

# Ensayos Económicos

---

## Apuntes de la crisis global

**Barry Eichengreen** La parábola de los ciegos y el elefante

**Axel Leijonhufvud** Una recesión fuera de lo común

**Daniel Heymann** Notas sobre variedades de crisis

**José María Fanelli** La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana

**Javier Finkman** El norte desde el sur

**Sebastián Katz** Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas

**Christian Broda,** El nuevo equilibrio global

**Piero Ghezzi y**

**Eduardo Levy-Yeyati**

**Francesco Giavazzi** La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

**José A. Ocampo Gaviria** Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

**Jorge Carrera** El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

53

54

**In memoriam Alfredo Canavese**

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

***“La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”***

Alfredo Canavese

Enero - Junio de 2009



# Una recesión fuera de lo común\*

Por Axel Leijonhufvud\*\*

*Esta recesión es distinta. Los balances de los consumidores, empresas y bancos están bajo presión. El sector privado busca reducir su deuda y esto contrarresta el estímulo keynesiano más de lo que sugerirían los cálculos de flujo habituales. El desapalancamiento bancario es sin duda el hecho más peligroso. El estímulo fiscal no tendrá un efecto importante mientras el sistema financiero siga desapalancándose.*

## I. Introducción

No estamos frente a una recesión común que se diferencia de otros episodios recientes sólo porque es más severa. Difiere en el tipo.

El fin de la Guerra Fría produjo una caída del gasto militar y una recesión que afectó sobre todo a estados como California, en el que el complejo industrial militar era una parte importante de la economía local. La tasa de desempleo a nivel nacional subió de 5,25% en 1989 a 7,5% en 1992. Luego bajó año tras año hasta ubicarse por debajo del 4% en el año 2000. El “libre mercado” se hizo cargo de la recesión de principios de los años '90. Los recursos antes destinados a la industria de la defensa pasaron a tener otro uso a través de innumerables canales. No fue necesario que el gobierno federal interviniera. A comienzos de 1993, el déficit federal empezó a reducirse todos los años hasta terminar en un modesto superávit en 1998. Ésa fue una recesión muy común.

Si la situación actual fuera de algún modo similar, podríamos esperar una recesión en la construcción de viviendas que generaría desempleo entre los trabajadores

---

\* Este trabajo fue publicado originalmente en el sitio [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org) el 13 de febrero de 2009. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

\*\* Profesor de Teoría y Política Monetaria de la Universidad de Trento, Italia, y Profesor Emérito, Departamento de Economía, UCLA.

de este rubro y los *brokers* hipotecarios. Lógicamente, las áreas de reciente auge sufrirían un golpe duro pero podríamos esperar una orientación gradual de los recursos hacia fuentes de trabajo alternativas. En cambio, estamos frente a la amenaza de un auténtico desastre.

## II. Recesiones de hoja de balance

¿Dónde está la diferencia? En el estado de las posiciones de activos y pasivos. La crisis financiera puso a gran parte del sistema bancario al borde –o más allá– de la insolvencia. Importantes segmentos del sector empresario cargan con mucha deuda de corto plazo que les resulta difícil o imposible refinanciar en el mercado actual. Después de años de ahorro cercano a cero, los hogares norteamericanos están fuertemente endeudados.

Las brechas que se abrieron en los balances del sector privado son muy grandes y siguen profundizándose. Una estimación reciente de Jan Hatzius y Andrew Milton, de Goldman Sachs, sugiere pérdidas totales de capital por US\$ 2,1 billones; Nouriel Roubini cree que es probable que el total esté cerca de los US\$ 3 billones. Alrededor de la mitad de estas pérdidas corresponden a instituciones financieras, lo que significa que hay más bancos insolventes –o casi insolventes– de lo que se ha reconocido públicamente hasta ahora.

Así, todo el sector privado está intentando reducir su deuda. Las empresas utilizarán los cargos por depreciación y liquidarán los inventarios para hacerlo. Los hogares están tratando de volver al ahorro. Menos inversión y más ahorro se traducirán en menores ingresos. Los *cash flows* que respaldan el cumplimiento de los servicios de deuda son cada vez más escasos. Es un proceso de desestabilización, pero uno que avanza con relativa lentitud. Los esfuerzos de las empresas financieras por desapalancarse son mucho más peligrosos porque pueden desencadenar una rápida avalancha de *defaults* (Leijonhufvud, 2009).

## III. Tres ejemplos

Richard Koo (2003) acuñó la frase “recesión de hojas de balance” (*balance sheet recessions*) para caracterizar el interminable malestar económico de Japón después del colapso de sus burbujas inmobiliaria y bursátil de 1990. El gobierno

japonés no tomó medidas para recomponer los balances del sector privado después del colapso. Optó, en cambio, por una política destinada a mantener la tasa de interés casi en cero para reducir las tasas de interés de los depósitos y dejar que los bancos encuentren su camino de regreso a la solvencia. Al mismo tiempo, respaldó al sector real con grandes y repetidas dosis de gasto público deficitario con características keynesianas. Como resultado, la economía japonesa tuvo que esperar 15 años para volver a ser razonablemente saludable.

En la década de 1930, la Gran Depresión norteamericana no vio una política consistente de gasto público de una escala adecuada. Los gastos de la guerra no sólo devolvieron a la economía la utilización plena de los recursos sino que hubo un cierto grado de *crowding out* del consumo privado (Barro 2009).<sup>1</sup> Los déficits incurridos durante la guerra significaron que:

- Al terminar la guerra, el gobierno federal exhibía una deuda de una dimensión nunca antes vista, pero;
- Los balances del sector privado habían vuelto finalmente a estar en buena forma.

En ese entonces, la mayoría de los pronósticos predecía que la economía volvería a caer en una depresión una vez terminados los gastos de defensa y desmovilizadas las fuerzas armadas. Pero, los pronósticos se equivocaron. Esta famosa “debacle de los pronósticos” de la posguerra demostró cómo un razonamiento simple de ingresos-gastos, que ignore el estado de los balances, puede derivar en un error garrafal.

La lección que debemos aprender de estos dos casos es que el gasto público deficitario será absorbido por los sumideros financieros de los balances del sector privado y recién será efectivo cuando estos orificios se tapen. Durante los años en los que la renta nacional no responde, la recaudación impositiva cae, de manera tal que la deuda nacional termina siendo probablemente mayor que si las pérdidas del sector bancario hubiesen sido “nacionalizadas” al principio.

---

<sup>1</sup> El *crowding out* en el pleno empleo, cree Barro, “sería considerado por la mayoría de los macroeconomistas ...como un [caso testigo] justo para ver si alguna vez existe un multiplicador grande”. La mayoría de los macroeconomistas coinciden presumiblemente en que la Segunda Guerra Mundial no fue un “almuerzo gratuito”, pero es probable que no coincidan con la inferencia del caso testigo de Barro.

En los últimos meses se ha hablado mucho de la política sueca posterior a la crisis de 1992. Suecia actuó de manera rápida y decisiva para cerrar bancos insolventes y poner en cuarentena sus malos activos en un fondo especial.<sup>2</sup> Con el tiempo, todos los activos, buenos y malos, terminaron nuevamente en el sector bancario privado. Los accionistas de los bancos fallidos perdieron todo su patrimonio, mientras que la pérdida generada por los malos activos a los contribuyentes fue mínima al final. La operación fue necesaria para lograr la recuperación, pero lo que realmente sacó a la economía de una recesión abrupta y profunda fue la devaluación del 25-35% de la moneda sueca, que generó un prolongado período de sólido crecimiento liderado por las exportaciones. No hace falta decir que Estados Unidos no está en condiciones de emular este aspecto del caso de éxito sueco.

#### **IV. Estados Unidos está en dificultades**

Hay considerables fuerzas contractivas en Estados Unidos, provenientes tanto de la cuenta de capital como de la cuenta de ingresos. La estabilización requiere medidas de política en ambos frentes:

- Primero, el sistema financiero debe recapitalizarse para eliminar la persistente presión de los bancos por desapalancarse.
- Segundo, el estímulo del gasto debe ser suficiente para revertir el rápido deterioro de los ingresos.

Cuando todo el sector privado busca reducir el tamaño de sus activos y cancelar parcialmente su deuda, el balance del sector público debe contrarrestarlo y moverse en el sentido opuesto. Cuando todo el sector privado se esfuerza por ahorrar, el gobierno debe desahorrar. Los obstáculos políticos para tomar estas medidas a una escala suficiente son formidables.

Si las pérdidas del sistema bancario son de la magnitud estimada por Goldman Sachs o Roubini, los bancos necesitan inyecciones de capital de otros US\$ 200-

---

<sup>2</sup> Había muchos préstamos incobrables pero, en ese entonces, no tenían la "toxicidad" no transparente que habrían de generar las obligaciones de deuda colateralizadas (CDO) "cortadas en cubitos o en fetas" en la crisis actual.

US\$ 300 miles de millones como mínimo. Incluso aunque se pudieran realizar inyecciones equivalentes al total de sus pérdidas, los bancos podrían querer seguir contrayendo su crédito, ahora que saben lo peligroso que fue su apalancamiento del pasado.

El público norteamericano comprende claramente que el desastre actual fue fabricado en Wall Street (aunque con algún estímulo de la política de la Reserva Federal). Por lo tanto, los rescates financieros directos son difíciles de “vender”. Pero, además, el tabú ideológico norteamericano contra la “nacionalización” impide resolver el problema de la manera directa en que lo hizo Suecia. El gobierno actual, al igual que el anterior, desearía recapitalizar los bancos, al menos en parte, atrayendo capital privado. Esto es casi imposible de hacer mientras el valor de buena parte de los activos bancarios siga estando en el terreno de las conjeturas. Las garantías del gobierno contra (alguna parte de) las pérdidas en las que puede incurrirse podrían solucionar el problema. Sin embargo, sería una manera extrañamente artificial de salir de un *impasse* político.

El estímulo fiscal no tendrá mayor impacto mientras el sistema financiero siga desapalancándose. Incluso si se pudiera resolver de alguna manera ese problema, el déficit gubernamental tendría que compensar tanto la caída de la inversión industrial como el aumento del ahorro de los hogares, una brecha que aumenta con la profundización de la recesión. En este caso también, el público es escéptico y proclive a concluir que un programa que sólo desacelera o detiene la caída pero no “reactiva” la economía dilapida el dinero de los contribuyentes. La composición más efectiva de este programa también es un problema.

Casi todos los estados norteamericanos padecen hoy las cláusulas constitucionales auto-impuestas de presupuesto equilibrado y, por consiguiente, actúan como poderosos amplificadores de la recesión en el ingreso y el empleo. Los estados gastarían todo lo que perciban, tal como harán muchos gobiernos locales. El objetivo del paquete de estímulo es aumentar el gasto. Los subsidios al desempleo y a los hogares de bajos recursos también serán una medida efectiva.<sup>3</sup> Los recortes impositivos producirán un gasto considerablemente menor por dólar que el de estos programas. Sin embargo, las perspectivas políticas parecen presagiar un *mix* de programas que dista mucho de ser el ideal.

---

<sup>3</sup> La propuesta de impuesto a las ganancias negativo de Milton Friedman parece haberse convertido hoy en un anatema para los conservadores. Sin embargo, funcionaría en nuestra situación actual.

## V. Peligros, presente y futuro

Si los programas del gobierno terminan no siendo lo suficientemente grandes como para revertir la recesión, sufriremos un período deflacionario cuya duración no podemos determinar. Pero, si tienen éxito, es probable que emerjan presiones inflacionarias severas con relativa rapidez.

El ratio deuda federal/PNB de los Estados Unidos no es particularmente alto en estos momentos. Pero no tiene en cuenta los grandes pasivos fuera del balance de los programas de ayuda social. Además, desde que comenzó la crisis actual, el Sistema de la Reserva Federal y otras dependencias federales asumieron compromisos en términos de rescate financiero, préstamos y garantías crediticias que totalizan varios billones de dólares y tienen implicancias inciertas para el balance federal consolidado.

Mucho va a depender de la buena disposición de los acreedores externos de Estados Unidos a seguir acumulando o, al menos, reteniendo dólares a baja tasa de interés. Si esta buena disposición decae, va a ser difícil contener la inflación.

*Hay mucho que temer más allá del temor mismo.*

## Referencias

**Barro, R. (2009)**, "Government Spending is no Free Lunch" (Wall Street Journal, 22 de enero).

**Koo, R. C. (2003)**, *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Unchartered Economics and its Global Implications*, Singapur: Wiley.

**Leijonhufvud, A. (2009)**, "Two Systemic Problems", CEPR Policy Insight N° 29, enero.