banco central puede inyectar liquidez en el sistema bancario, será muy presionado para revertir la contracción de los depósitos bancarios cuando no hay prestatarios y el multiplicador del dinero es cero o negativo en el margen.

Como se muestra en los gráficos 2 y 3, las inyecciones masivas de liquidez por parte tanto de la Reserva Federal en los EE.UU. como del Banco de Inglaterra en Reino Unido, no sólo no lograron evitar las contracciones del crédito disponible para el sector privado, sino que también solo produjeron minúsculos incrementos de la oferta monetaria. Esto es exactamente lo que pasó en Japón después del estallido de su burbuja en 1990, como se muestra en el gráfico 4.

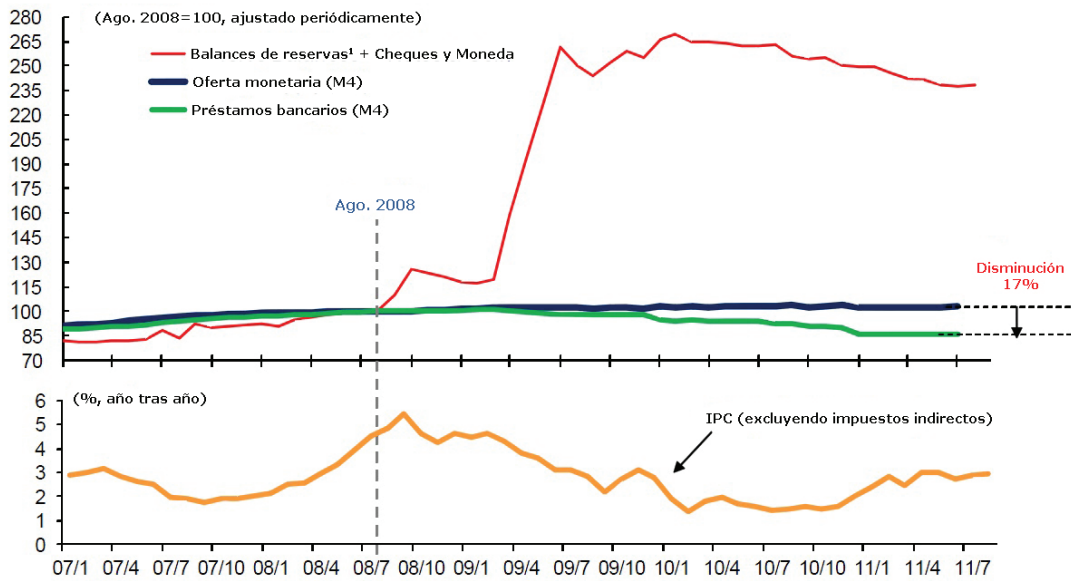
Tampoco hay ninguna razón para pensar que incrementando la inflación o estableciendo un objetivo de inflación podría funcionar, porque las personas están pagando la deuda en respuesta a una caída de los precios de los *activos*, no de los precios al consumo. Y con el multiplicador negativo en el margen, el banco central no tiene capacidad de producir el crecimiento de la oferta monetaria necesario para incrementar la tasa de inflación.

Gráfico 2. La inyección drástica de liquidez fracasó en aumentar la oferta monetaria (I): EE.UU.



Fuente: *Board of Governors of the Federal Reserve System*, Departamento de Comercio EE.UU.
Nota: Préstamos y arrendamientos de bancos comerciales, ajustes para las discontinuidades realizados por el *Nomura Research Institute*.

Gráfico 3. La inyección drástica de liquidez fracasó en aumentar la oferta monetaria (I): Reino Unido

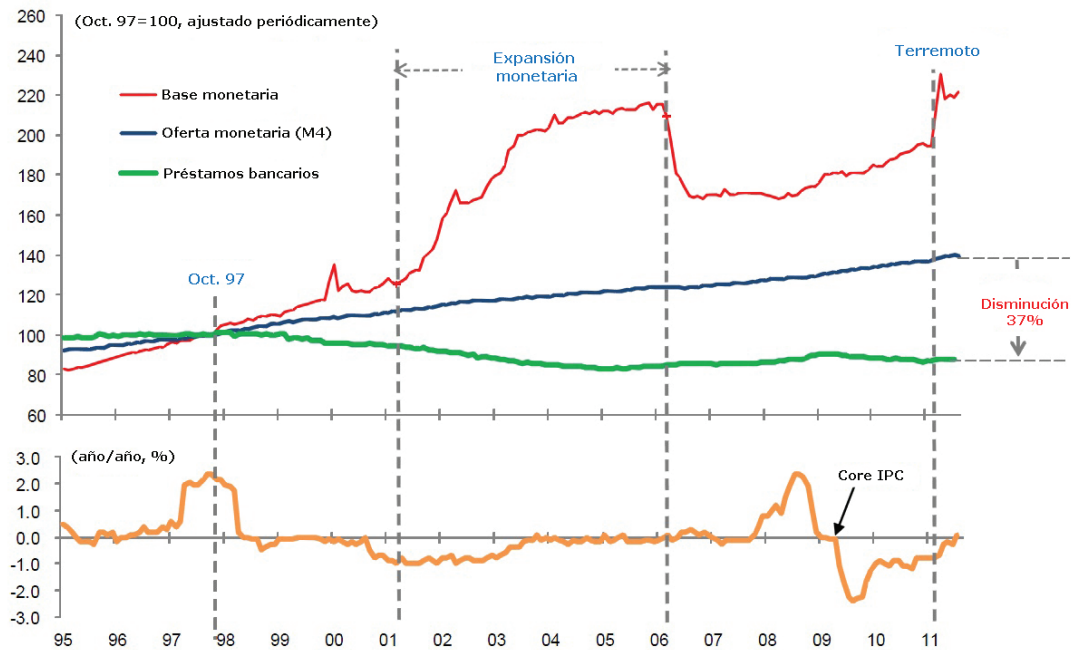


Fuente: Banco de Inglaterra, Oficina de Estadística Nacional, Reino Unido.

¹ Nota: Los datos de los balances de reservas no están ajustados periódicamente.

² Nota: Los datos de oferta monetaria y préstamos bancarios excluyen las instituciones financieras intermedias.

Gráfico 4. La inyección drástica de liquidez fracasó en aumentar la oferta monetaria (I): Japón



Fuente: Banco de Japón.

Nota: Los datos de préstamos bancarios han sido ajustados por el *Nomura Research Institute*.

Más importante aún, cuando el sector privado entra en desapalancamiento

a pesar de los tipos de interés a cero, la economía entra en una espiral deflacionista porque, en ausencia de personas tomando prestado y gastando dinero, la economía pierde de forma *continuada* una demanda igual a la suma de los ahorros y de los pagos netos de las deudas. Este proceso continuará hasta que o bien los balances del sector privado se saneen, o bien hasta que el sector privado se vuelva demasiado pobre para ahorrar (esto es, la economía entra en una depresión).

Para ver esto, considérese un mundo donde un hogar tiene una renta de 1.000 dólares y una tasa de ahorro del 10%. Este hogar entonces gastaría 900 dólares y ahorraría 100 dólares. En el mundo usual o de libro de texto, los 100 dólares ahorrados serían tomados por el sector financiero y prestados a un prestatario que pueda utilizar mejor el dinero. Cuando ese prestatario gasta sus 100 dólares, el gasto total agregado es de 1.000 dólares (900 dólares más 100 dólares) contra el ingreso original de 1.000 dólares, y la economía sigue avanzando. Cuando la demanda para los 100 dólares es insuficiente, los tipos de interés se reducen, lo que normalmente llevará al prestatario a tomar la suma restante. Cuando la demanda es excesiva, los tipos de interés se incrementan, haciendo que algunos prestatarios salgan del mercado.

En el mundo donde el sector privado está minimizando deuda, sin embargo, no existen prestatarios para los 100 dólares incluso con los tipos de interés a cero, dejando solo los 900 dólares en gastos. Esos 900 dólares representan los ingresos de alguien, y si esa persona también ahorra el 10%, solo se gastarán 810 dólares. Dado que habitualmente reparar las hojas de balance después del estallido de grandes burbujas puede llevar varios años —quince en el caso de Japón— el ahorro de 90 dólares tampoco será tomado prestado, por lo que la economía se contraerá a 810 dólares, y después a 730 dólares, y así sucesivamente.

Esto es exactamente lo que pasó durante la Gran Depresión, con todo el mundo reduciendo sus deudas, y nadie tomando prestado ni gastando. Desde 1929 hasta 1933, los EE.UU. perdieron 46% de su PIB principalmente por esta espiral deflacionista inducida por los repagos de la deuda. Esta también fue en gran medida la razón por la que los EE.UU. redujeron su oferta monetaria alrededor del 30% a lo largo de ese periodo de cuatro años.

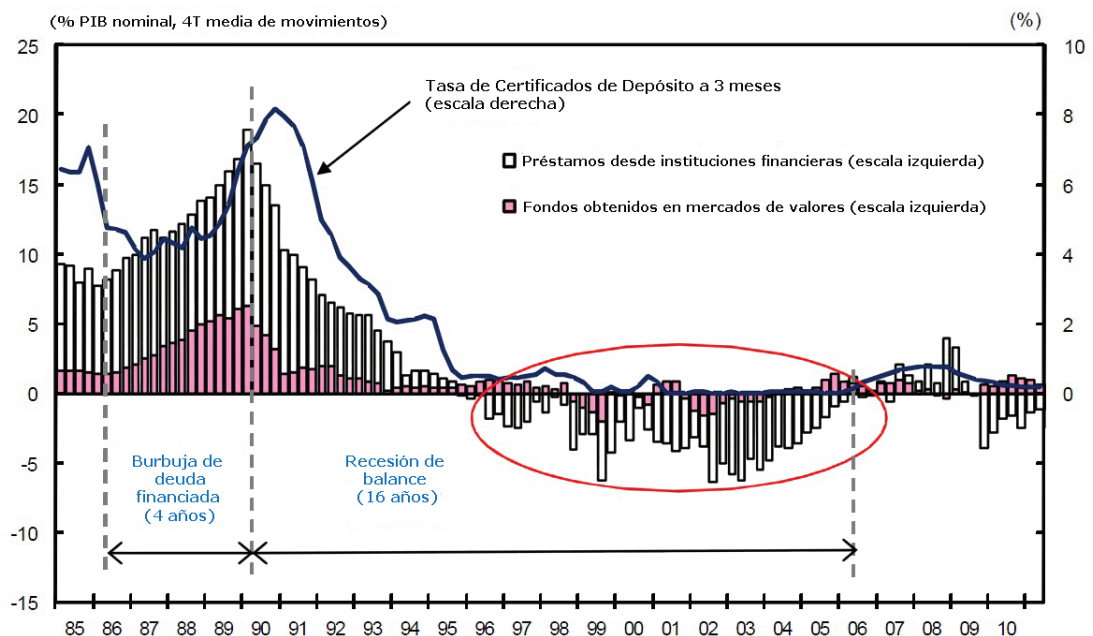
La discusión anterior sugiere que hay al menos dos tipos de recesiones: aquellas que se desencadenan por ciclos económicos usuales, y aquellas que se desencadenan por el desapalancamiento del sector privado, o minimización de la deuda. Dado que la profesión económica nunca consideró este último tipo de recesión, no hay nombre para ello en la literatura. Para distinguir este tipo de recesión de las recesiones ordinarias, aquí nos vamos a referir a ellas como *crisis de balances*. Al igual que las burbujas nacionales financiadas mediante deuda, las recesiones de balance son raras y, si no se tratan, degenerarán en una depresión.

La importancia de la experiencia japonesa

Japón se enfrentó a una recesión de balances que siguió al estallido de la burbuja

en 1990 cuando los precios inmobiliarios cayeron un 87% a nivel nacional. El resultado de la pérdida de riqueza nacional en acciones y en el sector inmobiliario fue equivalente a tres años del PIB de 1989. En comparación, durante la Gran Depresión la riqueza nacional perdida por los EE.UU fue de un año del PIB de 1929. El sector empresarial japonés respondió trasladándose desde su papel tradicional de gran prestatario de fondos a un pagador masivo de deuda, como se muestra en el gráfico 5. El repago de la deuda neta del sector empresarial incrementó más de un 6% del PIB cada año. Y esto también ocurrió en los ahorros de los hogares, llegando a un 4% del PIB al año, todo con los tipos de interés a cero. En otras palabras, Japón podría haber perdido 10% del PIB cada año, igual que los EE.UU durante la Gran Depresión.

Gráfico 5. El desapalancamiento japonés con tipos de interés a cero duró 10 años
Fondos recibidos por el sector privado no financiero



Fuente: Banco de Japón.

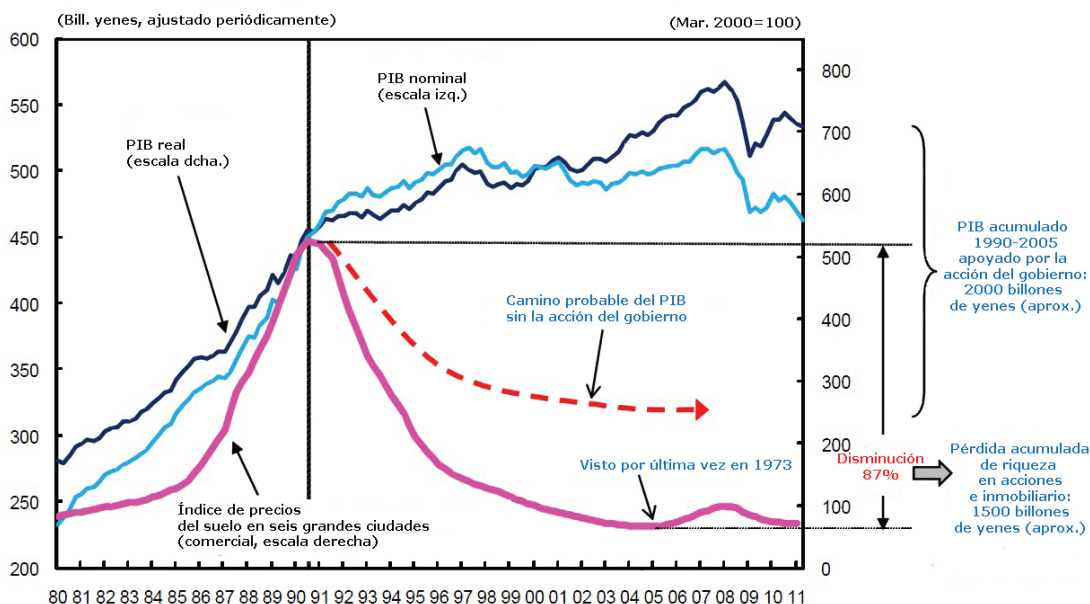
Japón evitó sin embargo la depresión, debido a que el gobierno tomó prestado y gastó los 100 dólares mencionados anteriormente, manteniendo por tanto el gasto de la economía en 1.000 dólares (900 dólares del gasto de los hogares, más 100 dólares de gasto del gobierno). Pese a una pérdida masiva de riqueza y a un desapalancamiento del sector privado que llegaba al 10% del PIB cada año, Japón logró mantener su PIB por encima del pico de la burbuja durante el periodo posterior a 1990 (gráfico 6), y la tasa de desempleo nunca superó el 5.5%.

Esta acción del gobierno sostuvo los ingresos en el sector privado y permitió a las empresas y a los hogares pagar su deuda. En 2005 el sector privado ya había completado el saneamiento de sus balances.

A pesar de que esta acción fiscal incrementó la deuda del gobierno hasta 460

billones de yenes, o 92% del PIB durante el periodo 1990-2005, la cantidad del PIB que se logró salvar por la acción fiscal, comparada con el escenario de depresión, fue mucho mayor. Por ejemplo, si suponemos que, de una manera optimista, sin la acción del gobierno el PIB japonés hubiera retornado al nivel previo al estallido de la burbuja de 1985, la diferencia entre este hipotético PIB y el PIB actual sería de 2.000 billones de yenes para ese período de 15 años. En otras palabras, Japón gastó 460 billones de yenes para comprar 2.000 billones de yenes de PIB, haciendo un negocio tremendo. Y como el sector privado estaba desapalancándose, las acciones fiscales del gobierno no tuvieron un efecto de expulsión del sector privado (*crowding-out*), ni de inflación o incrementos exponenciales de los tipos de interés.

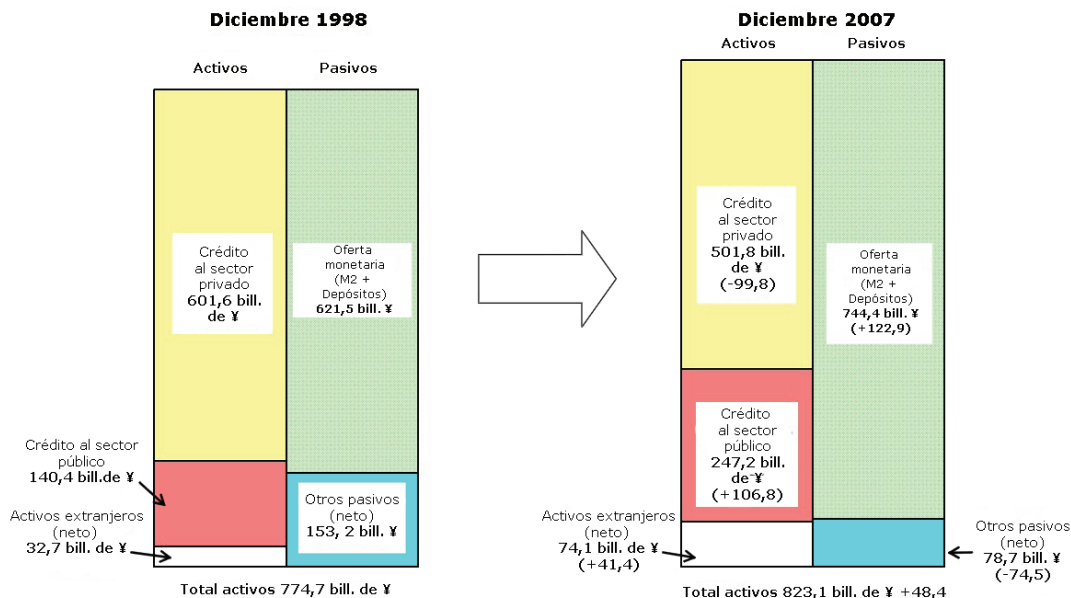
Gráfico 6. El PIB de Japón creció pese a la pérdida masiva de riqueza y al desapalancamiento del sector privado



Fuente: Oficina del Gabinete, Instituto Inmobiliario de Japón.

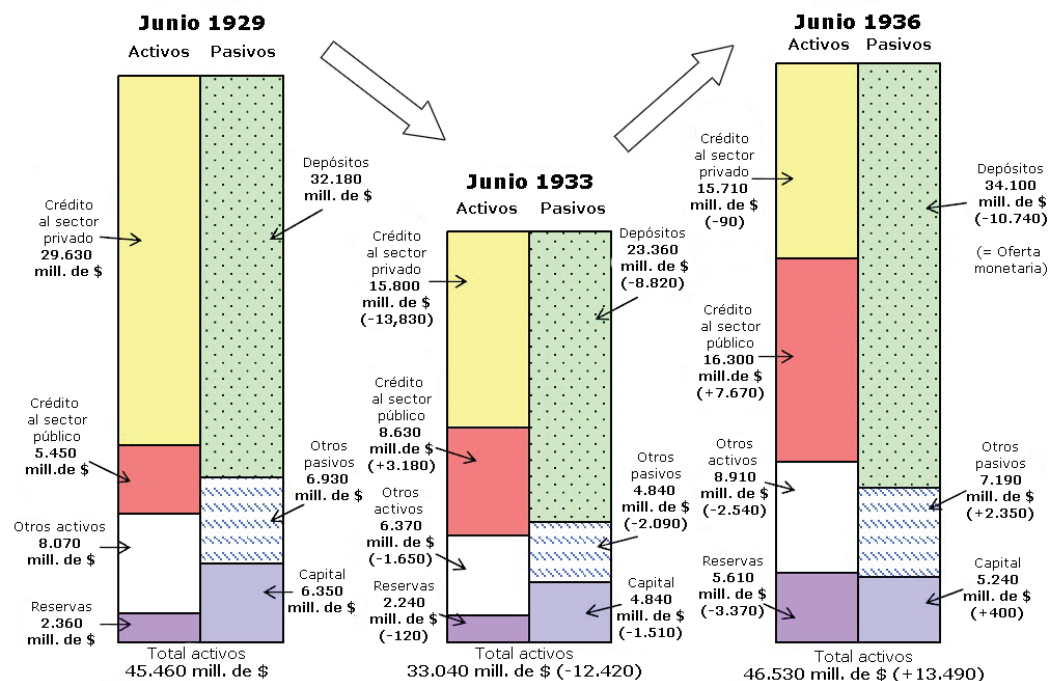
El Japón posterior a 1990 también evitó la caída de su oferta monetaria a pesar del desapalancamiento del sector privado porque los préstamos tomados por el gobierno remplazaron a los del sector privado y pudo prevenir una contracción de los activos bancarios. Esto se muestra en el gráfico 7. La oferta monetaria de EE.UU. después de 1933 también se estabilizó y empezó a crecer otra vez por que la administración Roosevelt empezó a tomar prestado dinero de forma agresiva para sus nuevos programas del *New Deal*, como se puede observar en el gráfico 8.

Gráfico 7. La oferta monetaria japonesa se ha sostenido por los préstamos asumidos por el gobierno
Balances de los bancos en Japón



Fuente: Banco de Japón, "Monetary Survey".

Gráfico 8. El crecimiento de la oferta monetaria en EE.UU. tras 1933 también fue posible por los préstamos asumidos por el gobierno
Balances de los todos los bancos miembros



Fuente: Board of Governors of the Federal Reserve System, "Banking and Monetary Statistics 1914-1944", ps. 72-79, 1976.

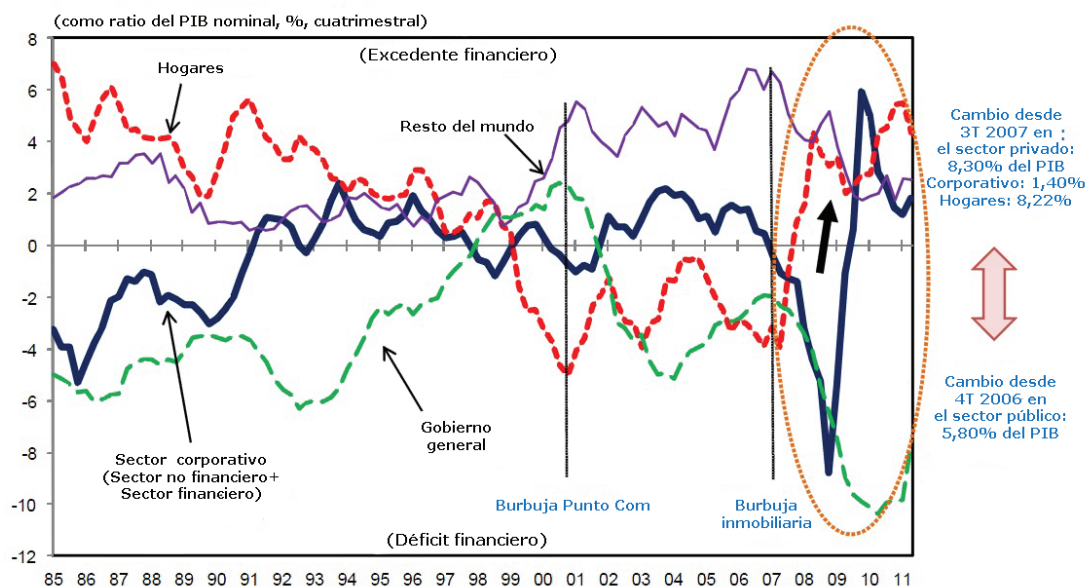
Muchos autores han argumentado que fue la política monetaria la que llevó a la recuperación de EE.UU después de 1933, pero se equivocan al no mirar el lado de los activos de los balances bancarios. Desde 1933 hasta 1936, solo incrementaron los préstamos al gobierno, mientras que los del sector privado no aumentaron en nada. Y los préstamos al gobierno se incrementaron porque el gobierno tuvo que financiar los programas del *New Deal*. Ambos ejemplos indican que el estímulo fiscal es esencial para evitar que tanto el PIB como la oferta monetaria se contraigan durante una recesión de balances.

El mundo en recesión de balances

Hoy día, los sectores privados de EE.UU., Reino Unido, España e Irlanda (pero Grecia) están pasando por un proceso masivo de desapalancamiento a pesar de que unos bajos tipos de interés de récord. Esto significa que todos esos países están en profundas recesiones de balance. Los sectores privados de Japón y Alemania no están tampoco tomando prestado. Con los prestatarios desapareciendo y los bancos recelosos a conceder créditos, no es sorprendente que, después de casi tres años de records de tipos de interés bajos e inyecciones de liquidez masivas, las economías industriales sigan teniendo un comportamiento tan pobre.

Los datos de flujos de fondos para EE.UU. (gráfico 9) muestran desde el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007, un cambio masivo desde el endeudamiento hacia el ahorro por parte del sector privado. El cambio para el sector privado en conjunto representa un 9% del PIB estadounidense en un momento con tipos de interés a cero. Es más, este incremento en el ahorro del sector privado excede el incremento de los préstamos contraídos por el gobierno (5,8% del PIB), lo que sugiere que el gobierno no está haciendo lo suficiente para compensar el desapalancamiento del sector privado.

Gráfico 9. EE.UU. en una recesión de balances: el sector privado de EE.UU. aumentó masivamente sus ahorros después de la burbuja
Excedente o déficit financiero por sector

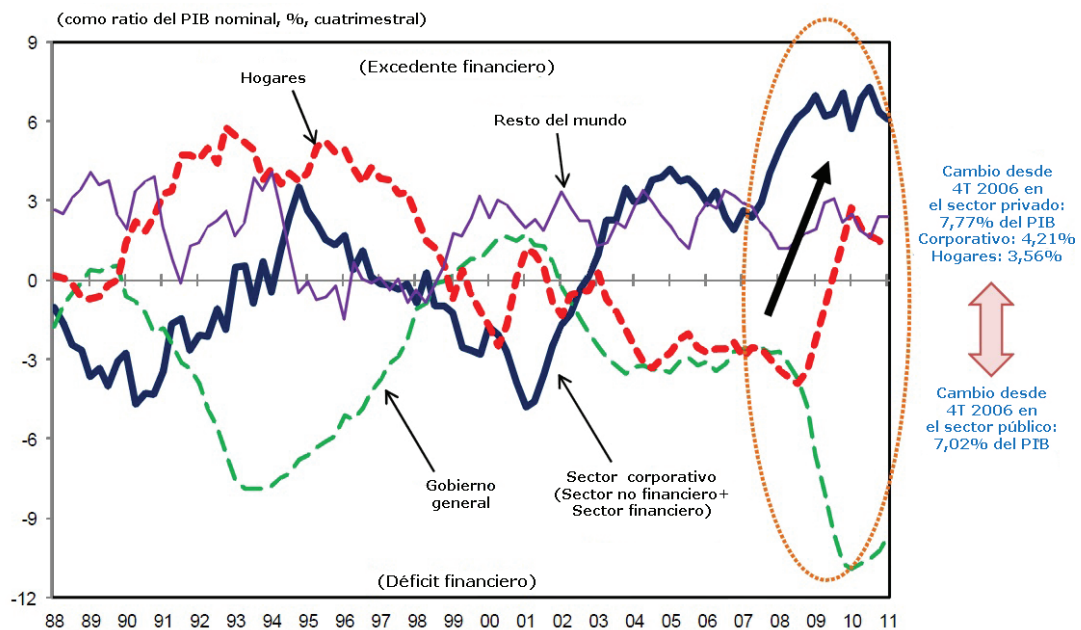


Fuente: FRB, *Departamento de Comercio, EE.UU.*

Nota: para las curvas, se utilizan medias de 3 meses terminando en el 2T de 2011.

Los datos de los flujos de fondos para Reino Unido (gráfico 10) cuentan la misma historia, con el incremento de los ahorros privados (7,7% del PIB) excediendo el incremento del déficit del gobierno (7,0% del PIB). Una vez más, esto significa que el gobierno de Reino Unido no está haciendo suficiente para estabilizar la economía al compensar el desapalancamiento del sector privado.

Gráfico 10. Reino Unido en una recesión de balances: el sector privado de EE.UU. aumento masivo de los ahorros privados después de la burbuja
Excedente o déficit financiero por sector



Fuente: Oficina de Estadística Nacional, Reino Unido.

Nota: para las curvas, se utilizan medias de 3 meses terminando en el 1T de 2011.

Y a pesar de ello los hacedores de política económica (*policymakers*) en ambos países, asustados por los eventos acaecidos en Grecia, han presionado de manera contundente para reducir los déficit fiscales, con Reino Unido presionando más fuerte que EE.UU. Aunque eludir una política fiscal derrochadora es la postura correcta cuando el sector privado es saludable y está maximizando beneficios, nada es más perjudicial que una consolidación fiscal cuando un sector privado enfermo está minimizando deudas. Eliminar el apoyo del gobierno en pleno desapalancamiento privado es equivalente a eliminar los 100 dólares mencionados anteriormente del flujo de ingresos de una economía, y esto desencadenará una espiral deflacionista en la medida en que la economía se contrae de 1.000 dólares hasta 900 dólares y luego 810 dólares.

Desafortunadamente, los defensores de una consolidación fiscal solo están mirando el crecimiento en el déficit fiscal mientras que ignoran los ahorros más cuantiosos en el sector privado. Ciertamente, estos gobiernos están repitiendo el error japonés de una consolidación fiscal prematura en 1997 y 2001, que en ambos casos desencadenaron una espiral deflacionista y en última instancia *incrementó* el déficit.

de la naturaleza y de las dinámicas de las recesiones de balance. De hecho, los rendimientos de los bonos en EE.UU. y Reino Unido son hoy día equivalentes a los rendimientos de los bonos de Japón en 1997.

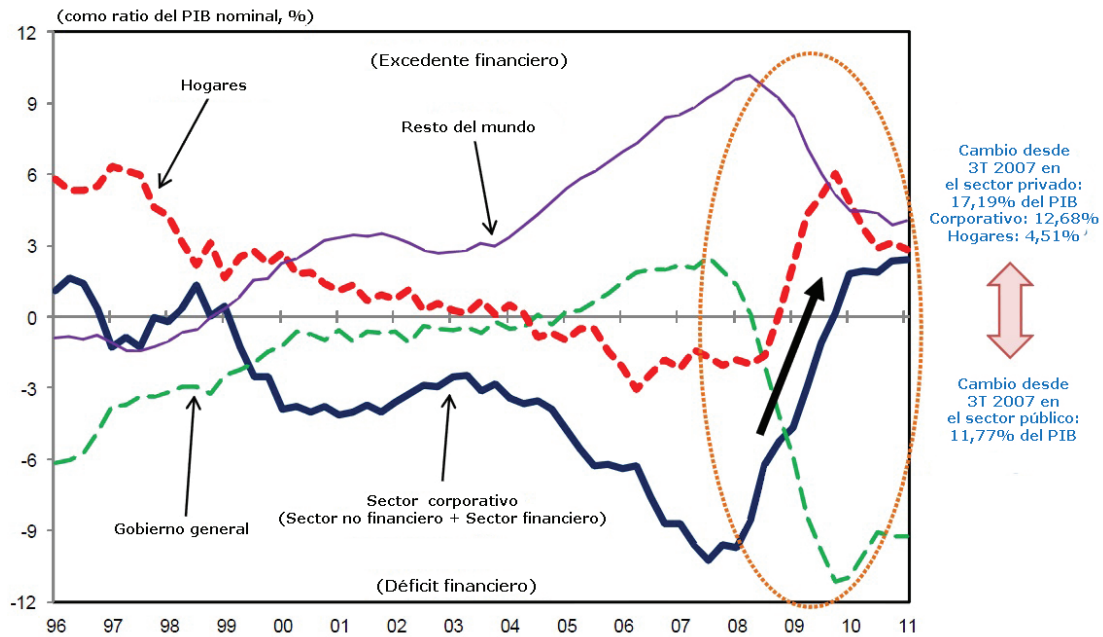
Razones para una crisis de deuda en la eurozona

Mientras las economías occidentales están sumidas en una recesión de balances y los rendimientos de los bonos soberanos tocan suelos históricos, los inversores continúan demandando alta rentabilidad para mantener la deuda de países de la eurozona como España e Irlanda. La razón detrás de este fenómeno es un factor único en la eurozona: los gerentes de fondos de renta fija pueden comprar bonos de los gobiernos emitidos por *otros* países sin tener que estar expuestos al riesgo del tipo de cambio. Si empiezan a dudar de la posición fiscal de su propio gobierno, solo tienen que comprar deuda de otros gobiernos.

España e Irlanda por ejemplo, están ambos sumidos en una profunda recesión de balances, con el desapalancamiento del sector privado llegando a 17% del PIB en España (gráfico 12) y un enorme 21% del PIB en Irlanda (gráfico 13), todo ello con unos intereses tocando suelos históricos. En realidad toda la eurozona está en una recesión de balances (gráfico 14). A pesar de que ello significa que existe una gran concentración de ahorros privados disponibles en estos países, los gerentes españoles o irlandeses de fondos de pensiones que no quieren deuda de su propio país, pueden comprar fácilmente bonos del gobierno alemán. Esto deja tanto a España como a Irlanda incapacitados para utilizar los superávits de ahorros para luchar contra las recesiones de balance.

Si los gobiernos de los países como Alemania y Holanda toman prestado y gastan el dinero que fluye desde España e Irlanda, esto sostendría la actividad económica en la eurozona de forma más amplia, y tendría también un impacto positivo en Irlanda y España. Desgraciadamente los gobiernos de Alemania y Holanda están completamente concentrados en los esfuerzos necesarios para reducir el déficit, en una apuesta por respetar los límites del 3% que marca el Tratado de Maastricht.

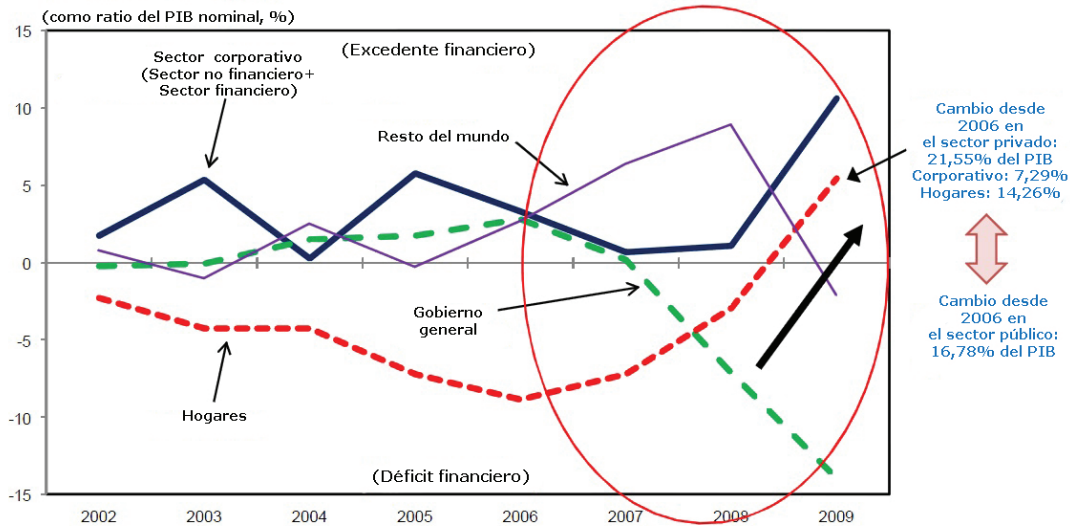
Gráfico 12. España en una recesión de balances: incremento masivo de los ahorros privados tras la burbuja
Excedente o déficit financiero por sector



Fuente: Banco de España.

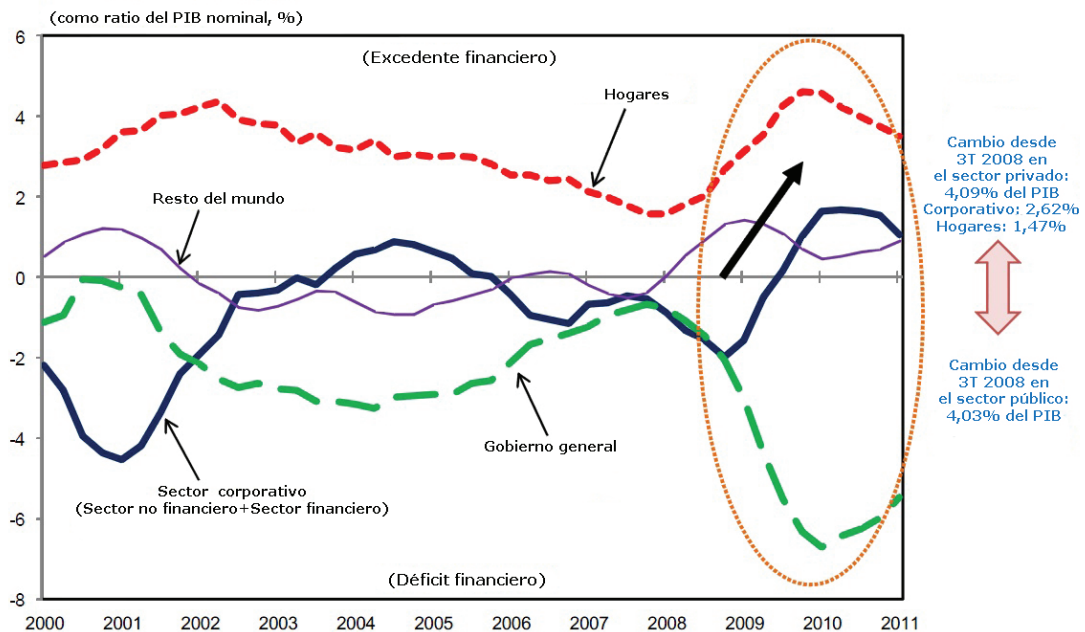
Nota: para las curvas, se utilizan medias de 3 meses terminando en el 1T de 2011.

Gráfico 13. Irlanda en una recesión de balances: incremento masivo de los ahorros privados tras la burbuja
Excedente o déficit financiero por sector



Fuente: Eurostat, Oficina Central de Estadísticas de Irlanda.

Gráfico 14. La eurozona en una recesión de balances: incremento masivo de los ahorros privados tras la burbuja
Excedente o déficit financiero por sector



Fuente: Banco Central Europeo.

Nota: para las curvas, se utilizan medias de 3 meses terminando en el 1T de 2011.

Los países en una recesión de balances, como España, necesitan desesperadamente estímulos fiscales, pero no son capaces de aprovechar los rápidos incrementos de los ahorros internos y por tanto se ven forzados a involucrarse en medidas de consolidación fiscal por su cuenta. Eso causa que los 100 dólares mencionados anteriormente se retiren del flujo de rentas, propiciando una espiral deflacionista. Y dado que los países que están recibiendo esos ahorros no están tomándolos prestados y gastándolos, la economía más amplia de la eurozona se debilita rápidamente. No es de extrañar que la tasa de desempleo española esté por encima del 21% y que el PIB irlandés haya caído más del 10% desde su punto más alto.

Los flujos de fondos dentro de la eurozona estaban siguiendo un patrón opuesto hasta hace unos años. Los bancos en Alemania, que cayeron en una recesión de balances después de la burbuja tecnológica del año 2000, compraron agresivamente deuda de los países europeos del sur, que estaba denominada en la misma moneda pero ofrecía unos rendimientos mayores que su deuda nacional. Las entradas de flujos de capital resultantes desde Alemania echaron más gasolina al fuego de la burbuja inmobiliaria de esos países.

Hay por tanto una tendencia dentro de la eurozona para que los flujos de fondos vayan hacia los extremos. Cuando los tiempos son buenos, los fondos fluyen hacia las economías más dinámicas en búsqueda de mayores retornos, exacerbando por ello las burbujas. Cuando las burbujas finalmente estallan, los fondos cambian repentinamente hacia las economías menos afectadas por el boom.

El problema con estos cambios es que son procíclicos, tendiendo a amplificar los ciclos en la economía. Los países que están en medio de una burbuja y que no necesitan o quieren fondos adicionales experimentan entradas masivas. Mientras tanto, los países que se enfrentan a recesiones de balance y que están necesitados de fondos, solo pueden ver como el dinero escapa hacia el extranjero, impidiendo a los gobiernos la implementación de los estímulos fiscales necesarios para estabilizar la economía.

Solución para la eurozona: permitir la compra de bonos solo a los nacionales

Una manera de resolver este problema específico de la eurozona de los cambios en los movimientos de capital sería prohibir a los países miembros vender bonos a inversores de otros países. Permitiendo solo a los ciudadanos de una nación comprar deuda de su gobierno prevendría, por ejemplo, la inversión de ahorros españoles en deuda alemana. La mayor parte de los ahorros españoles que han sido utilizados para comprar deuda de otros países retornarían a España. Esto empujaría la rentabilidad de los bonos españoles a una caída a los niveles observados en EEUU y en Reino Unido, ayudando por tanto al gobierno español a implementar los estímulos fiscales necesarios durante una crisis de balances.

El Tratado de Maastricht con su rígido límite del 3% de déficit no imponía ninguna provisión para una recesión de balances. Esto es comprensible dado que el concepto de una recesión de balances no existía cuando se negoció el tratado en los años noventa. En contrates, la nueva regla que se propone permitiría a los gobiernos implementar políticas fiscales de manera autónoma dentro de ese límite. En efecto, los gobiernos podrían tener mayor déficit en la medida en que pudieran convencer a sus ciudadanos de la compra de deuda. Esto permitiría tanto infundir disciplina como proveer flexibilidad a los gobiernos individualmente. Al internalizar los aspectos fiscales, la nueva regla liberaría también al Banco Central Europeo de sus preocupaciones acerca de los problemas fiscales en los países miembros y le permitiría concentrarse en la gestión de la política monetaria.

Para maximizar las ganancias de eficiencia en un mercado único, la nueva restricción debería aplicarse solo a la tenencia de bonos gubernamentales. Se debería seguir permitiendo a los bancos alemanes comprar bonos del sector privado griego, y a los bancos españoles comprar acciones holandesas.

En retrospectiva, esta regla debería haberse implementado desde el principio del euro. Si hubiera sido el caso, ninguno de los problemas a los que la eurozona se enfrenta ahora se hubiera materializado. Desafortunadamente se permitió al euro funcionar más de diez años sin la regla, acumulando desequilibrios masivos en el camino. Puede llevar años deshacer el daño causado.

Mientras tanto, sería necesario continuar financiando a ciertos países con los bonos emitidos de forma conjunta a través de mecanismos como el *European Financial Stability Facility* (EFSF). En comparación con la situación presente donde no hay salida, la declaración de un final para la venta de bonos gubernamentales a nacionales de otros países durante los cinco o diez años siguientes ayudaría a

restaurar la confianza en el euro. Esto es porque no se repetiría ninguno de los problemas que han infestado el euro hasta ahora si la nueva regla se adoptase.

Acabar con la crisis del euro necesita de un enfoque doble. Primero, es necesario que los organismos internacionales como la Unión Europea y el BCE declaren que los países que estén experimentando una crisis de balances necesitan poner en marcha una política de estímulos fiscales hasta que los balances del sector privado se reparen. Segundo, los países miembros de la eurozona deben declarar que se prohibirán durante los próximos diez años las ventas de deuda pública a nadie que no sea sus propios nacionales.

La primera declaración serviría para obtener el sello de aprobación de las organizaciones internacionales para el estímulo fiscal que se necesita para estabilizar las economías afectadas por la recesión de balances, mientras que la segunda prohibiría que los ahorros de países como España puedan ser invertidos en bonos alemanes. Sin estos dos "modificadores del juego", forzar a los países miembros de la eurozona en recesiones de balance a involucrarse en la consolidación fiscal simplemente empeorará el problema.

Desafortunadamente tanto el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet como el presidente del Banco de Inglaterra, Mervyn King, están todavía apoyando recortes fiscales. De entre las organizaciones internacionales, solo el Fondo Monetario Internacional, parece haber reconocido la necesidad del estímulo fiscal en los países que sufren una recesión de balances.

Dificultad para mantener los estímulos fiscales en las democracias

El presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke comprende el riesgo de una recesión de balances y ha alertado desde principios del 2010 que ahora no es el momento de acometer consolidaciones fiscales. Dado que una vez fue un creyente de la omnipotencia de la política monetaria, esto representa un cambio dramático de postura. Desafortunadamente, tanto él como el Consejo Nacional Económico, Gene Sperling, son los únicos representantes oficiales que han apoyado abiertamente un estímulo fiscal: todo el resto, incluyendo a veces al propio presidente Obama, parecen estar a favor de una consolidación fiscal. Pero con el sector privado desapalancándose masivamente pese a unos tipos de interés de cero, nada es potencialmente más peligroso para la economía estadounidense como una consolidación prematura.

De manera más general, los recientes desarrollos en Washington, Londres, Madrid y otras capitales occidentales han probado como es extremadamente difícil mantener un estímulo fiscal en una democracia en tiempos de paz. Esto es un problema crucial en una crisis de balances porque el estímulo fiscal ha de ser mantenido durante la duración del desapalancamiento del sector privado para minimizar tanto la temporalidad como la profundidad del coste fiscal final de la recesión. Desgraciadamente, en la mayor parte de las democracias los "halcones

fiscales”¹ son innumerables demandando una retirada de los estímulos fiscales en el primer momento en el que la economía de sus primeros signos de vida.

Por ejemplo, muchos en ambos lados del atlántico se han hecho complacientes después de ver que durante la primera mitad del 2009 ciertos indicadores económicos y de mercado han mejorado desde su punto mínimo. El mercado bursátil, por ejemplo, creció cerca de un 60% en un momento determinado. La producción industrial que cayó a niveles de 1998 en EEUU y al nivel de 1997 en la eurozona después del descalabro de Lehman Brothers, trepó hasta niveles del 2005 en ambos lados del atlántico, a pesar de que todavía está por debajo de los niveles más altos del 2007.

Esta “recuperación” ha provocado en los EE.UU. una gran reacción violenta desde la oposición de los republicanos y del *Tea Party*, pidiendo una consolidación fiscal inmediata. Argumentan que un gobierno grande es un mal gobierno y que el estímulo fiscal entre “amiguetes”² puede costar miles de millones cuando no billones a las generaciones futuras. En Reino Unido, el gobierno de Brown, que puso en marcha una política fiscal expansiva en el 2009, precipitó su salida del gobierno y su reemplazo por los halcones fiscales del gobierno de Cameron. En la eurozona, ahora solo se juega a la consolidación fiscal. Incluso en Japón, el nuevo gobierno del PDJ está defendiendo un incremento en los impuestos para pagar los trabajos de reconstrucción tras los desastres del 11 de marzo del terremoto, el tsunami, y la planta nuclear.

Como resultado de esta violenta reacción de los halcones fiscales, se está dejando expirar los estímulos fiscales que se pusieron en marcha en estos países como respuesta a la crisis inducida por Lehman Brothers. El desapalancamiento del sector privado, por otro lado, continúa en todos esos países sin cesar y a unos niveles alarmantes. Como consecuencia, todas esas economías están desacelerándose, cuando no contrayéndose al unísono.

Si la contracción es suficientemente profunda y dolorosa, los gobiernos tienen muchas probabilidades de implementar estímulos fiscales adicionales, para volver a la consolidación en el momento que el estímulo insufla de nuevo vida a la economía. Este patrón de estímulo fiscal intermitente es la razón por la que Japón tardó 15 años en salir de su recesión de balances. Como se muestra en el gráfico 11, este zigzag en la política económica, especialmente las iniciativas de austeridad de 1997 y 2001, prolongaron la recesión en al menos 5 años o más, y añadieron innecesariamente por lo menos un billón de dólares a la deuda pública. Este zigzag de la política económica causó también en 1937 el desastroso colapso de la economía estadounidense.

Otra cosa más que ralentiza la implementación de estímulos fiscales en una

¹ N.d.T.: En el original “*fiscal hawks*”, se refiere a aquellos que defienden, desde posiciones conservadoras, la consolidación fiscal a ultranza.

² N.d.T.: En el original “*pork-barrel fiscal stimulus*”, donde se deja entender que los republicanos y el *Tea Party* creen que el estímulo fiscal sirve para alimentar el nepotismo.

democracia es la cuestión de cómo se debe gastar el dinero. Tal y como demuestra el ejemplo anterior de los 460 billones de yenes de estímulo fiscal que permitieron la compra de 2.000 billones de yenes de PIB japonés durante el periodo 1990-2005, cómo se gaste el dinero del estímulo fiscal es irrelevante durante una recesión de balances, lo importante es que el dinero se gaste.

Sin embargo, en una democracia, donde la mayor parte de la población ve los árboles y no el bosque, incluso aquellos pocos líderes políticos que entienden la necesidad de un estímulo acaban discutiendo acerca de cuáles son los proyectos en los que el dinero debe ser gastado. Mientras tanto, la economía continúa contrayéndose en la espiral deflacionista de 1.000 dólares-900 dólares -810 dólares, descrita anteriormente. Únicamente durante los tiempos de guerra, cuando es obvio donde debe gastarse el dinero, las democracias pueden implementar y mantener el tipo de estímulo necesario para contrarrestar la recesión de balances en el menor tiempo posible.

Incluso aquellos que logran prevenir una recesión económica implementando el necesario estímulo fiscal antes de la crisis tienen muchas probabilidades de ser vapuleados públicamente en vez de alabados. Esto es porque habitualmente la opinión pública no puede imaginar que hubiera podido pasar en la ausencia del estímulo fiscal. Viendo solo un gran déficit y ninguna crisis, asumen que el dinero debe haberse malgastado en proyectos inútiles. Esto es exactamente lo que les pasó a los políticos liberal-demócratas en Japón, al presidente Barack Obama en EE.UU. y al primer ministro Gordon Brown en Reino Unido. Pese a que sus acciones salvaron a sus economías de devastadoras espirales deflacionarias, fueron vapuleados porque el público es incapaz de contemplar el escenario contrafáctico. El hombre o mujer que previene una crisis nunca se convierte en un héroe. Para que exista un héroe, primero tiene que haber una crisis, tal y como atestiguan las películas de Hollywood.

También se ha puesto de moda en algunos círculos hablar de la consolidación fiscal a medio plazo, mientras se apoya un estímulo fiscal a corto plazo. Aunque esto suene responsable en un nivel, es totalmente irresponsable en otro. Cuando el sector privado está desapalancándose a pesar de tipos de interés a cero, una condición que nunca antes se ha anticipado en la literatura económica o empresarial, se puede asumir con seguridad que el sector privado está muy enfermo. En este contexto, hablar de consolidación fiscal en el medio plazo es como preguntar a alguien recién ingresado tras un accidente muy grave, si puede costearse un tratamiento tan caro que necesita. Si la pregunta se hace suficientes veces, el paciente puede caer en una depresión y el desaliento puede traducirse en un empeoramiento de su situación, con el resultado final de una factura médica todavía más elevada.

Se ha convertido en un lugar común hablar del llamado efecto de la duración política de la política monetaria. En julio del 2011, el anuncio de la FED de que no subirá los tipos de interés hasta el 2013 fue un ejemplo palmario de maximización

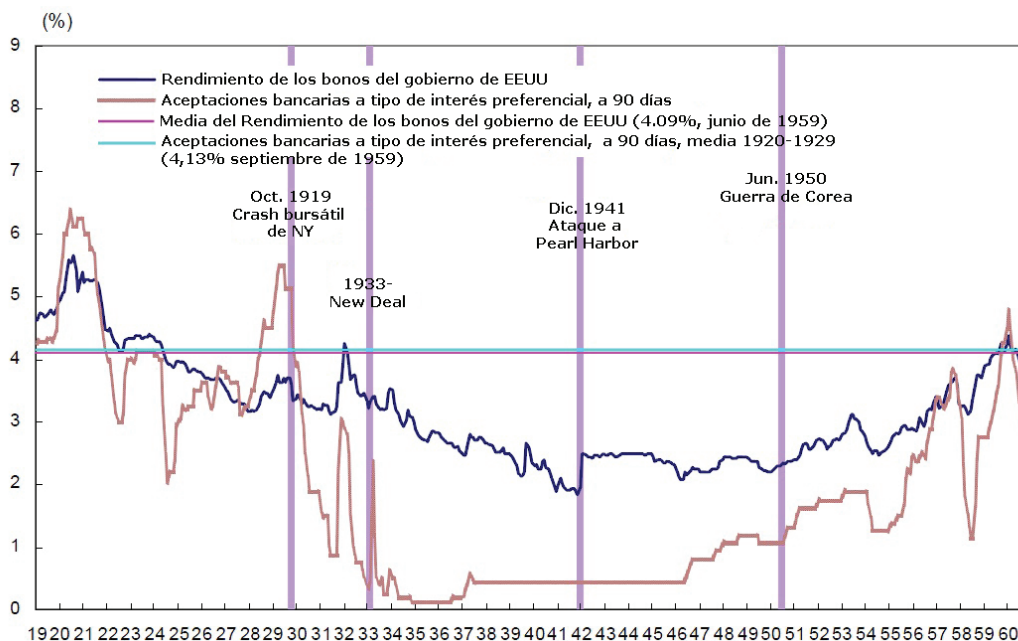
de este efecto. Sin embargo por alguna razón, no escuchamos nada del efecto de la duración política de la política fiscal. Hablar de consolidación fiscal a medio plazo minimiza de forma efectiva el efecto de la duración política de cualquier estímulo fiscal en marcha, lo que en cierto sentido es altamente irresponsable. Dado que el paciente ha de estar curado de alguna forma, el gobierno debería trabajar para maximizar el efecto de la duración política tanto de su política monetaria como fiscal para minimizar el coste final del tratamiento. Nunca es una buena idea presionar tanto el acelerador como el freno a la vez.

El “problema de la salida” en las recesiones de balance

El largo periodo de tiempo la economía que requiere para sacarla de su recesión de balances significa que el sector privado debe pasar por varios años dolorosos pagando su deuda. Esto lleva a su vez al “trauma” de la deuda en el cual el sector privado rechaza endeudarse, incluso después de que sus balances hayan sido completamente saneados. Este trauma puede durar varios años, cuando no décadas, antes de ser superado. Pero hasta que el sector privado esté dispuesto otra vez tanto a endeudarse como a gastar, la economía estará operando por debajo de su pleno potencial y podría requerir el soporte de los estímulos fiscales continuados por parte del gobierno para mantenerse a flote. Superar este trauma puede llamarse el “problema de la salida”.

En Japón, donde el sector privado es profundamente reacio a endeudarse después de su amarga experiencia de pagar deuda desde 1990 hasta 2005, las empresas no están tomando prestado a pesar de la voluntad de los prestamistas y de los tipos de interés más bajos en la historia de la humanidad. Como resultado el bono a diez años está alrededor del 1% de interés, incluso cuando la deuda pública alcanza casi los 200% del PIB.

Gráfico 15. El problema de la salida: a EEUU le llevó treinta años normalizar os tipos de interés después de 1929 por la aversión a endeudarse



Fuente: FRB, *Banking and Monetary Statistics 1914-1970*, Vol.1, pp.450-451 y 468-471; Vol.2, pp.674-676 y 720-727.

Después de la traumática experiencia del sector privado estadounidense durante la Gran Depresión, al tener que reducir su deuda, la misma reticencia al endeudamiento mantuvo los intereses anormalmente bajos durante más de treinta años, hasta 1959 (Gráfico 15). El hecho que EEUU necesitara tres décadas para llevar los tipos de interés hasta el 4%, incluso con estímulos fiscales masivos bajo la forma del *New Deal* y de la Segunda Guerra Mundial, nos da una imagen de la gravedad del trauma. En efecto, muchos de los norteamericanos que se vieron forzados a pagar la deuda durante la Depresión, nunca más volvieron a endeudarse.

Las experiencias posteriores a 1929 en EEUU y a 1990 en Japón, sugieren que los tipos de interés permanecerán bajos durante un largo tiempo, incluso después de que el sector privado haya saneado sus balances. Los gobiernos de los países que están experimentando problemas deberían por tanto introducir incentivos para el endeudamiento de las empresas. Estos incentivos, que podrían incluir desgravaciones fiscales y amortizaciones aceleradas, deberían ser excepcionalmente generosos para atraer la atención del sector privado. Cuanto antes se supere este trauma, antes podrá el gobierno embarcarse en una consolidación fiscal. La generosidad será amortizada una vez que el trauma del sector privado se supere.

Acabar con el pánico fue la parte más fácil: reconstruir los balances es la parte difícil

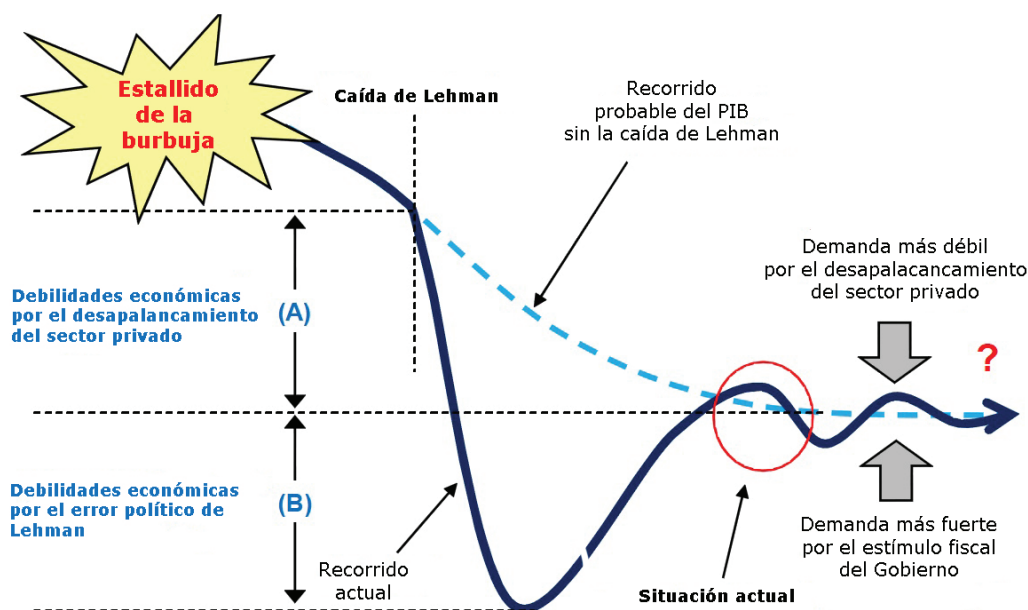
Se debería establecer también una distinción entre las recesiones de balances y las crisis financieras, ya que ambas están presentes en la debacle posterior a Lehman Brothers. Mientras la primera es un fenómeno prestamista, la segunda es un fenómeno prestatario. La distinción es importante porque la "recuperación" económica que empieza en 2009 ha estado en gran medida limitada a la recuperación del error político de dejar caer a Lehman Brothers. El colapso de Lehman desencadenó una crisis financiera global que debilitó la economía mucho más rápido y severamente de lo que hubiera correspondido a problemas de balance exclusivamente.

Al contrario de lo que ocurre en una recesión de balances, donde la política monetaria es en gran medida impotente, las crisis financieras pueden y deben ser afrontadas por las autoridades monetarias. Las herramientas disponibles incluyen inyecciones de liquidez, inyecciones de capital, garantías explícitas e implícitas, tipos de interés más bajos y compra de activos. De acuerdo con los datos del FMI, la Reserva Federal, junto con los gobiernos y bancos centrales de todo el mundo, han inyectado después del impacto de Lehman Brothers alrededor de 8,9 billones de dólares en liquidez y garantías para este propósito.

El pánico de Lehman fue causado por la decisión del gobierno de no salvaguardar los pasivos de una importante institución financiera cuando muchas otras instituciones tenían los mismos problemas. En consecuencia, el pánico se disipó cuando las autoridades actuaron para salvaguardar esos pasivos. Esa fue la "recuperación" observada en algunos trimestres tras la primavera del 2009.

Aunque el pánico se ha atenuado, todos los problemas de balances que existían antes de la caída de Lehman todavía persisten. En todo caso, las continuas caídas de precios inmobiliarios han exacerbado los problemas. Los problemas de balances tienen muchas probabilidades de ralentizar la recuperación, o directamente desbaratarla completamente, a menos que los gobiernos se muevan para contrarrestar las presiones deflacionarias que emanan del desapalancamiento del sector privado. En otras palabras, la recuperación hasta ahora ha sido la parte fácil ((B) en el gráfico 16). El trabajo más difícil de reparar los millones afectados en los balances del sector privado no ha hecho sino empezar ((A) en el gráfico 16).

Gráfico 16. La recuperación del shock de Lehman NO es una recuperación de la recesión de balances



Fuente: Nomura Research Institute.

Conclusión

Para los hacedores de políticas (*policy makers*) es loable rehuir del despilfarro y apuntar a autocontrol del sector privado. Pero cada ciertas décadas, el sector privado pierde su autocontrol en una burbuja y soporta graves heridas financieras cuando estalla. Eso fuerza al sector privado a reducir su deuda a pesar de los tipos de interés nulos, desencadenando una espiral deflacionista. En esa situación y *solo* en esa situación, el gobierno debe endeudarse y gastar el exceso de ahorro del sector privado, no solo porque la política monetaria es ineficaz en esos momentos, sino también porque el gobierno no puede decir al sector privado que *no* repare sus balances.

A pesar de que cualquiera puede presionar para la consolidación fiscal bajo la forma de incrementos de impuestos y menor gasto, el que este tipo de esfuerzos tengan éxito para reducir el déficit fiscal es otra cuestión totalmente diferente. Cuando el sector privado quiere y puede endeudarse, los esfuerzos de consolidación fiscal hechos por el gobierno llevarán a una reducción del déficit y

a un mayor crecimiento, en la medida en que hay recursos que se liberan hacia el más eficiente sector privado. Pero cuando la salud financiera del sector privado está tan dañada que se ve forzado a desapalancarse incluso con tipos de interés nulos, una retirada prematura del estímulo fiscal incrementará el déficit y debilitará la economía. Existen importantes diferencias entre un libro de texto y el mundo en una recesión de balances, que se resumen en el Gráfico 17.

Con un sector privado que continua desapalancándose masivamente en EEUU y en muchos otros países a pesar de los tipos de interés históricamente bajos, este no es el momento de embarcarse en una consolidación fiscal. Estas medidas deben esperar hasta tener la certidumbre de que el sector privado ha terminado su desapalancamiento y está listo para endeudarse y gastar los ahorros que no se tomarían prestados por un gobierno bajo un programa de austeridad.

Habrà mucho tiempo para pagar la deuda pública acumulada porque la siguiente recesión de balances de esta magnitud será probablemente dentro de muchas generaciones, dado que aquellos que aprendieron la amarga lección del presente episodio no cometerán el mismo error otra vez. La siguiente burbuja y recesión de balances de esta magnitud solo ocurrirán cuando no estemos para recordarlas.

Gráfico 17. Contraste entre maximización de beneficios y minimización de deuda

Comportamiento del sector privado		Maximización de beneficios	Minimización de deuda
1) Fenómeno		Economía de manual	Recesión de balances
2) Guía principal		La "mano invisible" de Adam Smith	Falacia de la composición
3) Condición financiera corporativa		Activos > Pasivos	Activos < Pasivos
4) Resultado		El mayor bien para el mayor número	Depresión si se desatiende
5) Política monetaria		Efectiva	Inefectiva (trampa de la liquidez)
6) Política fiscal		Contraproducente (efecto <i>crowding-out</i>)	Efectiva
7) Precios		Inflacionarios	Deflacionarios
8) Tipos de interés		Normal	Muy bajos
9) Ahorros		Virtud	Vicio (paradoja de la austeridad)
10) Remedio para la crisis bancaria	a) Localizada	Rápida enajenación de préstamos de dudoso cobro Busca la responsabilidad	Enajenación normal de préstamos de dudoso cobro Busca la responsabilidad
	b) Sistemática	Lenta enajenación de préstamos de dudoso cobro Diferencial gordo	Lenta enajenación de préstamos de dudoso cobro Inyección de capital

Fuente: KOO, Richard C., *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*

Updated, John Wiley & Sons, Singapur, 2009, p.176.

Se pueden hacer y leer comentarios sobre este artículo en:

<http://rwer.wordpress.com/2011/12/12/rwer-issue-58-richard-koo/>

* Fragmento traducido por **Iván H. Ayala**, licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid y doctorando en la misma. Es especialista en políticas macroeconómicas, economía postkeynesiana y economía europea.

R E L A C I O N E S I N T E R N A C I O N A L E S



Revista académica cuatrimestral de publicación electrónica
Grupo de Estudios de Relaciones Internacionales (GERI)
Universidad Autónoma de Madrid, España
www.relacionesinternacionales.info
ISSN 1699 - 3950