



ESCUELA DE NEGOCIOS
Universidad Torcuato Di Tella



cif

centro de investigación
en finanzas

Documento de Trabajo 05/2011

Desaceleración o recesión global: los márgenes de la política económica

José Luis Machinea
Universidad Torcuato di Tella

Desaceleración o recesión global: los márgenes de la política económica

José Luis Machinea, agosto 2011

1. Introducción (*)

En 2008 el mundo enfrentó la mayor crisis financiera desde la gran depresión como el mejor de los alumnos keynesianos, con una fuerte reducción de las tasas de interés y, muy especialmente, una gran expansión del déficit fiscal. Considerando la magnitud de la crisis pareciera que el remedio funcionó muy bien: nueve meses más tarde de que se produjera el detonante de la crisis como consecuencia de la liquidación de Lehman Brothers la economía mundial mostraba los primeros síntomas de recuperación. Lejos de los ocho años que llevó recuperar el nivel de actividad de 1929, a comienzos de 2011 la economía mundial ya exhibía un producto más elevado que en 2008. Si bien el dinamismo se explica básicamente por el mundo en desarrollo y en particular Asia, el producto de los países desarrollados mostraba a mediados de 2011 nueve trimestres consecutivos de crecimiento, aunque con un nivel de ingreso levemente inferior a los niveles de 2008.

¿Hubiese sido posible una recuperación tan rápida sin las políticas fiscales y monetarias que se implementaron en el mundo, incluyendo a varios países en desarrollo y en particular a China? Si bien en los años previos a la crisis había un consenso generalizado acerca de que la política contracíclica debía ser una tarea de la política monetaria y de los estabilizadores fiscales automáticos, el consenso al comienzo de la crisis fue que, ante un *shock* de esa magnitud, la política fiscal discrecional tenía un papel importante que desempeñar.¹ Sin ese estímulo fiscal y monetario es muy probable que hubiésemos vivido una situación similar a la crisis de 1930. Sin duda, el que no

(*) La idea de escribir este documento surgió en una –como es habitual– estimulante conversación con Pablo Gerchunoff. Los comentarios de Silvia García, Osvaldo Kacef, Sebastián Katz, Lucas Llach y en especial Guido Sandleris permitieron corregir errores y mejorar algunos argumentos. A ellos mi agradecimiento.

¹ A pesar de las opiniones negativas previas a la política fiscal discrecional de varios economistas más neoclásicos como Feldstein (2002) (Taylor 2008a) y Blinder (2004), las opiniones fueron cambiando ante la magnitud de la crisis (Taylor 2008b y Blinder 2008). Véase también el cambio de visión del Fondo Monetario Internacional (Spilimbergo, A *et al*, 2008 y Blanchard, O. *et al*, 2010).

exista en la actualidad el patrón oro facilitó la implementación de estas políticas.

Sin embargo, más allá de la rápida recuperación, la crisis dejó sus huellas profundas en gran parte del mundo desarrollado. Entre ellas, elevados niveles de desempleo, pérdida en el valor de los activos, en especial en el mercado inmobiliario, y un gran aumento de la deuda pública. Este incremento de deuda está asociado con la política fiscal expansiva, consecuencia de medidas discrecionales y de la caída en el nivel de actividad, y con la asistencia a las entidades financieras para evitar el colapso financiero y consecuente profundización de la crisis. Esa herencia fiscal se hizo más evidente en el caso de los países del sur de Europa, los que comenzaron a mostrar una característica que ha sido propia de los países en desarrollo en situaciones de elevada incertidumbre: aumento en el costo de la deuda.

La situación se complicó aún más con la fuerte desaceleración de la economía de Estados Unidos en el primer semestre de 2011 y el estancamiento de Alemania y Francia en el segundo trimestre. A partir de estos indicadores y de las turbulencias políticas en Estados Unidos, se comenzó a hablar de forma insistente de la posibilidad de una recesión en el mundo desarrollado y de las previsibles consecuencias en los países en desarrollo.

Este artículo intenta explorar cuáles son los márgenes de la política económica para enfrentar una baja tasa de crecimiento, o eventualmente una recesión, de los países desarrollados. En la próxima sección se realiza un breve diagnóstico de la situación actual y de algunas medidas de política económica en los países desarrollados durante los últimos años. En la tercera sección se evalúan las limitaciones económicas y políticas para instrumentar políticas fiscales y monetarias que pudiera ayudar a restablecer el crecimiento en el corto plazo. Las dificultades para implementar estas políticas y el elevado endeudamiento de los sectores públicos y privados en varios países desarrollados, nos lleva en la cuarta sección a explorar como podrían reducirse estas deudas a través de distintos mecanismos, como reestructuración o licuación a través de una mayor inflación. En la sección

quinta se evalúan brevemente soluciones parciales al problema y en la sexta se realizan algunas consideraciones finales que incluyen una rápida evaluación del impacto regional de la crisis

Antes de continuar, queremos alertar al lector de que el artículo no concluye en una eventual “solución” del problema. Más bien presenta una mirada escéptica a lo que puede hacerse desde la política económica; un escepticismo que lejos de fundarse en consideraciones ideológicas o una visión negativa sobre las políticas públicas, se asienta en observar restricciones políticas o en la escasa viabilidad técnica de ciertas alternativas económicas.

2. Breve diagnóstico

Como mencionamos en la introducción, todos los países desarrollados adoptaron políticas fiscales expansivas durante 2009, aunque los estabilizadores automáticos fueron determinantes para explicar la expansión fiscal. En efecto, los estabilizadores automáticos explican un 60% del aumento del déficit, que alcanzó a 5,4% del producto. Como era de esperar esta proporción cambia levemente en el mundo en desarrollo, donde de una expansión fiscal promedio de 4,4% del producto, un poco más de 50% fue resultado de políticas discrecionales (IMF, 2011a).

La consecuencia del estímulo fiscal fue un aumento de la deuda pública que osciló entre 20 y 30 puntos del producto en gran parte de los países desarrollados. Ese legado fue devastador para aquellas economías más débiles con un elevado nivel de endeudamiento, como Grecia y Portugal o con serias dificultades en sus sistemas financieros. El costo del rescate del sistema financiero de Irlanda en 2010 fue superior al 30% del producto, lo que llevó la deuda pública a valores cercanos al 100% del producto. El incremento de la deuda resultó en un aumento de la presión para revertir, posiblemente demasiado pronto en algunos casos, el estímulo fiscal.

A pesar de ello, de la mano de los estímulos fiscales y monetarios el mundo retomó el crecimiento a mediados de 2009, aunque la sostenibilidad de la

recuperación de Europa y Estados Unidos (EEUU) fue tema de discusión a lo largo de 2010. A esas dudas la Reserva Federal respondió con políticas monetarias muy expansivas. El aumento de la cantidad de dinero por parte de la Reserva Federal (Quantitative easing 1 y 2) tuvo dos objetivos: a) dar señales de que las tasas de interés seguirían siendo bajas por un largo período, de manera de estimular la compra de activos en el país (acciones y, con poco éxito, inmuebles) y reducir la tasa de interés de los bonos de largo plazo, y b) depreciar el dólar, para lo cual tuvo un aliado inesperado en el Banco Central Europeo, que mantuvo una política monetaria mas conservadora y aumentó la tasa de interés en abril y julio de 2011 por el supuesto riesgo de inflación.

La estrategia de la Reserva Federal fue relativamente exitosa en distintos frentes. Por un lado, favoreció el aumento en el precio de las acciones y, según parece, el precio de ciertas *commodities*; aunque no fue capaz de reducir en los 9 meses que siguieron a agosto de 2010 la tasa de interés de los bonos de largo plazo.² Por el otro, Europa, Japón y gran parte del mundo en desarrollo experimentaron apreciaciones del tipo de cambio nominal frente al dólar, mientras que China y otros países en desarrollo, como Argentina, apreciaron en términos reales básicamente a través de una mayor tasa de inflación interna.

Si bien la devaluación del dólar generó tensiones políticas entre EE.UU. y los países en desarrollo, el crecimiento económico hacia fines de 2010 facilitó cierta distensión. Pero ese proceso parece haber llegado a su fin como consecuencia, por un lado, de la agudización de la crisis en Grecia y el creciente contagio a varios países, primero Portugal e Irlanda y, más tarde, España e Italia; por el otro, la reducción del ritmo de crecimiento de EE.UU. en el primer semestre a un magro 0,8% y el estancamiento en Alemania y Francia en el segundo trimestre.

² La mejora en los mercados bursátiles contribuyó a la percepción de una mayor riqueza y por ende a la demanda. El aumento del *spread* entre los bonos de corto y los de largo plazo puede deberse a expectativas de mayor inflación en el mediano plazo, en parte como consecuencia del crecimiento económico durante el segundo semestre de 2010

Como las malas noticias nunca vienen solas, en EE.UU. se desencadenó una crisis política cuando el ala derecha del partido republicano, el Tea Party, organizó una ofensiva para impedir que el país pudiera aumentar su endeudamiento que tuvo en vilo al mundo durante varias semanas. Su principal consecuencia parece haber sido que el mundo tomó conciencia de que EU estaba dejando de ser un país fiable. Dio, además, excusas a una agencia de riesgo para bajar la calificación de la deuda de EE.UU. La baja reputación de estas agencias después de la última crisis financiera y la inexistencia de activos alternativos seguros y con la liquidez suficiente evitó una venta masiva de bonos, aunque aumentó la incertidumbre y, de esa manera, contribuyó a incrementar el precio del oro, el deterioro del mercado accionario y, seguramente, a dilatar algunas inversiones.

En ese marco es razonable preguntarse cuál es el alcance estos indicadores y, en la medida en que estén señalando el comienzo de una nueva recesión, cuáles serían las alternativas para enfrentarla.

Respecto del primer interrogante, nuestra percepción es que la economía mundial mantendrá la desaceleración de los últimos meses o se encamina a una nueva recesión. Hay tres elementos que difícilmente cambien en el corto plazo: un crecimiento muy lento de EE.UU., Alemania y Japón; la profundización de la crisis en Europa, y la incapacidad política en el mundo desarrollado de encontrar soluciones y liderar una acción coordinada. Aún más, en lo que se refiere a este tercer elemento, las expectativas han empeorado drásticamente en las últimas semanas.

Se podría argumentar que, a pesar de la recesión en el Norte, China y el mundo en desarrollo en general podrán mantener un elevado nivel de crecimiento. Si bien es mucho lo que se puede especular al respecto, no nos parece que China pueda actuar como locomotora del mundo en ese contexto. Vemos dos razones para ello. En primer lugar, la inflación se ha acelerado y comienza a ser una variable preocupante para las autoridades chinas, por lo que no es descartable que la caída en la demanda internacional pueda ser utilizada por China para reducir las presiones inflacionarias. En

segundo lugar, EE.UU. y la Unión Europea todavía representan casi el 45% de la economía mundial y son el destino del 40% de las exportaciones de China (50% si agregamos Japón). Creemos, por lo tanto que si EE.UU. y la Unión Europea entran en recesión, lo más probable es que ello afecte el crecimiento de China y del resto del mundo. Por cierto, una desaceleración de la economía de China afectará la demanda de materias primas y, por ende, su precio.

En la próxima sección se discute el segundo interrogante mencionado *ut supra* acerca de cuáles serían las alternativas de política económica para enfrentar la fuerte desaceleración de la demanda mundial.

3. Los márgenes de la política económica

A diferencia de lo que ocurría en 2008, actualmente hay escasa capacidad de hacer política económica. En EE.UU. la ofensiva del Partido Republicano durante las últimas semanas confirmó que la política fiscal expansiva ha dejado de ser un instrumento de la política económica. Ése es un problema porque un aumento del déficit fiscal es lo requerido en esta coyuntura, aumento que debiera combinarse con acciones que muestren de forma contundente que se están tomando medidas para reducir el desequilibrio en el mediano plazo.

Más aún, el estímulo fiscal podría lograrse sin una gran expansión del déficit, eliminando las exenciones de impuestos a los sectores de mayores ingresos, otorgados durante la era Bush y prorrogados en las últimas negociaciones, y aumentando el gasto destinado a aquellos que enfrentan restricciones de liquidez en el consumo. Entre ellos los deudores de hipotecas cuyo valor, por el colapso del mercado de vivienda, excede el precio de la propiedad.

Sin embargo, las limitaciones políticas son de tal magnitud que no sólo pareciera imposible que el Congreso apruebe ampliar el gasto, sino que la política fiscal puede convertirse en contractiva si a fines de año no se renuevan los seguros de desempleo y la exención del pago de impuestos asociados al empleo, que se acordaran al comienzo de la crisis. Ambas

medidas equivalen a 2% del producto de ese país y su falta de extensión precipitaría la recesión en Estados Unidos.

En lo que respecta a la política monetaria, los márgenes son escasos como consecuencia de las muy bajas tasas de interés. A pesar de ello, Bernanke, haciendo gala una vez más de una gran capacidad e imaginación, acaba de anunciar una política monetaria de bajas tasas de interés para los próximos dos años.³ Además, en el discurso de Jackson Hole (Bernanke, 2010) ha dejado claro que de profundizarse los riesgos de recesión, la Reserva Federal anunciará nuevas medidas, posiblemente una nueva expansión monetaria (QR3). Sobre las consecuencias económicas y políticas de una nueva devaluación del dólar se vuelve más abajo. Aquí solo queremos subrayar que los márgenes de la política monetaria son muy estrechos y, por ende, su impacto en la demanda sería poco significativo.

La situación no parece ser muy distinta en Europa, pero hay ciertos matices que corresponde señalar. Los dos países que podrían implementar una política fiscal más activa en caso de recesión serían Alemania y, en menor medida, el Reino Unido. A pesar de que Alemania muestra un magro crecimiento de 0,1% en el segundo trimestre, no pareciera que ello haya alterado la visión negativa de los ciudadanos alemanes en relación con las políticas fiscales expansivas.⁴ A ello hay que agregarle que difícilmente el gobierno conservador del Reino Unido se replantee su poco explicable política fiscal contractiva.

En lo que respecta al resto de Europa, varios países, cuyo número aumenta de forma constante, tienen dificultades de acceso a los mercados financieros. Además, los mercados castigan en mayor medida a aquellos países que no toman medidas para reducir el déficit. Por ende, en este caso, más que

³ Es difícil entender por qué la decisión anunciada por la Reserva Federal no fue unánime, sino que hubo tres miembros que se opusieron. ¿Cómo se explica el temor a la inflación en una economía que muestra síntomas de entrar en recesión y donde ni las presiones salariales ni las expectativas de los agentes económicos muestran signos de aceleración inflacionaria?

⁴ Vale pena recordar que en el contexto de la mayor caída del producto de pos-guerra, Alemania solo aumentó el déficit fiscal discrecional en 0.1% del producto en 2009, aunque debe reconocerse que los estabilizadores fiscales automáticos generaron una expansión fiscal de 3% del Producto.

restricciones políticas hay claras limitaciones económicas que no permiten pensar en política expansivas.

Por lo tanto, la posibilidad de tener políticas fiscales expansivas sólo se aplica a EE.UU. y Alemania y, en menor medida, al Reino Unido y a Japón.⁵ En los otros casos no es que las políticas fiscales no puedan ser de utilidad, sino que no pueden ser financiadas. Como sabemos, la visión de los mercados no siempre es la acertada, ya que políticas fiscales restrictivas pueden dificultar el crecimiento y, finalmente, dejar de ser creíbles justamente por eso, pero es la visión que impone su lógica en el corto plazo.⁶

En términos de la política monetaria, la tasa de interés del Banco Central (BCE) es de 1,5% y podría reducirse un punto. Además, el BCE podría seguir los pasos de la Reserva Federal e imprimir mucho más dinero intentando devaluar el euro. Eso sería lo más razonable desde la óptica de Europa. Sin embargo, el BCE no nos tiene acostumbrados en los últimos tiempos a respuestas muy razonables, con la excepción de su decisión de comprar deuda de España e Italia. El aumento de las tasas de interés en los últimos meses es sólo una demostración de ello. Si bien puede haber novedades a partir de noviembre, cuando asuma el nuevo presidente del BCE, no nos parece que la asunción de Mario Draghi resulte en grandes cambios en la política monetaria. En primer lugar, porque Alemania es “la voz detrás del trono” y seguramente se opondría a una política monetaria muy expansiva.⁷ En segundo lugar, porque es difícil que el nuevo presidente presente simultáneamente credenciales y una política de extraordinaria expansión de la oferta monetaria, ya que iría en contra de uno de los códigos no escritos respetados en los últimos años por quienes se hacen cargo de la presidencia de los bancos centrales, al menos en los países desarrollados: comprar credibilidad mediante políticas monetarias poco expansivas y

⁵ En el caso de Japón los grados de libertad son muy pequeños ya que su déficit fiscal, y por cierto su deuda, es la más elevada entre los países desarrollados.

⁶ Para una “mirada de los mercados” sobre la crisis argentina, véanse los comentarios de la jefa de investigaciones del JP Morgan en un seminario sobre crisis financiera (Collins, S. y Dani Rodrick, 2002). Allí se sostiene que el problema argentino fue que el ajuste fiscal en 2000-2001 fue demasiado pequeño.

⁷ Al respecto, véase la posición muy crítica de los economistas de los más importantes bancos alemanes al anuncio de BCE respecto de la compra de deuda de España e Italia (Financial Times, 2011).

preferentemente contractivas. Sería un tremendo error, pero un error con altas probabilidades de ocurrencia.

Supongamos que estamos equivocados y el BCE hace lo que debiera hacer desde la óptica de Europa: devaluar el euro a partir de una gran expansión de la política monetaria. Tenemos, es ese caso dos comentarios. En primer lugar, si EE.UU. hiciera lo mismo, la devaluación difícilmente sería respecto del dólar, en cuyo caso el resto del mundo estaría frente a una fuerte presión para la apreciación de sus monedas. O sea, lo que presenciamos en los últimos meses en la política monetaria de EU, se daría ahora por duplicado. En segundo lugar, en ese contexto, y a diferencia de lo que pasó en los últimos meses, cuando la política del BCE fue funcional a la política de la Reserva Federal, el intento de depreciar el euro dificultaría la devaluación del dólar y, por ende, aumentaría la tensión política entre ambas regiones.⁸

Pero como el mundo no termina con EE.UU. y la Unión Europa, permítasenos incorporar al análisis a los otros dos jugadores importantes: China y el conjunto de países en desarrollo, incluyendo a los recientemente industrializados. Ellos representan el 50% del producto mundial. Empecemos por China, que es el jugador más importante para la mayoría de los países en desarrollo y para los recientemente industrializados de Asia.

En la crisis previa, ante una caída de la demanda externa como resultado de la recesión en EE.UU. y Europa, China reaccionó aumentando la inversión pública. Sin necesidad de aprobación del Congreso, ni hacer licitaciones, la respuesta no solo fue destacable en cuanto a su magnitud, sino también por la escasa demora en afectar la demanda. La otra cara de la moneda es que, al menos en parte, la inversión no fue muy productiva, ya que implicó trenes de gran velocidad con poco pasajeros, autopistas con pocos autos y puentes que, en el algún caso, no encontraron su destino fácilmente. Sin embargo, como se ha señalado, la eficiencia en ese caso no debe evaluarse por la calidad del gasto, sino en función de sus efectos en la demanda global y

⁸ Considerando que hasta ahora solo hubo expansión monetaria de EU, la expansión monetaria de Europa posiblemente no solo dificultaría la continuación de la devaluación del dólar, sino que podría llevar a su apreciación.

según la rapidez con la que se ejecute (Spilimbergo, *et al*, 2008). En este campo, no hay dudas de que se consiguieron los objetivos buscados.

Como resultado de esa política fiscal expansiva, la inversión habría alcanzado niveles cercanos al 50% del producto. A partir de esos niveles, resulta difícil suponer que la respuesta de China a una recesión en el mundo desarrollado sea similar a la de 2008-9. La alternativa para incrementar la demanda interna sería el consumo. Al respecto, mucho se ha hablado de la necesidad de mejorar la protección social como una manera de reducir la incertidumbre y con ello el ahorro de las familias chinas. Algo se está haciendo en ese sentido, pero el programa tiene previsto ejecutarse en tiempos chinos, o sea en diez años (empezó hace dos). No se requiere mucha imaginación para entender que seguramente no llegará a tiempo para incrementar el consumo dentro de los próximos seis meses.

Las otras alternativas pueden ser aumentos salariales o transferencias directas a los consumidores. La primera, al viejo estilo latinoamericano, produciría resultados en el corto plazo, pero implicaría disminuir la competitividad de las exportaciones chinas y con ello perjudicar el sector más dinámico de la economía. La segunda es la que sería la más pertinente, pero ello supondría que China inauguraría una política de transferencias directas a sus ciudadanos, lo que puede implicar una decisión política complicada.

A todas estas dificultades debemos agregarle lo que se mencionara previamente respecto a la elevada inflación en China, y la posibilidad de que una reducción de la demanda internacional sea utilizada para reducir las presiones inflacionarias. Claro que esta actitud puede cambiar en poco tiempo si la disminución en la demanda de los países desarrollados es muy brusca.

En síntesis, es difícil prever que China tenga un papel similar al de 2008 en lo que se refiere a las medidas fiscales para enfrentar la eventual recesión internacional. Eso no significa que China no resistirá una fuerte apreciación de su moneda en el corto plazo. Hasta ahora ha sido capaz de apreciar gradualmente con una mezcla de leves correcciones nominales y una mayor

inflación. Esa nos parece una decisión acertada, ya que una gran apreciación del renminbi en el corto plazo afectaría a los sectores más dinámicos de la economía china y, por ende, al crecimiento de la economía mundial. A nuestro entender, si se quiere evitar una fuerte desaceleración de la economía de China, con sus costos económicos y políticos, la necesaria apreciación real del renminbi debe ser básicamente consecuencia de un aumento de la demanda interna, más que resultado de su apreciación nominal

El resto de los países en desarrollo enfrenta también limitaciones para una fuerte expansión de la demanda. Hay, por cierto, excepciones, tanto entre los países asiáticos recientemente industrializados como entre los países en desarrollo; en especial en aquellos que han realizado una fuerte acumulación de reservas internacionales o mantienen ciertos fondos fiscales específicos. Sin embargo, su impacto difícilmente sea relevante a escala global.

En el escenario que hemos descrito, las tradicionales políticas macroeconómicas no son, por razones técnicas y políticas, muy útiles para enfrentar una eventual recesión de la economía mundial. Más aún, el intento de Europa y EE.UU. de devaluar al mismo tiempo, en un contexto donde China y el conjunto del mundo en desarrollo se oponen firmemente a apreciar en forma sustantiva sus monedas, puede conducir a una “salida” proteccionista a escala global, al estilo de la década del treinta. Pero antes de especular sobre ello, permítasenos considerar otra alternativa para paliar o revertir los efectos de la desaceleración de la demanda y de una eventual recesión.

4. Licuación de deudas

El exceso de deuda ha sido señalado como el verdadero problema después de una contracción como la que la economía mundial padeció a fines de 2008 (Rogoff, 2011). Sea porque es una alternativa a la incapacidad de actuar mediante políticas fiscales y monetarias o porque es la única solución posible, la política económica debiera ocuparse de reducir “el exceso de deuda” de los sectores públicos y privados.

En el Japón durante la década de 1990 y parte de la subsiguiente, los problemas patrimoniales del sector financiero y el gran endeudamiento del sector privado determinaron que las políticas fiscales y monetarias fueron ineficaces para salir de la recesión. El problema patrimonial del sector financiero generó que el crédito desapareciera por más de diez años. Además, el multiplicador keynesiano fue muy bajo por la reducida propensión a consumir, ya que no había grandes problemas de liquidez en Japón; más bien había demasiada deuda privada e incertidumbre respecto del futuro (Leijonhufvud, 2009).

La situación del sistema financiero en Japón se asemejaba a la del sistema financiero de EE.UU. y de algunos países europeos en los albores de la última crisis. Sin embargo, no puede desconocerse que los gobiernos del mundo desarrollado han sido bastante activos en tratar de solucionar los problemas patrimoniales de las entidades financieras, no obstante lo cual tres años más tarde todavía subsisten dificultades en ambas regiones, en particular de Europa. Además, la evolución del crédito en los países desarrollados durante el último año sigue siendo desalentadora (IMF, 2010 y 2011b).

Gran parte de los problemas patrimoniales que subsisten en el sistema financiero y que pueden agravarse si persiste un bajo crecimiento se manifiesta en la elevada deuda privada. Es justamente la suma de esta deuda y la proveniente del sector público la que sigue mostrando incrementos constantes como consecuencia de que la reducción de la primera tiende a ser más que compensada por el aumento de la deuda pública, al menos en varios países desarrollados.

El mundo conoció niveles de deuda pública similares a fines de la segunda guerra mundial. En ese entonces la reducción de la deuda pública se produjo por una combinación de tasas de interés negativas y elevado crecimiento (Reinhart and Sbrancia, 2011). Las tasas de interés negativas, asociadas con las tasas de interés controladas -en lo que se lo que se ha dado en llamar “represión financiera”- desaparecieron de la mano de la globalización de los mercados financieros a partir de 1980. A su vez, un acelerado crecimiento

como mecanismo de reducción de deuda no parece ser una alternativa posible en la actual coyuntura.

Además, a diferencia de los niveles actuales de deuda privada, que en todo el mundo desarrollado superan el 150% del producto (IMF, 2011b), la deuda privada era casi inexistente a fines de la segunda guerra mundial. Fue, por ende, ese sector privado sin deuda y con expectativas renovadas el que impulsó la demanda en todo el mundo. El gradual aumento de esta deuda coincidió y facilitó el desendeudamiento del sector público.

Justamente la dificultad actual es que el sector privado no está en condiciones de “ayudar” al sector público a reducir su deuda y, a su vez, las elevadas deudas públicas limitan fuertemente la capacidad de los gobiernos de aliviar la deuda privada. En ese contexto, la idea de cobrarle un impuesto a los acreedores para reducir el excesivo endeudamiento comienza a tomar fuerza.⁹ La manera en que ello se ha hecho en el pasado es a través de una aceleración inflacionaria no contemplada en las tasas de interés. De hecho, las grandes licuaciones por un fuerte aumento de la inflación han sido una “tradición argentina” para reducir deudas públicas y privadas. También han sido ensayadas en otras latitudes (Reinhart y Sbrancia 2011). Más aún, en épocas de tasas de interés reguladas y escaso movimiento de capitales, las licuaciones podían producirse no sólo a través de inflaciones no previstas, sino también cuando las expectativas inflacionarias no se traducían en mayores tasas de interés nominales.

Si las expectativas de inflación se incorporan en las tasas de interés nominales, solo es posible pensar en licuaciones a través de la inflación si la deuda está determinada a tasa fija y con vencimientos anuales relativamente reducidos. Gran parte de los contratos privados de largo plazo con el sistema financiero se ajustan por las variaciones de la tasa de interés nominal de más corto plazo, por lo que en este frente no pareciera que la licuación pueda ser muy importante, aunque algún efecto podría tener. Es en la deuda pública

⁹ La idea no es nueva. Keynes propuso un *capital levy* después de la primera guerra mundial y más tarde en su libro *Track on Monetary Reform* (1924). Obviamente los problemas de inconsistencia dinámica pueden ser considerables.

donde hay más compromisos a tasa fija a plazos largos. En el caso de EE.UU. el promedio de maduración a julio de 2011 era de 62 meses.¹⁰ Sin embargo, los títulos del Tesoro con vencimiento en los doce meses subsiguientes a julio de 2011 sumaban 2,6 billones y la deuda ajustada por inflación alcanzaba a 6,1 billones, un total equivalente al 34,5% de la deuda que se opera en el mercado.¹¹

El problema con una licuación con tasas de inflación relativamente bajas, por ejemplo del 5% como sugiere Rogoff (2011), no es sólo la nueva deuda que debe emitirse para renovar los vencimientos, sino también que cuando se quiera volver a los niveles previos de inflación es muy probable que la tasa de interés real sea mayor a la de equilibrio. O sea que lo que se gana con la licuación puede perderse con las mayores tasas de interés reales en el momento de volver a la “normalidad”.

Considerando esa realidad, la mejor manera de licuar deuda es a través de un salto inflacionario relativamente alto y de corta duración. Ahora bien, que sea lo mejor para licuar deuda no quiere decir que sea recomendable, ya que los riesgos económicos y políticos de un proceso con esas características son difíciles de prever.

Los párrafos precedentes suponen que las expectativas de inflación se incorporan a las tasas de interés nominales. Si bien ello dificulta la licuación, genera algún margen para la política monetaria. En el caso particular de EE.UU, si la inflación fuera del 5% y las tasas de interés nominales se ajustaran a ese valor o por encima del mismo, la Reserva Federal tendría nuevamente la capacidad de bajar las tasas nominales y no pareciera que los ahorristas tuvieran muchas posibilidades de mudarse a otras latitudes. O sea, lo que es cierto en economías relativamente pequeñas en cuanto a la escasa capacidad de disminuir las tasas de interés por debajo de los niveles de

¹⁰ Por lo general se habla de deuda bruta, aún cuando ésta tienda a ser bastante diferente de la deuda neta. De los 14,341 billones de dólares de deuda del gobierno de EU, el 68% era deuda que estaba en manos del “sector privado”, entendiendo por tal a los tenedores que no son agencias del gobierno de Estados Unidos. Si se incorpora la deuda pública en mano de la Reserva Federal, la tenencia dentro del sector público es cercana al 40% de la deuda del gobierno federal.

¹¹ El 96% de la deuda comercializada en el mercado está en poder del sector privado.

arbitraje con las tasas de interés internacionales, puede no ser cierto, al menos por un cierto período de tiempo, en una economía como la de EE.UU. que tiene la capacidad de fijar las tasas internacionales. Ello deja cierto margen para que un aumento de la inflación por algunos años sea capaz de licuar las deudas, al menos en Estados Unidos.

Con todos los problemas y las dudas que hemos señalado en los párrafos previos, permítasenos suponer que la licuación de las deudas a través de una aceleración de la inflación puede ser una alternativa a considerar. Llegados a este punto la pregunta es cómo se hace para aumentar la tasa de inflación. La respuesta no es sencilla considerando la baja tasa de inflación en el mundo y los indicadores de fuerte desaceleración de la actividad económica.

Los instrumentos de expansión de la cantidad de dinero utilizados por EE.UU. si bien han sido eficientes para depreciar el dólar, no lo han sido para aumentar la tasa de inflación, lo que se explica por la dimensión del país, la existencia de bienes heterogéneos entre los bienes comercializables y, fundamentalmente al tamaño del sector productor de bienes no comercializables y la escasa demanda por ellos en las actuales circunstancias. Dado que los aumentos de la base monetaria no parecen ser el instrumento más adecuado en el presente contexto, la única alternativa parecería ser un aumento de salarios más allá de lo usual, por ejemplo de 15% o 20%. Para ser efectiva, la medida debería ser coordinada y, al menos, debiera incluir a Estados Unidos y a varios países de Europa. Creemos que, más allá de las consideraciones económicas, una alternativa como ésta aparece, al menos hoy día, como poco realista.

5. ¿Y entonces qué?

La inflación, dentro de ciertos límites, parece el mecanismo más eficiente para disminuir, al menos parcialmente, el exceso de deuda. Al mismo tiempo, parece ser un instrumento difícil de utilizar en las presentes circunstancias. ¿Cuál otro mecanismo pudiera cumplir ese papel?

Una alternativa es la reestructuración, en términos de plazos y tasas de interés, de la deuda. En lo que concierne al sector privado, el problema con esta solución es que la mayoría de la deuda tiene como acreedor al sistema financiero, por lo que la reestructuración debiera alcanzar a los pasivos de los bancos. Esta alternativa, implementada en el caso argentino al momento de abandono de la convertibilidad, sería imposible en el caso de los países europeos o en el de EE.UU. porque posiblemente produciría una crisis financiera global.¹²

Aunque la deuda pública de los países desarrollados no está totalmente intermediada por el sistema financiero, la reestructuración sería igualmente difícil, por el contagio que produciría en los bonos de los países que no reestructuran y por su efecto sobre el sistema financiero. Reestructurar las deudas de Grecia, Portugal e Irlanda es imperativo, pero hacerlo solamente por una quita lleva a la necesidad de capitalizar al sistema financiero. Sería una situación casi inmanejable si se incluyera a España e Italia (Machinea y Schiaffino, 2011).

Es probable que no haya, al menos por ahora, una solución global. En ese contexto es cuando suelen aparecer soluciones impensadas meses antes.¹³ Después de todo, en 2008 Bernanke se animó a comprar deuda de las empresas, hipotecas y deudas por becas de estudiantes, y Bagehot menciona procedimientos similares casi doscientos años antes.¹⁴

Mientras esperamos ese momento, se pueden buscar arreglos parciales. En relación a los actores menos importantes en el contexto global, pueden pensarse alternativas que involucren transferencias entre países, con o sin la

¹² Para un análisis de los riesgos de una solución de este tipo en el caso europeo, véase, Machinea y Schiaffino (2011); véase también, Levy Yeyati et.al. (2011).

¹³ Lucas LLach (2011) propone pensar en nuevas variantes, tal como intentar, comprar ciertos activos, como las acciones, para subir su precio y generar de esa manera “una mayor riqueza” y con ello un aumento de la demanda.

¹⁴ “Nosotros prestamos de todas las formas posibles y de una manera no utilizada hasta entonces; mantuvimos acciones en garantía, compramos notas del tesoro, no solo descontamos directamente depósitos de dinero, sino que además adelantamos plata contra ellos por cantidades nunca vistas; en resumen por cualquier medio compatible con la seguridad del Banco.” Cita de un director del Banco de Inglaterra en la crisis de 1825 (Bagehot, 1920, pag 52).

intermediación de los organismos multilaterales o regionales. Por ejemplo, reestructurar a su vencimiento la deuda de algunos países de Europa (Grecia, Portugal e Irlanda) mediante la emisión de un bono europeo a largo plazo y aumentar el fondo de capitalización en por lo menos un billón de euros para rescatar deuda de España, Italia y Bélgica, seguramente ayudaría a reducir los problemas de Europa y, por ende, de la economía mundial.

Esta alternativa implica un costo para algunos países, en especial Alemania, no solo por ser el país que más contribuiría al Fondo, sino también por el eventual impacto que la emisión del bono europeo tendría sobre la calificación de su deuda. Esos costos deben evaluarse contra los resultantes de un aumento constante de la incertidumbre y del deterioro económico de sus principales socios comerciales.

Si se quisiera ir un paso más allá y encontrar una solución a los problemas de competitividad, se podría imaginar que Alemania abandonara el euro. Ello permitiría apreciar el marco y devaluar el euro. Pero eso nos llevaría nuevamente a discutir sobre la viabilidad política de una alternativa de ese tipo.¹⁵

7. Consideraciones finales

Tal como señala Sebastián Katz (2011), digerir los excesos del frenesí previo no será una tarea sencilla. Sin capacidad, por problemas económicos o políticos, para utilizar el déficit fiscal para expandir la demanda en el futuro próximo, la tarea de máxima en este campo parece ser evitar que la política fiscal sea contractiva. El activismo de la Reserva Federal genera algunas expectativas, pero dadas las bajas tasas de interés de Estados Unidos no es mucho lo que puede pedirse en ese frente. Europa tiene algún margen monetario algo mayor, pero no es evidente que el BCE esté dispuesto a utilizarlo. Agotados los instrumentos en este campo y con dudas respecto a

¹⁵ Los costos económicos de esta alternativa para Alemania no serían menores. Entre otras cosas, implicaría posiblemente entrar en deflación y dar un duro golpe al sector de exportación, sin duda el más dinámico de ese país.

que China aplique una política expansiva al estilo de la de 2008-9, pareciera que la economía mundial se dirige a una fuerte desaceleración, o bien a una recesión, que puede ser prolongada por los altos niveles de endeudamiento.

Una alternativa sería reducir el exceso de deuda pública y privada mediante una aceleración inflacionaria. La tarea no parece sencilla porque es difícil imaginar cómo lograrlo dado el escaso dinamismo de la demanda y las elevadas tasas de desempleo en el Norte. Además, en un mundo con mercados financieros globalizados la licuación de la deuda no es sencilla, en especial considerando que gran parte de la deuda privada está contratada a tasas de interés flotantes y una parte no menor de la deuda pública de Estados Unidos vence en el curso de los próximos doce meses o está asociada con la inflación. También es cierto que la globalización no es igual para todos, ya que Estados Unidos puede mantener tasas negativas por más tiempo que el resto de los países, lo que le da cierta capacidad para licuar.

Como señalamos en la introducción, el objetivo de este trabajo ha sido analizar las dificultades para implementar políticas económicas que contribuyan a enfrentar la desaceleración y eventual recesión de la economía internacional. El resultado del análisis no deja demasiado margen al optimismo, quizás porque las demandas de la hora exceden nuestra imaginación.

Sin embargo, hay algunas sugerencias que se pueden hacer. La primera es que los países desarrollados no debieran preocuparse por la inflación en los próximos meses y posiblemente años, ya que no se avizora una aceleración inflacionaria y, en el caso que se produjera, sería bienvenida porque ayudaría a licuar las deudas. Por lo tanto, debieran estar dispuestos a mantener una política económica expansiva. Dadas las restricciones de la política fiscal, ello implica, al estilo de los anuncios de la Reserva Federal, bajas tasas de interés por un largo período de tiempo. No obstante, debe tenerse en cuenta que si todo el esfuerzo en EE.UU. y Europa fuera a descansar en la política monetaria, el efecto sería apreciar las monedas del resto del mundo, lo que

sin duda aumentará las tensiones globales. Por lo tanto, cierto nivel de coordinación parece indispensable.

La segunda sugerencia, es que Europa no podrá encontrar una salida a su crisis sin reestructurar la deuda de Grecia, Portugal e Irlanda a largo plazo a tasas no superiores al 3%, política que debería ser financiada, al menos parcialmente, con la emisión de un bono europeo. Además, es necesario aumentar el fondo de rescate financiero hasta por lo menos un billón de euros para comprar deuda de España e Italia. Desde esta óptica no puede ser más desalentadora la reunión de Merkel y Sarkozy del 15 de agosto pasado, ya que si bien algunos de los acuerdos para mejorar la gobernabilidad de la Eurozona pueden ser acertados en el largo plazo, al no resolver los acuciantes problemas actuales resultan ineficaces.

América Latina sufrirá el impacto de la eventual recesión. La región debe acostumbrarse a la idea de que el período de oro de los elevados precios internacionales difícilmente se vuelva a dar mientras no mejore la situación internacional. Como lo ha señalado Levy Yeyati (2011), no solo se acabó el viento de cola sino que es probable que tengamos viento de frente. Ello no significa que los precios vuelvan a niveles de una década atrás ni que haya desaparecido la tendencia estructural a los altos precios de las materias primas; simplemente puede que se tomen un descanso.

Se podría especular que las menores oportunidades en Europa y Estados Unidos generarían una mayor demanda de activos financieros en los países en desarrollo que podría aliviar la caída de la demanda global. Ello no haría sino profundizar la tendencia estructural de los fondos de inversión a aumentar la proporción de su cartera en países emergentes. Sin embargo, por ahora pareciera que la conducta dominante es la búsqueda de activos que los inversores consideran seguros (*fly to quality*), o sea el oro y, paradójicamente y a pesar de Standard and Poor's, los bonos del Tesoro de EU.

La región tiene importantes reservas internacionales que podría ayudar a implementar políticas contracíclicas. Asimismo, los acuerdos regionales

permitirían apoyar financieramente a los países de menor tamaño. Sin embargo, la capacidad de estas políticas para mantener el nivel de actividad económica será limitada, en especial si se prolonga el poco favorable contexto internacional.

Finalmente, unos de los principales peligros del escenario internacional es que dado el bajo o nulo crecimiento y el intento de varios de los actores de devaluar sus monedas, nos acerquemos peligrosamente a un juego de suma cero. Ello puede llevar a reforzar el intento de “sálvese quien pueda”, al estilo del que presenciamos en la década de 1930. La experiencia de ese entonces ha sido suficiente para evitar un aumento relevante del proteccionismo durante la última crisis, pero los principales actores debieran reconocer que ante ese peligro deberían redoblar los intentos de coordinación en el ámbito regional y global.

Bibliografía

Bagehot, W (1920), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres, John Murria. Publicado originalmente en 1873.

Bernanke, B. (2011) *The Near -and Longer- Term Prospects for the U.S. Economy*, en Jackson Hole, Wyoming, 12 de Agosto.

Blanchard, O., Giovanni Dell’Ariccia, y Paolo Mauro (2010): *Rethinking Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund.

Blinder, A. (2008), *On Designing a fiscal Stimulus-Quickly*, Testimony to the Senate Budget Committee, enero.

http://budget.senate.gov/democratid/testimony/2008/BlinderStimulusNow_final.pdf

Blinder, A (2004), *The case against discretionary fiscal policy*, CEPS Working Paper N 100, Princeton, Princeton University.

Collins, S. and Dani Rodrick, (2002), *Brookings Trade Forum, 2002*, Brookings Institution, Washington D.C.

Feldstein, M. (2002), *The role for discretionary fiscal policy in a low interest rate environment*, NBER Working Paper, N 9203, Cambridge, Massachusetts.

- Financial Times (2011), **Central Banks: Two Against the World**, 12 de agosto.
- International Monetary Fund (2011a), **Fiscal Monitor 2011**, Abril.
- International Monetary Fund (2011b y 2010) **Global Financial Stability Report**, Abril.
- Katz, Sebastián (2011), **Como digerir los excesos**, en <http://colectivoeconomico.org>, agosto.
- Leijonhufvud, A. (2009), **Out of the Corridor: Keynes and the crisis**, Cambridge Journal of Economics, 2009, 741-757.
- Levy Yeyati, E., M.S. Martinez Peria y S, Schmukler (2011), **Crisis trillizas y el fantasma de un nuevo Dracma**, en <http://colectivoeconomico.org>, 19 de agosto.
- Llach, Lucas (2011), **Ben Jones industrial average**, agosto.
- Machinea, J. y Pablo Schiaffino (2011), **Una evaluación de la crisis europea**, en <http://colectivoeconomico.org/2011/07/13>.
- Reinhart, Carmen y Belén Sbrancia (2011), **The Liquidation of government Debt**, Peterson Institute for International Economics, WP 11-10.
- Spilimbergo, Steve Symansky, Oliver Blanchard, Carlo Cottarelli (2008), **Fiscal Policy for the crisis**, International Monetary Fund, Diciembre .
- Taylor, J.B. (2008a), **The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal**, documento presentado en la Reunión Annual de la America Economic Association, enero.
- Taylor, J.B. (2008b), **The State of the economy and Principles for Fiscal Stimulus**, Testimony before de Committee on the Budget, United States Senate, noviembre.