

Ensayos Económicos

Apuntes de la crisis global

El mundo en una recesión de balances

Richard Koo

Incertidumbre y dolarización de cartera.

El caso argentino en el último medio siglo

Tamara Burdisso, Eduardo Corso

Expectativas, relaciones intersectoriales y ciclo económico

Francisco Sáez, Fernando Alvarez, Jesús Morales,
Giovanni Guedez

Premio Raúl Prebisch 2010

Vulnerabilidad externa y desarrollo. Los aportes de Prebisch al pensamiento económico

Martín Fiszbein

Raúl Prebisch. Obras 1919-1949

63

Julio - Septiembre de 2011



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

El mundo en una recesión de balances*

Richard Koo

Nomura Research Institute

Resumen

Existe bastante confusión en los círculos de política, en los círculos académicos y en los mercados con respecto a la situación económica internacional generada a partir de la crisis 2007-2008. Como la confusión es grande, las respuestas de política económica han sido muy inconsistentes, no sólo en Estados Unidos sino también en el resto del mundo, y esto podría estar prolongando la recesión innecesariamente. Sin embargo, lo que está pasando hoy ya ocurrió en Japón hace exactamente 15 años. La explicación a la situación actual se encuentra en que luego de la explosión de la burbuja, el sector privado ha estado desapalancándose o reduciendo su deuda al mínimo. Esto es lo que se denomina una recesión de balances. En este tipo de recesiones, llevar la tasa de interés a cero y aumentar la base monetaria no se traducen en un incremento del crédito al sector privado y en una recuperación de la actividad económica. La política monetaria se vuelve inefectiva. Como lo demuestra la experiencia japonesa, la respuesta para evitar el colapso de la actividad económica es la política fiscal, es decir, que el gobierno incremente el gasto financiándose con el ahorro que realiza el sector privado para desendeudarse. Una vez saneados los balances, y después de que el sector privado esté dispuesto y pueda endeudarse, entonces recién en ese momento el gobierno debería reducir su déficit presupuestario.

Clasificación JEL: E30, E44, E52, E62, G01.

Palabras clave: crisis financiera internacional, desendeudamiento, política fiscal, política monetaria, recesión de balances.

* Esta nota está basada en una conferencia brindada en las Jornadas Monetarias y Bancarias organizadas por el Banco Central de la República Argentina entre los días 30 de junio y 1° de julio de 2011. Las opiniones vertidas en la presente nota son del autor y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades, ni con las del Nomura Research Institute.

The World in Balance Sheet Recession

Richard Koo

Nomura Research Institute

Summary

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.

JEL: E30, E44, E52, E62, G01.

Key words: balance sheet recession, deleveraging, fiscal policy, international financial crisis, monetary policy.

I. Introducción

La actualidad de la economía internacional depara buenas y malas noticias. Por el lado de las malas noticias, existe bastante confusión en los círculos de política, en los círculos académicos y también en los mercados. Algunos dicen que la inflación está a la vuelta de la esquina. Otros, por el contrario, sostienen que el problema es la deflación. También están los que dicen que el estímulo monetario pondría a las economías en marcha, mientras otros dicen que lo que se necesita es un estímulo fiscal. No hay que olvidarse de los que argumentan que los estímulos fiscales son totalmente inútiles. Y están los Republicanos que dicen una cosa y los Demócratas que dicen otra. Debates similares están dándose en todo el mundo. También se menciona que las razones que explican lo que ocurrió se pueden dividir en tres categorías: fallas del mercado, fallas de los gobiernos y muchas otras fallas.

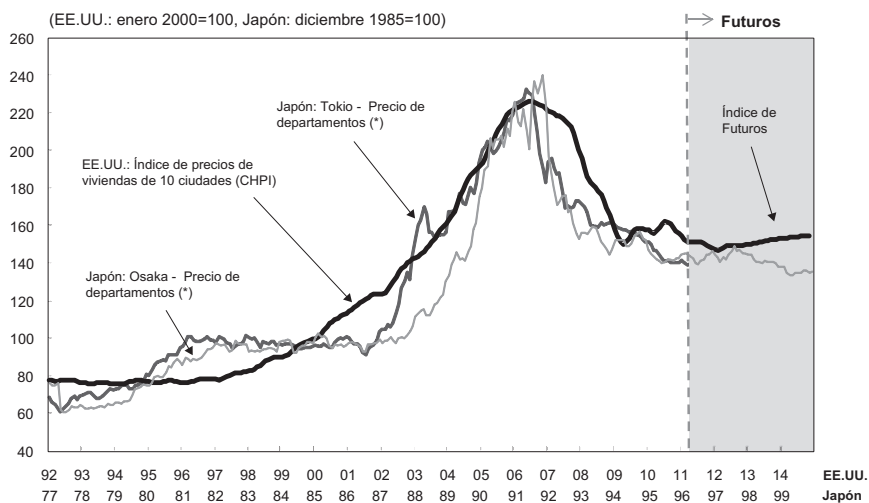
Toda esta confusión es lógica porque se está viviendo un momento inusual, en el sentido de que la Reserva Federal ha mantenido sus tasas de interés en cero por más de dos años y medio. En circunstancias normales, se deberían estar viendo a esta altura tres o cuatro burbujas, el índice de desempleo tendría que estar por debajo del 3% y los precios de las acciones por las nubes. Pero, en cambio, el desempleo está en el orden del 9%, la producción industrial sigue siendo débil y los precios del mercado inmobiliario siguen cayendo. Y lo mismo ocurre en el Reino Unido y en el resto de Europa. Es una situación totalmente distinta a la que se aprende en la universidad. Allí se enseña que con tanta inyección de liquidez y tasas de interés en cero, se debería estar viendo una enorme respuesta de la economía. Pero no es lo que está pasando. En esto radica la confusión y, además, la gente se está preguntando cómo deberían resolverse estos problemas. Pero, como la confusión es tan grande, la política ha sido muy inconsistente, no sólo en Estados Unidos sino en el mundo, y esto podría estar prolongando la recesión innecesariamente. Hasta aquí las malas noticias.

Sin embargo, la buena noticia es que lo que está pasando hoy en todo el mundo, en Estados Unidos y en Europa, ya ocurrió en Japón hace exactamente 15 años. Cada una de estas cosas que hoy se ven en Washington, Londres, Berlín y Bruselas, pasaron en Japón: el mismo nivel de confusión, la misma animosidad entre los distintos actores sobre cuál es el camino correcto. Y llevó mucho tiempo entender que se estaba frente a una enfermedad diferente, una

enfermedad que no se enseña en las universidades. Porque en las universidades se aprende que cuando bajan las tasas de interés, las economías deberían responder; si se inyecta liquidez al sistema, la oferta de dinero debería aumentar y las economías deberían crecer. En esta oportunidad, si se analiza la cantidad de liquidez inyectada al sistema por los bancos centrales, se puede observar que fue masiva, absolutamente masiva. En cambio, si se analiza el aumento de la oferta de dinero, se aprecia que ha sido muy lento, casi inexistente. Entonces, ¿cómo se pudo llegar a algo así? Japón pasó por esta misma situación hace 15 años: se bajaron las tasas de interés a cero en 1995 y en el 2011 el crecimiento económico japonés seguía siendo muy lento, al igual que el crecimiento de la oferta monetaria. Por lo tanto, si se estudia a fondo la experiencia de Japón, se debería poder salir de la crisis actual mucho antes, porque en el caso japonés no había un ejemplo a seguir. Japón fue uno de los primeros países en experimentar esta enfermedad tan poco común desde los tiempos de la Gran Depresión. Pero la Gran Depresión estaba demasiado lejos; además, en esos días los datos no eran muy buenos y, en esas circunstancias, la gente no entendía claramente qué era esta enfermedad.

Sin embargo, sostener que la experiencia japonesa ofrece una lección para este momento no es compartido por mucha gente, en especial en Estados Unidos y el Reino Unido, y en otras partes del mundo también. Ante este argumento suele decirse: “¡Espere un minuto! ¿Aprender de Japón? ¡De ninguna manera! ¡Olvídelo! Japón hizo todo mal: demasiada lentitud en la reforma estructural, demasiada lentitud en la reforma bancaria, y los estímulos monetario y fiscal fueron reducidos y se implementaron demasiado tarde. ¡Olvídelo! No tenemos nada que aprender de Japón porque es un buen ejemplo de lo que no hay que hacer”. Para contrarrestar estos argumentos, puede comenzarse por el Gráfico 1, que muestra lo que ocurrió con los precios de la vivienda en Estados Unidos en la reciente crisis en comparación con los precios de la vivienda en Japón, en las zonas de Osaka y Tokio, hace exactamente 15 años. De esta forma se puede apreciar que en ambos casos los movimientos de los precios son muy similares, tanto en la dirección como en su magnitud. Después observar este gráfico, la mayoría de los norteamericanos guarda silencio. Se dan cuenta de que no son tan diferentes de los japoneses después de todo.

Gráfico 1 / Los precios de la vivienda en Estados Unidos se están moviendo de acuerdo a la experiencia japonesa



(*): por metro cuadrado, promedio móvil de 5 meses.

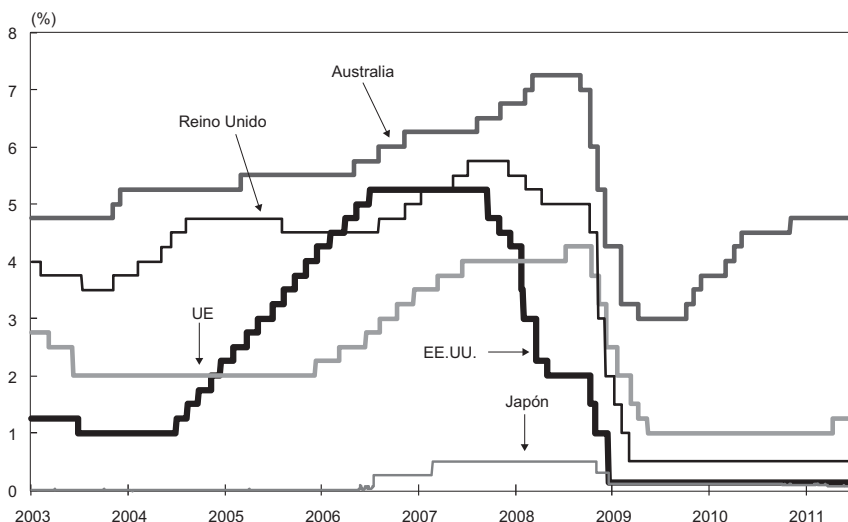
Fuente: Bloomberg, Real Estate Economic Institute, Japan, S&P, S&P/Case - Shiller® Home Price Indices. Datos al 20 de junio de 2011.

II. La ineffectividad de la política monetaria en el contexto actual

Frente a la explosión de la burbuja, los bancos centrales de todo el mundo bajaron las tasas de interés de referencia de manera drástica. En el caso de la Reserva Federal, esta reducción de las tasas fue la más acelerada de su historia hasta alcanzar el nivel de las tasas japonesas, cercano a cero. Los restantes bancos centrales hicieron lo mismo. La Zona del Euro y el Reino Unido también registraron las tasas de interés más bajas de su historia (ver el Gráfico 2).

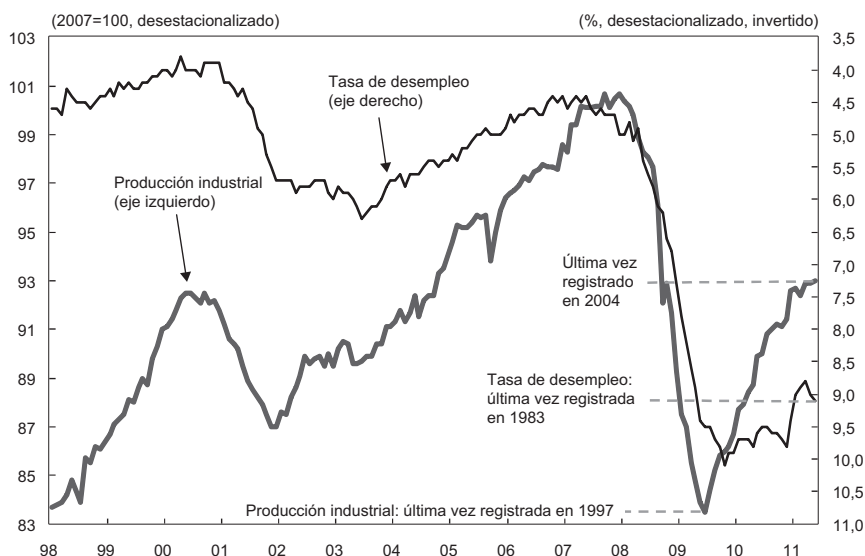
A pesar de los esfuerzos de los bancos centrales, las respuestas de las economías han sido marcadamente lentas. En el caso de Estados Unidos, la producción industrial logró recuperar el nivel de 2004 pero sigue estando muy lejos del pico anterior, mientras que el índice de desempleo sigue ubicándose en torno del 9% (ver el Gráfico 3). En el caso de Europa, la producción industrial también volvió al nivel del 2005 pero el desempleo es de casi dos dígitos (ver el Gráfico 4).

Gráfico 2 / Las drásticas reducciones de las tasas de interés han tenido un escaso impacto en la recuperación del empleo y de los precios de las viviendas



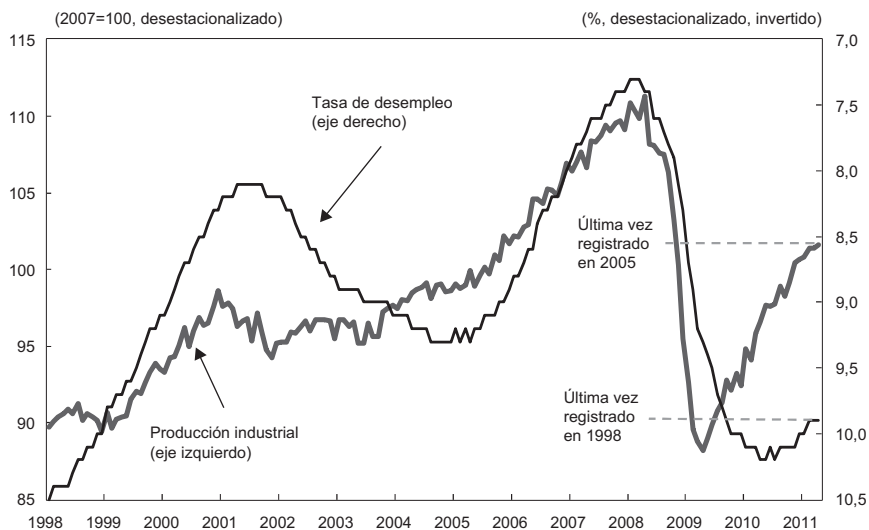
Fuente: BOJ, FRB, ECB, BOE y RMB Australia, Datos al 20 de junio de 2011.

Gráfico 3 / La economía de Estados Unidos todavía está lejos del pico previo



Fuente: US Department of Labor, FRB.

Gráfico 4 / La economía de la Zona del Euro todavía está lejos del pico previo

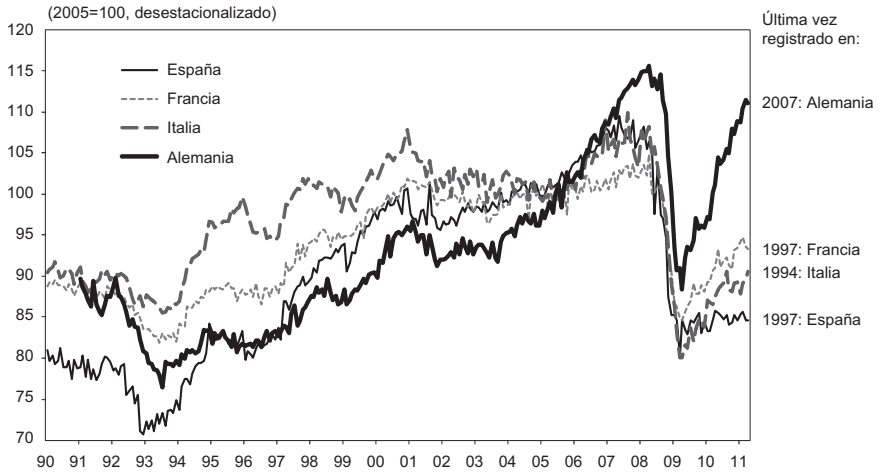


Fuente: Eurostat.

Sin embargo, el desempeño de la Zona del Euro no es homogéneo cuando se analizan a los países individualmente (ver el Gráfico 5). Alemania está mostrando una buena performance y está recuperando los niveles de 2007, pero para los otros tres países la historia es muy diferente: Francia y España todavía están en el nivel de 1997 e Italia en el de 1994. Tienen mucho camino por recorrer antes de estar siquiera cerca de lo que el ciudadano promedio consideraría una recuperación. Y no sólo porque la producción industrial no creció y el empleo no subió; sino también porque la oferta de dinero no aumentó de manera considerable.

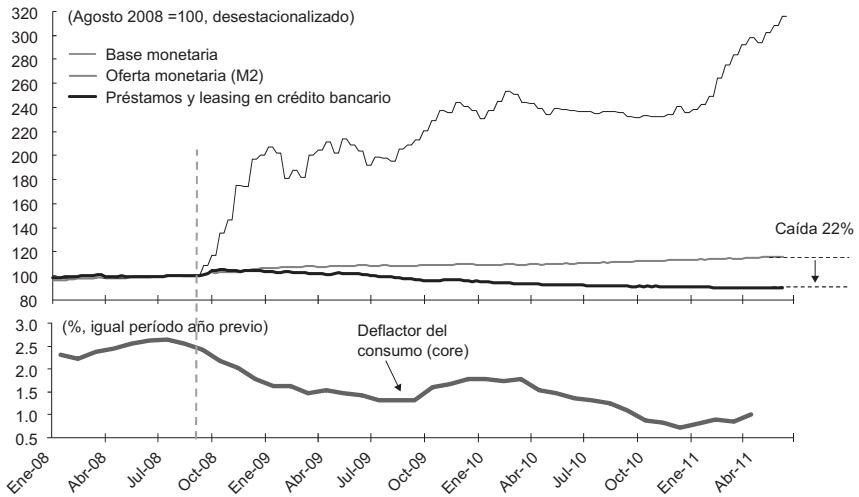
Hay mucha gente en el mercado que cree que debido a la inyección de liquidez, la oferta monetaria debería haber crecido mucho y, por lo tanto, la inflación tendría que ser una auténtica preocupación. Pues bien, la liquidez inyectada por el banco central, o base monetaria, pasó de 100 a 300 en el caso de Estados Unidos y la gente de alguna manera lo equiparó con un crecimiento de la oferta de dinero (ver el Gráfico 6). Sin embargo, la oferta monetaria (M2) apenas creció durante el mismo período, y el crédito al sector privado, en realidad, bajó (ver el Gráfico 6).

Gráfico 5 / Excepto por Alemania, la producción industrial es todavía débil en Europa



Fuente: Eurostat.

Gráfico 6 / EE.UU.: la drástica inyección de liquidez no logró incrementar la oferta de dinero (I)



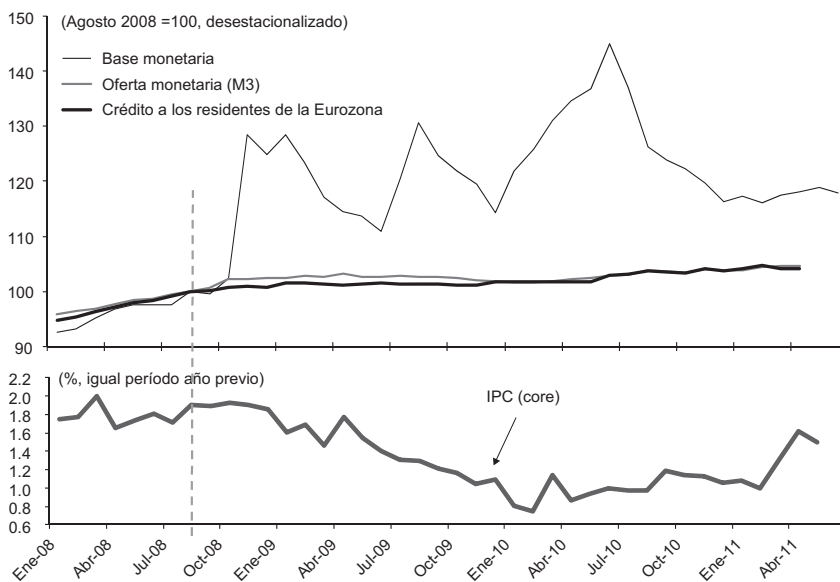
Fuente: Reserva Federal, Departamento de Comercio de EE.UU.

Nota: los ajustes por discontinuidad de los préstamos y las operaciones de leasing de bancos comerciales fueron realizados por el Nomura Research Institute.

En la universidad se aprende que estas tres variables deberían moverse juntas: si el banco central aumenta la liquidez en circulación un 10%, entonces eventualmente debería subir la oferta de dinero un 10% y el crédito al sector privado también debería crecer en el mismo porcentaje. Este mundo de los libros de texto existía antes de la caída de Lehman Brothers y en él las tres variables se movían armoniosamente juntas. Sin embargo, a partir del colapso de Lehman Brothers se puede observar que las tres variables se mueven de manera divergente y la tasa de inflación, en vez de subir, en realidad está bajando.

Lo mismo ocurrió en la Zona del Euro (ver el Gráfico 7). Si bien la base monetaria inyectada por el Banco Central Europeo aumentó, el crecimiento de la oferta de dinero (M3) ha sido muy lento. Aunque hubo un ligero incremento de la inflación en el último tiempo, la inflación subyacente todavía se encuentra en el orden del 1%. El Gráfico 8 ilustra el caso del Reino Unido. Para los japoneses resultó “divertido” ver al presidente del Banco de Inglaterra, Mervyn King, aplicando un *quantitative easing* masivo hace dos años, y diciendo: “No vamos

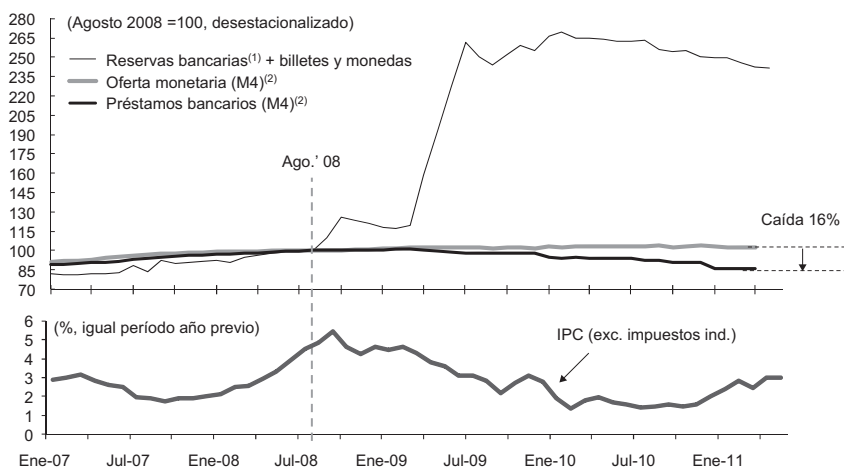
Gráfico 7 / Zona del Euro: la drástica inyección de liquidez no logró incrementar la oferta monetaria (II)



Fuente: BCE, Eurostat.

Nota: los agregados monetarios fueron desestacionalizados por el Nomura Research Institute.

Gráfico 8 / Reino Unido: la drástica inyección de liquidez no logró incrementar la oferta monetaria (III)



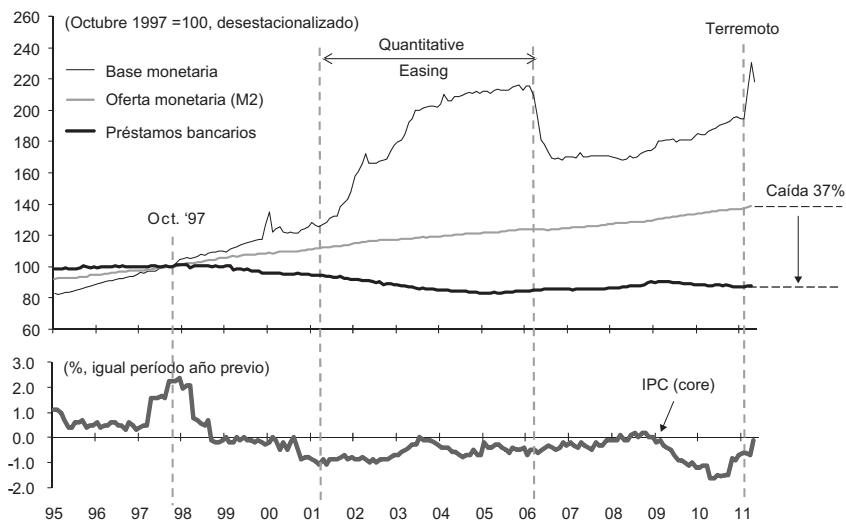
Fuente: Banco de Inglaterra, Oficina Nacional de Estadísticas (ONS), Reino Unido.

Notas: (1) Las reservas bancarias no están desestacionalizadas. (2) La oferta agregada y los préstamos bancarios excluyen a las entidades financieras intermedias.

a cometer el mismo error que los japoneses, vamos a hacerlo rápidamente, vamos a aumentar la oferta de dinero y vamos sacar a la economía del Reino Unido de este embrollo de manera acelerada”. Si bien la base monetaria efectivamente se incrementó, la oferta de dinero no creció y el crédito al sector privado en realidad bajó. Por supuesto, la economía no está mostrando un buen desempeño y el precio de la vivienda sigue cayendo.

Esto fue exactamente lo que sucedió en Japón desde octubre de 1997 (ver el Gráfico 9), mes que marcó el inicio de la crisis financiera. Fue el momento en el que colapsaron Yamaichi Securities y Hokkaido Takushoku Bank. También fue la época en la que cayó Sanyo Securities y entró en *default* en el mercado interbancario por primera vez en la historia. Cuando hizo erupción la crisis financiera, el Banco de Japón aumentó la liquidez del sistema bancario de manera significativa y, atendiendo a las presiones de personas como Paul Krugman, Ben Bernanke y muchos otros que decían: “Aumenten el *quantitative easing* y todo va a estar bien”, se incrementó la base monetaria de manera significativa. Pero la oferta de dinero creció con mucha lentitud y el crédito al sector privado en realidad bajó. Como era de esperarse, la tasa de inflación fue casi cero o por

Gráfico 9 / Japón: la drástica inyección de liquidez no logró incrementar la oferta monetaria (IV)



Nota: los préstamos bancarios fueron desestacionalizados por el Nomura Research Institute.

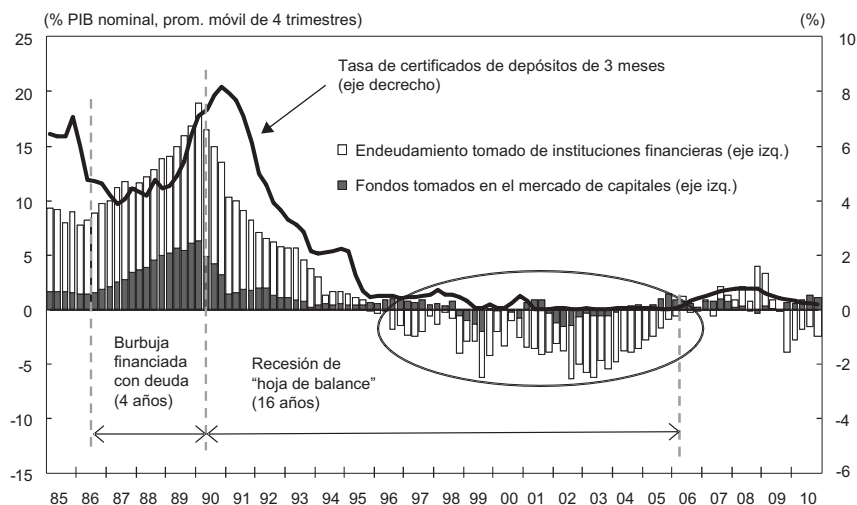
Fuente: Banco de Japón.

debajo de cero en ese período. ¿Cómo se explica este resultado? ¿Por qué este período fue tan diferente de los anteriores?

III. La recesión de balances

La explicación se encuentra en que el sector privado en cada uno de estos países se ha estado desapalancando o reduciendo su deuda al mínimo. El Gráfico 10 muestra lo ocurrido en Japón con la demanda de fondos de las empresas no financieras desde 1985. Durante el período de la burbuja, las compañías se endeudaron masivamente creyendo que iban a ganar mucho dinero invirtiendo en todo tipo de activos. Debido a que la economía funcionaba bien, el Banco de Japón subió las tasas de interés de corto plazo. La autoridad monetaria temía que la economía estuviera sobrecalentada y que se estuviera formando una burbuja. Entonces, para intentar destruir la burbuja, subió la tasa de interés de corto plazo a casi el 8%, mientras la tasa de inflación era sólo de alrededor del 3%.

Gráfico 10 / El desendeudamiento japonés con tasas de interés en cero duró 10 años (fondos tomados por el sector corporativo no financiero)



Fuente: Banco de Japón, Cabinet Office, Japón.

Luego, entre 1990 y 1991, la burbuja explotó y la demanda de fondos cayó abruptamente. Al darse cuenta de que la economía se debilitaba, el Banco de Japón llevó las tasas del 8% a casi el 0% para 1995. Después de esto la demanda de fondos siguió estando en terreno negativo, lo que significa que la gente estaba cancelando parcialmente deuda con tasas de interés cero. Nunca se aprende esto en la universidad, en las escuelas de negocios o en economía.

Se supone que las empresas no cancelan deuda cuando las tasas de interés están en cero porque resulta difícil de entender que los gerentes de esas compañías no puedan encontrar un buen uso para el dinero aunque la tasa de interés sea cero. Pero, si éste fuera el caso, las empresas deberían disolverse y devolver el dinero a los accionistas para que ellos encuentren mejores oportunidades de inversión para esos fondos. Entonces, se supone que esto no sucede, pero en Japón sucedió durante 10 años completos, de 1995 al 2005, y la razón no fue que de repente todos los gerentes japoneses comenzaron a tomar malas decisiones. Había un motivo para esta conducta y fue que todos los activos que compraron durante los tiempos de la burbuja colapsaron en valor, pero los pasivos siguieron estando en sus balances. En otras palabras, estaban en quiebra. Todo el país, todo el sector privado estaba literalmente en quiebra.

Si se analiza con mayor detenimiento, existen en realidad dos tipos de quiebra. La más común es la que se produce cuando una compañía lanza un producto y a los consumidores no les gusta. La compañía invierte más dinero en publicidad para tratar de vender esos productos, pero es en vano. Finalmente, se queda sin efectivo y quiebra. Éste es el caso típico, pero en este caso, lo que ocurre es que la sociedad no valora el producto que ofrece la compañía y la historia termina allí.

Sin embargo, hay otro tipo de quiebra. En este caso, los productos se siguen vendiendo bien, la empresa tiene un buen flujo de fondos, su tecnología, su *marketing* y su base de clientes funcionan adecuadamente. No obstante, la compañía quiebra porque cometió un error durante el período de la burbuja y sus balances pasan a estar deteriorados aunque su flujo de fondos sea sólido.

¿Qué se hace en esta situación? La respuesta es la misma sin importar la nacionalidad del gerente: se utiliza el flujo de fondos para cancelar deuda. Porque de esta manera no tiene que decirle al banco: “Lo siento, pero todos los préstamos que recibimos ahora son irregulares”, ni tampoco decirle a los accionistas: “Lo siento, pero sus acciones ahora son sólo hojas de papel”, ni tiene que decirle a los empleados: “Mañana no habrá más empleo”. Entonces, para todas las partes interesadas, lo correcto es utilizar el flujo de fondos para cancelar deuda. En algún momento el balance volverá a estar equilibrado y, entonces, la compañía podrá volver a ganar dinero otra vez. Esto es exactamente lo que estuvieron haciendo los japoneses durante 10 años enteros; todo el sector corporativo se dedicó a cancelar sus deudas.

Ahora bien, a nivel micro, esto es lo correcto. Sin embargo, ¿qué ocurre con la economía nacional cuando todas las empresas hacen esto al mismo tiempo? Si una persona está cancelando deuda o ahorrando dinero, lo más conveniente para la economía del país es que otra persona esté endeudándose y gastando el dinero para mantener el PIB. En la economía habitual habría agentes financieros que tomarían dinero de los ahorristas para prestárselo a la gente que puede usarlo mejor. Y estos agentes financieros se asegurarían de que se preste y se gaste todo el dinero ahorrado para que la economía funcione. Si hay demasiados prestatarios para los mismos fondos, las tasas de interés suben, y si son muy pocos, las tasas bajan hasta que toda la suma se tome prestada y se gaste al finalizar el día. Así es como se supone que funciona una economía.

Pero en una situación en la que todos están cancelando deuda, aún con una tasa de interés cero, surgen los problemas. La gente paga sus deudas porque tiene problemas de balance y, técnicamente, está en quiebra. En esta situación, las personas no toman préstamos a ninguna tasa de interés. Y tampoco habrá muchos prestamistas para ellos, en especial cuando los banqueros también tienen problemas de balance. Entonces, todos los fondos ahorrados, toda la deuda devuelta, entran al sistema bancario y quedan atrapados allí; no pueden salir más.

Para ilustrar esta dinámica con un ejemplo, supongamos que un hogar tiene US\$ 1.000 de ingresos y decide gastar US\$ 900. Estos US\$ 900 que gasta ya son el ingreso de otra persona que está circulando en la economía. En esta situación no hay ningún problema. Ahora bien, los US\$ 100 que el hogar decide ahorrar van al sector financiero. Este monto a menudo se presta a otra persona, que lo toma y lo gasta. Los US\$ 900 que gastó el hogar y los US\$ 100 que el prestatario gastó componen el ingreso original de US\$ 1.000. Así, la economía sigue funcionando. Cuando hay muchos prestatarios, las tasas suben, y cuando hay pocos, las tasas bajan. Éste es el mundo habitual.

Pero en el mundo del sector privado que reduce al mínimo su deuda, el hogar recibe US\$ 1.000 de ingresos, gasta US\$ 900 y decide ahorrar US\$ 100. Estos US\$ 100 quedan atrapados en el sistema financiero porque no hay nadie que quiera endeudarse incluso a una tasa de interés cero. Y las tasas no pueden ubicarse por debajo de cero. Los US\$ 900 que gasta el hogar son el ingreso de otra persona. Si esa persona que tomó los US\$ 900 dólares decide ahorrar el 10%, ¿qué sucede? Gasta US\$ 810, decide ahorrar US\$ 90, los cuales quedan atrapados otra vez en el sistema bancario porque este proceso se mantiene durante 10 años. Si no se hace nada al respecto, la economía se achicará de US\$ 1.000, a US\$ 900, a US\$ 810, a US\$ 730, rápidamente, aunque las tasas de interés estén en cero.

Esto fue lo que ocurrió en la Gran Depresión, cuando todos cancelaban deuda porque todos se habían endeudado durante el período anterior a octubre de 1929: los precios de los activos colapsaron pero los pasivos siguieron estando. Todos empezaron a pagar deuda al mismo tiempo, y del otro lado no había nadie que se endeudara o que gastara dinero. Entonces, Estados Unidos perdió el 46% de su PIB en sólo cuatro años (1929-1933).

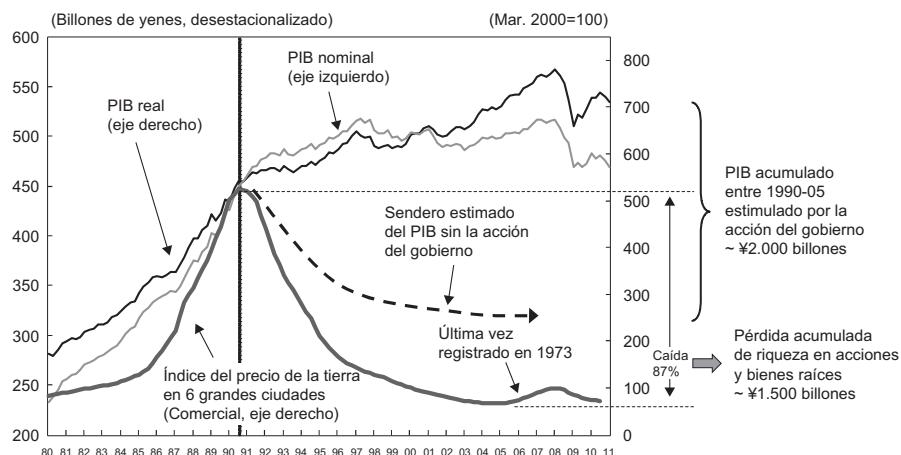
En el caso de Japón, durante algunos de los años de desapalancamiento, el desendeudamiento del sector corporativo se ubicó por encima de los 30 billones

de yenes por año, es decir, en 6% del PIB. Mientras que en el caso de los hogares, el desapalancamiento se ubicó en 4% del PIB. De esta manera, es probable que Japón haya perdido el 10% del PIB por año. Éste es exactamente el escenario de la Gran Depresión.

IV. La política fiscal como respuesta a la recesión de balances

Entonces, ¿qué ocurrió con el PIB japonés durante este período? El Gráfico 11 ilustra lo que sucedió con el PIB y los precios de los activos. En el caso japonés, a diferencia de Estados Unidos, la burbuja del precio de los activos fue impulsada por el sector inmobiliario comercial. Los precios de las propiedades comerciales lideraron la burbuja y a ellos se sumaron después los precios de las viviendas, mientras que en Estados Unidos la situación fue la inversa. Durante la década de 1980, los precios de los inmuebles comerciales llegaron a niveles muy elevados y el PIB creció marcadamente. Resulta sencillo explicar esta parte de la historia, pero lo llamativo de la experiencia japonesa es lo que sucedió después: la burbuja explotó en 1990-1991 y los precios de las propiedades comerciales empezaron a colapsar. Cayeron un 87% desde su pico, lo que refleja un panorama poco alentador para cualquier economía.

Gráfico 11 / El PIB japonés creció a pesar de la pérdida masiva de riqueza y del desendeudamiento del sector privado



Fuente: Cabinet Office, Japan Real Estate Institute.

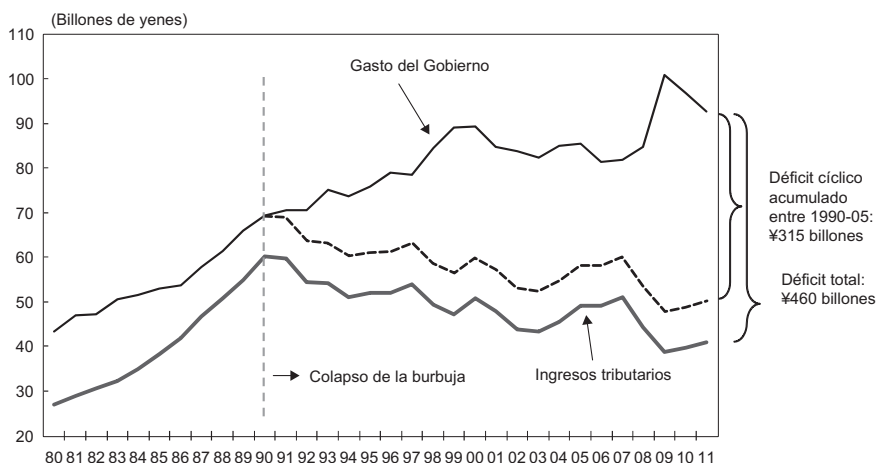
A pesar de este colapso masivo y del desendeudamiento del sector privado para tratar de sanear sus balances, el PIB de Japón nunca cayó por debajo del pico de la burbuja tanto en términos reales como nominales. ¿Cómo hizo Japón para lograr esto?

La respuesta es muy simple: el gobierno intervino. Volviendo al ejemplo anterior, el gobierno tomó prestados los US\$ 100 y los gastó. De esta forma, a los US\$ 900 de gastos de los hogares se suman ahora los US\$ 100 de gasto del gobierno, con lo cual no hay razón para que el PIB caiga. Año tras año pasó lo mismo: las familias ahorran y las compañías no tomaban deuda debido a que con la enorme caída de los precios de los activos, uno o dos años de repago de la deuda no eran suficientes. Si alguna compañía había tomado la mala decisión de haber comprado en el pico, le podía llevar hasta 20 años sanear su balance. Pero mientras siguiera teniendo un flujo de fondos positivo continuaría cancelando deuda. Esto fue lo que sucedió año tras año y el gobierno japonés, también año tras año, siguió interviniendo y tomando el dinero prestado.

Como resultado de dicha dinámica se gestó el problema de la deuda pública en Japón. El Gráfico 12 muestra el gasto público y los ingresos tributarios. Los ingresos fiscales cayeron, incluso con el PIB manteniéndose por encima del pico de la burbuja, debido a la situación de los precios de los activos. En Japón, a este gráfico se lo conoce como la “boca del cocodrilo” que, por alguna razón, se niega a cerrarse. Hay una brecha significativa entre el gasto y los ingresos fiscales y que es, por supuesto, el origen del déficit presupuestario. Si sumamos los déficits fiscales entre 1990 y 2005 (fecha en la que se detuvieron los repagos de deuda corporativa), se llega a la cifra de 460 billones de yenes, es decir, el 92% del PIB. Si bien se trata de un monto relevante, la decisión del gobierno parece acertada cuando se considera el escenario contrafáctico en el que el gobierno no hubiera tomado esta medida. ¿Qué hubiese ocurrido con el PIB japonés en dicho caso? El Gráfico 11 muestra lo que podría haber pasado con el PIB sin la participación del gobierno (línea punteada). Y este escenario puede considerarse optimista porque la cantidad de riqueza que perdió Japón debido al estallido de su burbuja fue equivalente a tres años del PIB de 1990.

Durante la Gran Depresión, el volumen de riqueza que perdieron los norteamericanos con el colapso del precio de las acciones fue equivalente a un año del PIB de 1929. Por lo tanto, Japón perdió tres veces más como resultado de la explosión de la burbuja. Con una pérdida equivalente a un año, el PIB de Esta-

Gráfico 12 / El gobierno japonés se endeudó y gastó los ahorros no prestados del sector privado para sostener el PIB



Fuente: Ministerio de Finanzas, Japón.

Nota: los datos del año fiscal 2011 incluyen el primer presupuesto suplementario.

dos Unidos cayó un 46%. Con una pérdida de riqueza equivalente a tres años, el PIB debería haberse achicado más del 46%. Pero dicha caída parece demasiado “pesimista”, con lo cual se supuso un escenario en el que el PIB vuelve al nivel de 1985 (la línea punteada del Gráfico 11), que fue el año anterior al inicio de la burbuja.

Si se compara este PIB “optimista”, dada la cantidad de riqueza perdida, con el PIB real durante el período de 15 años (es decir, la zona entre la línea del PIB real y la línea punteada del Gráfico 11), puede apreciarse que la diferencia es superior a los 2.000 billones de yenes. Entonces, básicamente, Japón gastó 460 billones de yenes de déficit total acumulado (ver el Gráfico 12) y compró un PIB equivalente a 2.000 billones de yenes, lo que parece un buen negocio, sin duda. Por supuesto que parte de este gasto se destinó a “puentes o caminos que no llevan a ningún lado”. Y los periodistas que no tenían nada mejor que hacer fueron a Japón con una lupa y descubrieron algunos proyectos que estaban mal y generaron un revuelo con este tema. Pero el punto no es cómo se gastó el dinero sino el hecho de que se gastó, porque esto fue lo que impidió que el PIB colapsara.

El punto es que si estamos en este tipo de recesión en la que el sector privado está achicando su deuda al mínimo, incluso con tasas de interés cero, el sector

privado está enfermo, muy enfermo. Frente a esta situación, si el gobierno no hubiese intervenido para tomar prestado el exceso de ahorro del sistema, todo se hubiese desplomado. Entonces, básicamente, lo que Japón demostró fue que si el gobierno interviene desde el principio con un estímulo fiscal apropiado para evitar el derrumbe del PIB, es posible mantener a la economía en funcionamiento independientemente del tamaño que haya tenido la burbuja. Si el gobierno mantiene el PIB, el sector privado tiene ingresos para sanear sus balances. Esta política debería mantenerse hasta que el sector privado termine de recomponerlos.

¿Cuánto de esta lección se entiende realmente en el contexto del G-20? Pues bien, el G-20 parece haber entendido muy bien la lección porque el Gráfico 11 fue utilizado por el Primer Ministro Japonés, Taro Aso, durante la Reunión de Emergencia del G-20 celebrada en Washington D.C., en noviembre de 2008. Taro Aso utilizó este gráfico para decir lo siguiente: “Miren, teníamos una caída del valor de los activos del 87% pero pudimos evitar que cayera nuestro PIB. El mundo nunca vivió una experiencia similar a una caída del 87% en el valor de los activos, de manera que si todos nosotros utilizamos el estímulo fiscal, deberíamos poder evitar la caída del PIB mundial”. Todo el G-20 estuvo de acuerdo. En 2009, todos los países implementaron estímulos fiscales y se evitó que la economía del mundo colapsara, lo cual fue una decisión acertada.

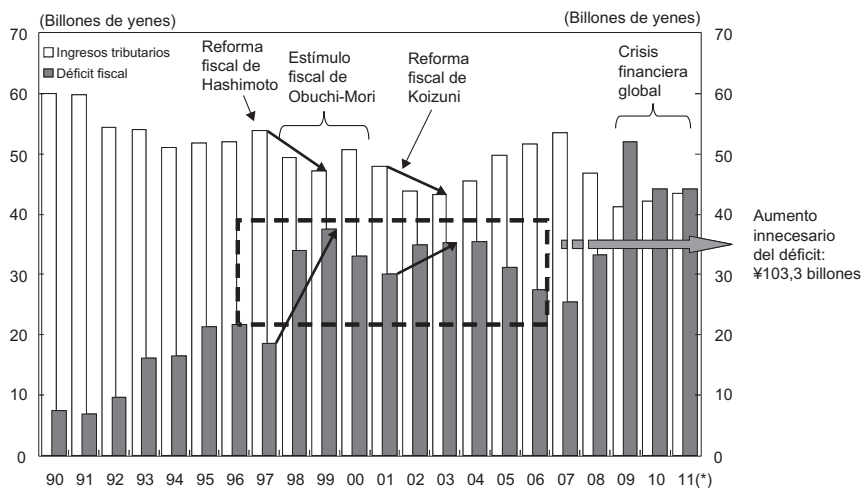
En realidad, la lección japonesa tiene dos partes. Lamentablemente, el Primer Ministro Aso probablemente no haya tenido la oportunidad de hablar sobre la segunda parte en la Reunión de Emergencia del G-20 antes mencionada. En este caso, si se observa de cerca la evolución del PIB japonés, puede apreciarse que hay dos momentos de contracción económica: 1997 y 2001. En ambas ocasiones, el gobierno japonés intentó reducir el déficit presupuestario. En el primer caso, en 1997, mi consejo como parte de los comités del gobierno que asesaban al Primer Ministro fue que el gobierno no debía recortar el déficit presupuestario porque, si lo hacía, toda la economía se desplomaría. Sin embargo, el FMI y la OCDE dijeron que Japón debía reducir su déficit presupuestario ya que sostenían que su tamaño impedía el crecimiento del PIB, que la población envejecía y que había gasto público improductivo (por ejemplo: puentes que no llevaban a ninguna parte). A pesar de mi consejo de “no recortemos ahora”, yo no era más que un economista del sector privado. Además, economistas de todo el mundo y la gente del Ministerio de Finanzas decían: “Reduzcan el déficit presupuestario”. Finalmente, eso fue lo que se hizo. Se suponía que todo el programa

de austeridad iba a reducir el desequilibrio un 3% del PIB o en 15 billones de yenes, aumentando los impuestos y recortando el gasto.

Pero, cuando se puso en marcha el plan de austeridad toda la economía japonesa colapsó. El país registró cinco trimestres de caída del PIB y no sólo no bajó el déficit presupuestario de acuerdo al programa de ajuste sino que, de hecho, aumentó (ver el Gráfico 13). En 1997 el déficit rondaba los 22 billones de yenes y se suponía que el plan de austeridad iba a reducirlo en 15 billones de yenes. Sin embargo, los ingresos fiscales cayeron porque la economía colapsó y el déficit fiscal terminó incrementándose en 16 billones de yenes.

Cuatro años después, el Primer Ministro Koizumi, un primer ministro a quien no asesoré, implementó una forma mucho más moderada de consolidación fiscal, tratando de limitar la emisión de bonos del gobierno japonés a 30 billones de yenes por año. Ahora bien, esa cifra, que representaba el 6% del PIB, era un déficit presupuestario enorme. Pero, en esa época estaba explotando la burbuja de las empresas de Internet en todo el mundo, la economía se debilitaba y ni siquiera 30 billones de yenes eran suficientes para sostener la actividad económica. A pesar

Gráfico 13 / Las prematuras reformas fiscales de 1997 y 2001 debilitaron la economía, redujeron los ingresos fiscales e incrementaron el déficit fiscal



Fuente: Ministerio de Finanzas, Japón.

Nota: (*) corresponde al año fiscal, estimado por el Ministerio de Finanzas de Japón.

de eso, se propuso respetar ese límite. Como resultado de ello, la economía colapsó, cayeron los ingresos fiscales y el déficit presupuestario volvió a subir. A Japón le llevó diez años remontar estos errores, con un enorme y, a mi modo de ver, innecesario déficit presupuestario adicional.

Entonces, cuando una economía está experimentando este tipo de recesiones, lo último que hay que hacer es una consolidación fiscal, porque lo único que se consigue es empeorar cada vez más la situación. Si el gobierno hace un ajuste fiscal mientras el sector privado sigue desendeudándose con tasas de interés en cero, primero colapsa la economía, después caen los ingresos fiscales y, por último, aumenta el déficit presupuestario. Parece que casi nada de esta dinámica es entendida hoy en día en el mundo.

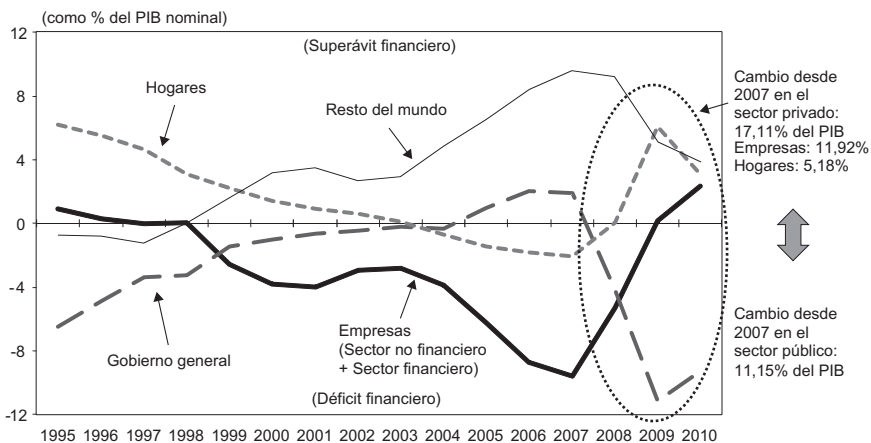
V. ¿Cómo respondió la política fiscal a la presente crisis?

Comenzando por España, el Gráfico 14 muestra los datos sobre los flujos de fondos de ese país para cuatro sectores: resto del mundo, los hogares, el gobierno y el sector corporativo. Por encima de cero, el “superávit financiero” indica que el sector está ahorrando dinero; por debajo de dicho valor, el “déficit financiero” indica que el sector está endeudándose e invirtiendo dinero. De esta forma, los resultados de los cuatro sectores deberían sumar cero. Entonces, el gráfico muestra qué sector de la economía española estaba tomando deuda y qué parte estaba ahorrando en cada uno de estos años.

En el caso del gobierno, puede notarse que durante los días de la reciente burbuja el gobierno estaba por encima de cero, lo que implica que tenía excedente financiero y presupuestario. Al estallar la burbuja, el gobierno pasó a registrar un gran déficit presupuestario, que llegó a alrededor de 10% del PIB. Considerada de manera aislada la situación lucía muy complicada (algunos podrían decir: “¡España está en quiebra!”), pero si observamos lo que venía pasando con el sector privado español, el escenario cambia por completo.

Tanto los hogares como el sector corporativo de España estaban tomando préstamos e invirtiendo dinero en los días de la burbuja. Al explotar, la gente se dio cuenta de que tenía que sanear sus balances y, tanto el sector corporativo como los hogares, pasaron a registrar un superávit financiero, es decir, que en lugar de tomar deuda e invertir, el sector privado español decidió utilizar todo su

Gráfico 14 / España: el superávit financiero del sector privado creció más que el déficit del gobierno (superávit y déficit financiero por sector)



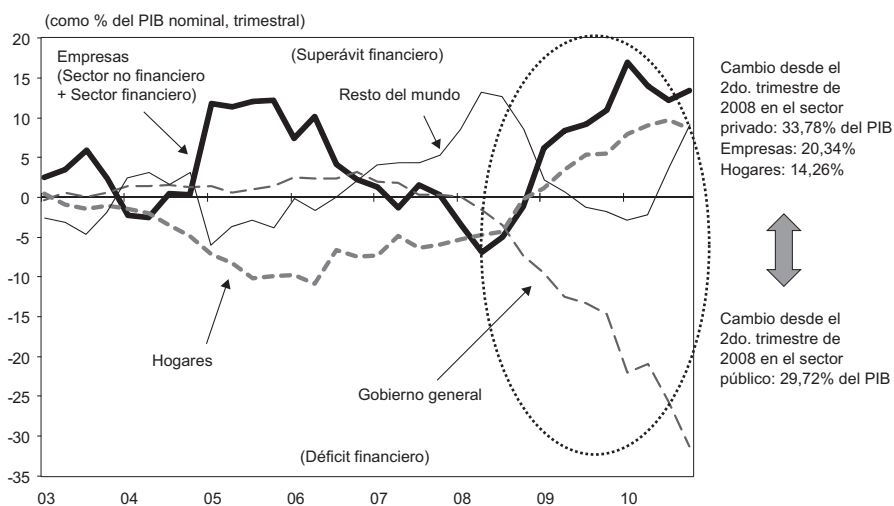
Fuente: Banco de España y el Instituto Nacional de Estadísticas de España (INE), y Eurostat.

flujo de fondos para cancelar deuda. El incremento acumulado del ahorro de ambos sectores desde 2007 fue de más de 17 puntos porcentuales del PIB. De esta manera, si no se hacía nada con esa situación, el PIB se hubiera contraído un 17%.

En este contexto, el gobierno aumentó su déficit presupuestario en 11 puntos porcentuales del PIB. De esta forma, de la brecha deflacionaria de 17% del PIB generada por el sector privado, el gobierno intervino y tomó prestado un 11% del PIB, y lo volcó a la corriente de ingresos. Sin embargo, dicho monto fue inferior a la contracción del gasto del sector privado, con lo cual no sorprende que hoy España registre un índice de desempleo del 21%, lo que representa prácticamente un escenario de depresión.

La situación en Irlanda luce aún peor (ver el Gráfico 15). El gobierno registraba superávit durante los días de la burbuja pero luego cayó en un déficit profundo. Al analizar al sector privado, podemos observar que estaba haciendo exactamente lo opuesto: ahorros masivos para sanear sus balances. Este aumento de los ahorros del sector privado (sector corporativo y hogares) representó casi el 34% del PIB, contra un aumento del déficit gubernamental de alrededor de 30% del PIB. Si bien es cierto que el déficit presupuestario es grande, no es lo

Gráfico 15 / Irlanda: el superávit financiero del sector privado creció más que el déficit del gobierno (superávit y déficit financiero por sector)



Nota: se utilizaron promedios móviles de 4 trimestres, finalizando en el 4to. trimestre de 2010.

Fuente: Banco Central de Irlanda y Oficina Central de Estadísticas, Irlanda.

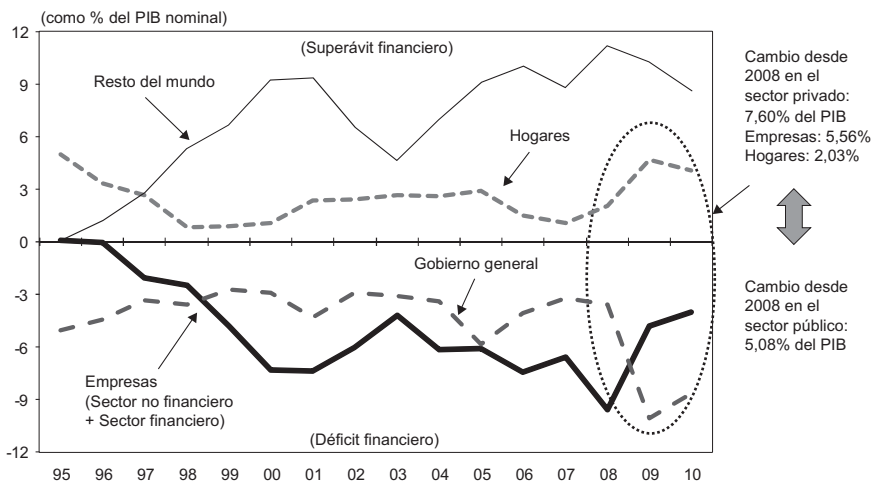
suficientemente grande como para compensar lo que viene ocurriendo con el sector privado. De hecho, el PIB irlandés ya está casi un 20% por debajo de su pico.

Lamentablemente, por alguna razón todos le están prestando atención y se muestran muy preocupados por la situación del gobierno y muy pocos tienen en cuenta lo que ocurre con el sector privado. Pero en este tipo de recesiones de balances, el fuerte aumento de los ahorros del sector privado es lo que provoca la situación recesiva. En estos casos, el gobierno sólo intenta evitar que la situación empeore.

Lo mismo está ocurriendo en Portugal (ver el Gráfico 16). El gobierno portugués tenía déficit presupuestario, incluso durante los buenos tiempos, lo cual no resulta aconsejable. Pero también podemos observar que el sector privado aumentó sus ahorros considerablemente después de la crisis.

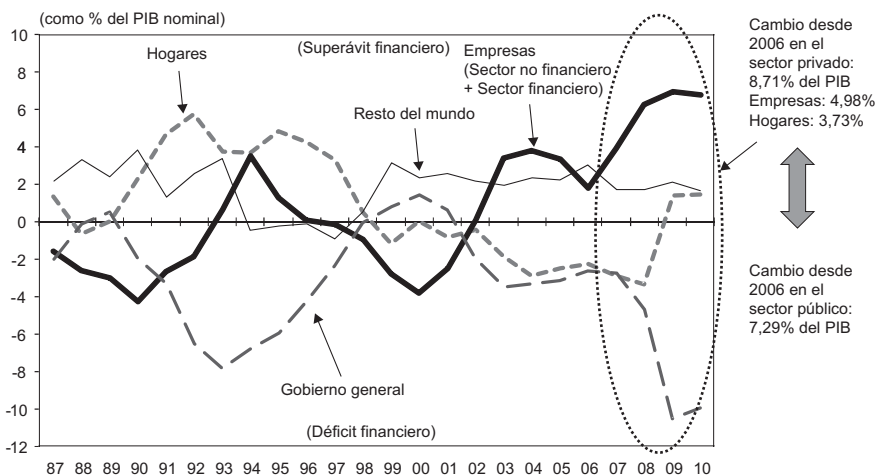
El Reino Unido muestra el mismo patrón de aumento significativo de los ahorros del sector privado después de la explosión de la burbuja (ver el Gráfico 17). El gobierno aumentó el déficit en 7,3 puntos porcentuales del PIB desde

Gráfico 16 / Portugal: el superávit financiero del sector privado creció más que el déficit del gobierno (superávit y déficit financiero por sector)



Fuente: Banco de Portugal, Instituto Nacional de Estadística, Portugal, y Eurostat.

Gráfico 17 / Reino Unido: el superávit financiero del sector privado creció más que el déficit del gobierno (superávit y déficit financiero por sector)

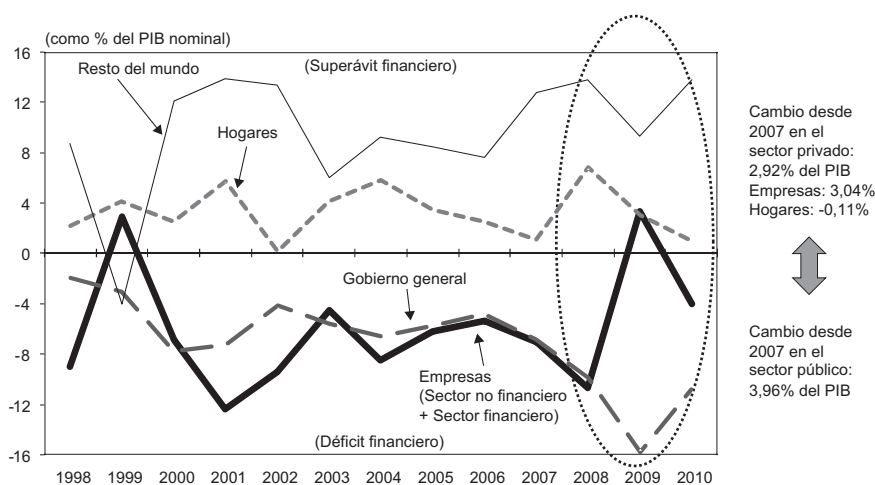


Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas, Reino Unido.

2006, mientras que el sector privado incrementó su superávit en 8,7 puntos porcentuales del PIB. Si bien el déficit presupuestario es grande, no resultó lo suficientemente abultado como para estabilizar su economía. No es una coincidencia entonces que el desempeño de la economía del Reino Unido no sea bueno y que los precios de la vivienda sigan cayendo. En cuanto a Italia, no ha habido mucho movimiento ni en un sentido ni en el otro, quizás porque no participó tanto de la burbuja y esto explica por qué los resultados financieros de los distintos sectores de la economía no sean tan diferentes después de la burbuja.

En el caso de Grecia (ver el Gráfico 18), la situación es bastante distinta a la del resto de Europa porque ya tenía un gran déficit presupuestario, que creció aún más en los últimos tiempos. Aunque hubo algunos cambios en el sector privado para desendeudarse, no fueron suficientes para cubrir lo que estaba sucediendo en el frente del gobierno. Para complicar aún más las cosas, Grecia no estaba informando las cifras correctas hasta que llegó el nuevo gobierno. La combinación de ambas cosas, que el sector privado no esté generando ahorros suficientes y que el gobierno esté publicando información errónea, hizo que Grecia esté en

Gráfico 18 / Grecia: el aumento en el ahorro del sector privado no es suficiente para cubrir el deterioro del déficit del gobierno (superávit y déficit financiero por sector)



Fuente: Banco de Grecia, Eurostat.

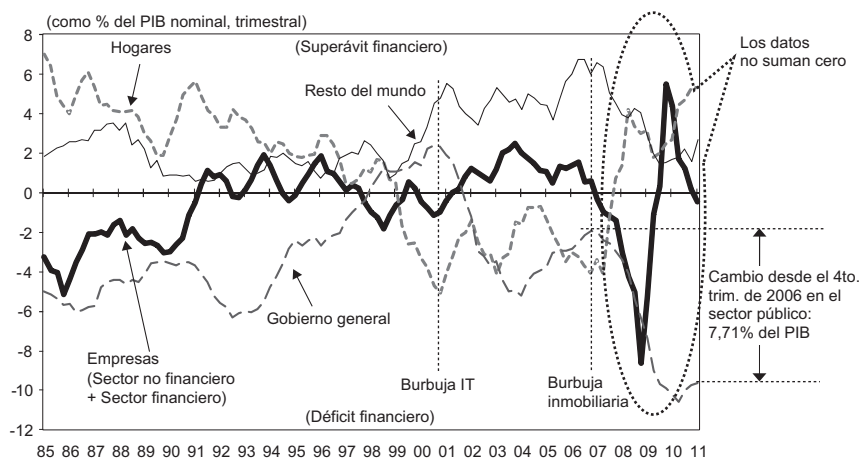
una situación diferente a la del resto de Europa. Por eso, en este caso tendrán que hacer ajustes fiscales, quizás una drástica consolidación fiscal, para ganarse la confianza del mercado y compensar la escasez de ahorro a nivel interno.

Pero en el caso del resto de Europa, ir a una consolidación fiscal porque no quieren estar en la misma situación que la de Grecia sería un enorme error. Si intentaran reducir el déficit mientras el sector privado se desendeuda, estarían cometiendo el mismo error que cometió Japón en 1997 o, para el caso, Estados Unidos en 1937. Para 1937, el PIB de Estados Unidos casi había recuperado el nivel de 1929, y el Presidente Roosevelt pensó: "Dado que la economía está bien, ahora podemos reducir el déficit". Pero al intentar recortar el gasto, la economía colapsó una vez más y prácticamente hizo falta el ataque japonés a Pearl Harbor para sacar otra vez al país de un grave problema.

En la actualidad, la situación en Estados Unidos parece bastante confusa (ver el Gráfico 19). Además, la suma de los resultados financieros de los sectores no llega a cero, especialmente durante los años posteriores a la caída de Lehman Brothers, lo cual es bastante problemático si se quiere realizar este análisis de recesión de balances. La explicación de los expertos de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal en Washington, que confeccionan estas estadísticas, es que debido a la crisis financiera no pueden obtenerse buenas cifras del sector privado (hogares y empresas) para los últimos tres años. Entonces, su sugerencia fue: "Por favor, espere dos años porque en ese momento vamos a tener números reales y no estimaciones". Sin embargo, los hacedores de política y los analistas del mercado no pueden esperar ese tiempo para la toma de decisiones. El Gráfico 20 muestra el problema: el resultado financiero del sector privado calculado directamente de las cuentas de los hogares y empresas debe coincidir con la estimación del resultado del sector privado como residuo de los resultados del gobierno y del resto del mundo, ya que los cuatro sectores deben sumar cero.

Sin embargo, estas cifras rara vez suman cero, y la discrepancia aumenta más recientemente, especialmente en 2009. Entonces, pregunté a los que confeccionan estas estadísticas qué ocurrirá con estas estimaciones cuando se corrijan los números en el futuro. Su respuesta fue que la estimación directa del resultado del sector privado se acercará a la estimación residual realizada con los datos del gobierno y el resto del mundo. Esto se debe a que para obtener esta última estimación, se necesitan sólo dos números: el déficit presupuestario

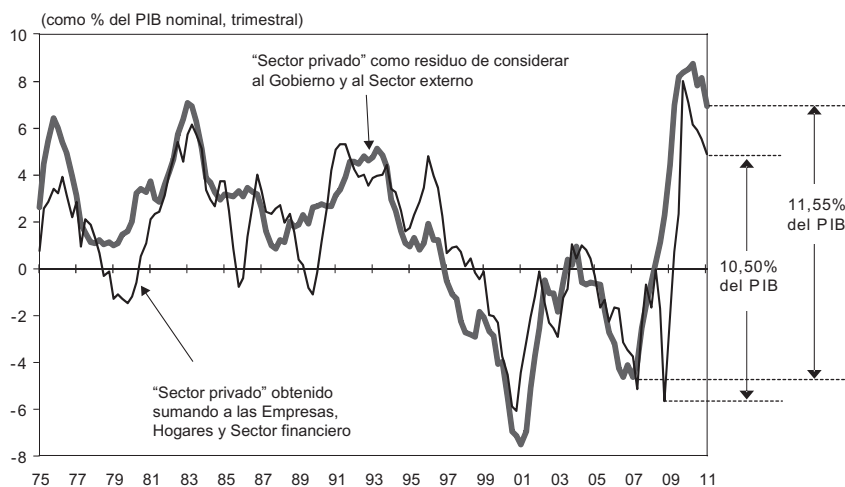
Gráfico 19 / Los datos de flujos de fondos de EE.UU. posteriores a 2008 son poco informativos (superávit y déficit financiero por sector)



Nota: los datos corresponden a promedios móviles de 4 trimestres, finalizando en el 1er. trimestre de 2011.

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

Gráfico 20 / Los datos de flujos de fondos de EE.UU. posteriores a 2008 son poco informativos debido a la significativa discrepancia entre las dos definiciones de “sector privado”



Nota: los datos corresponden a promedios móviles de 4 trimestres, finalizando en el 1er. trimestre de 2011.

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

y el déficit comercial. Estos números están disponibles todos los meses y no se los corrige mucho porque no dependen demasiado de estimaciones. En cambio, para obtener la estimación directa del resultado financiero de hogares y empresas resulta necesario analizar todas las categorías de activos y pasivos financieros en poder del sector privado, ver su comportamiento, etc., lo cual es más complejo. Pero si esto es así, significa que el sector privado norteamericano se está desendeudando en el orden del 12% del PIB, o sea que ocupa el tercer lugar, después de Irlanda y España.

En consecuencia, no es el momento para que Estados Unidos reduzca el déficit presupuestario. El hecho de que esto esté sucediendo con tasas de interés cero significa que los balances del sector privado norteamericano deben sanearse con urgencia. Lamentablemente, la política norteamericana es muy caótica y hasta el Presidente Obama está presionado para hacer algo con respecto al déficit presupuestario. Considero esto muy desafortunado ya que el estímulo fiscal masivo del paquete de 2009 fue la medida correcta. Fue precisamente este estímulo lo que mantuvo en funcionamiento a la economía hasta hace muy poco.

Pero, el paquete fiscal está llegando a su fin y esto coincide con la debilidad económica reciente. Entonces, hace falta renovar el estímulo, pero muy pocas personas en Estados Unidos comprenden realmente este mecanismo de recesión de balances. Sin embargo, si comparamos la situación con la de Europa, donde de lo único sobre lo que se habla es de reducir el déficit presupuestario, puede asegurarse que Ben Bernanke y Austan Goolsbee (presidente del Consejo de Asesores Económicos de la Casa Blanca - CEA) son conscientes de este riesgo. En julio pasado, tuve la oportunidad de testificar frente al Congreso norteamericano con Ben Bernanke durante la Declaración Humphrey Hawkins, testimonio que presta el presidente de la Reserva Federal dos veces por año ante el Congreso. Fui invitado a ese evento como testigo del sector privado.

Los diputados republicanos, creyendo que Bernanke es uno de ellos, no dejaban de preguntarle: “¿No ha llegado el momento de recortar el déficit presupuestario? Porque no queremos dejarle ninguna deuda a nuestros nietos, ¿no es cierto?” Algunos de esos alegatos fueron muy emotivos. No obstante, el Presidente de la Reserva Federal siguió diciendo que “no”. Dijo que podía pensarse en un plan a largo plazo para reducir el déficit pero que hacerlo rápidamente ahora podría descarrillar la frágil recuperación. Esto fue muy distinto a lo que solía decir antes. Hace un año y medio afirmaba que el estímulo fiscal inicial había

cumplido su parte para poner en marcha a la economía y que había llegado el momento de reducir el déficit fiscal porque la Reserva Federal debería poder mantener a la economía nacional en funcionamiento, pero ya no lo dice más.

Durante el receso, dado que nos sentaron juntos en la misma sala de espera, me acerqué a Ben Bernanke y le mostré mi libro. Para mi sorpresa dijo que ya lo había leído y agregó: “La explicación sobre Japón fue muy útil”. Y todos sus comentarios desde principios de 2010 sugieren que entiende bien el riesgo de la recesión de balances. Por su parte, Goolsbee, presidente del CEA, también dijo que conocía mis argumentos y le había pedido a su personal que leyera mi libro. Así que, al menos en Estados Unidos, parte de los hacedores de política están empezando a entender este tipo de riesgo y se dan cuenta de que no se trata de una recesión común.

Por desgracia, en los niveles más altos del gobierno norteamericano no comparten esta idea, y me estoy refiriendo al Presidente Obama, quien todavía sigue hablando de reducir el déficit presupuestario, una medida desafortunada en mi opinión. Por supuesto que este concepto de recesión de balances todavía no se enseña en las universidades. En consecuencia, el Presidente Obama quizá llegó a la conclusión de que no sería conveniente confundir al público con este nuevo concepto. Aunque muchas personas del sector financiero ahora lo conocen y lo utilizan, todavía no es parte del conocimiento general del ciudadano común. Y, por supuesto, los ciudadanos comunes superan por amplio margen a quienes integran los círculos de política y finanzas que entienden el peligro de una recesión de balances.

Entonces, en mi viaje hacia la Argentina, hice una escala en Washington y conversé con un funcionario de la Casa Blanca. Insistí en que debía aconsejar al presidente para que saliera a decirle a los norteamericanos que el país había contraído una enfermedad diferente, que la recesión actual no es un resfrío común sino una neumonía. A menos que lo haga, la gente común seguirá creyendo que la recesión es sólo un resfrío común con algunas complicaciones menores. Cuando descubran el alto costo del tratamiento médico (que es el déficit presupuestario) seguramente se sentirán molestos y dirán: “Puedo ir a la farmacia a comprar Paracetamol o algo por el estilo y con esto voy a estar bien. ¿Por qué tengo que pagar tanto por el tratamiento médico si lo que tengo es un resfrío común?”. Esto es exactamente lo que ocurrió con la elección de mitad de mandato cuando la moción de consolidación fiscal de los Republicanos logró imponerse.

En cambio, cuando la gente tome conciencia de que tiene neumonía y de que su factura por servicios médicos es tan alta porque el doctor viene tratando esta enfermedad complicada que pone en riesgo la vida, el debate sobre la política va a cambiar. Si todos los síntomas coinciden con el de la neumonía, los ciudadanos entenderán que los medicamentos de venta libre no son suficientes y que necesitan ayuda especializada. Cuando lo entiendan, creo que el estímulo fiscal va a ser más aceptado.

Por supuesto que siempre hay gente que no acepta la importancia del estímulo fiscal, ni siquiera cuando la evidencia es abrumadora. Pero, el ciudadano común, una vez que el presidente explique que se trata de una enfermedad diferente, es muy probable que diga: "Tiene sentido. Si todos están cancelando deuda y nadie está solicitando préstamos porque hay problemas en los balances, entonces la economía se contraerá a menos que el gobierno intervenga y haga lo opuesto de lo que hace el sector privado". El presidente debería, lógicamente, acordar con los Republicanos el recorte del déficit una vez que el sector privado esté saludable y mire hacia el futuro con grandes ideas de inversión. Pero hoy el sector privado está desendeudándose a tasas de interés del 0%, lo que significa que está "muy enfermo" y necesita la ayuda del gobierno. Una vez que el debate de política se encamine de este modo, hasta a los Republicanos les va a resultar difícil oponerse al estímulo fiscal, porque los datos muestran que el sector privado se está desendeudando a una tasa de interés cero.

La verdad es que no sé si este funcionario habló con el Presidente Obama sobre mis propuestas. Pero éste es el tipo de esfuerzo que hay que hacer para educar a la gente; enseñar que hay dos tipos de recesión, la común y la recesión de balances. Esta última sólo se produce después de la explosión a nivel nacional de una burbuja del precio de los activos que se financió con deuda. Y el estímulo fiscal debe utilizarse sólo en este tipo de recesión. Todas las otras deberían resolverse con política monetaria. Además, la recesión de balances no es muy frecuente porque tampoco es frecuente que un país tenga una burbuja del precio de los activos financiada con deuda a nivel nacional. Es muy probable que la próxima vez que ocurra todos nosotros estemos muertos, porque mientras estemos vivos no vamos a cometer el mismo error con las burbujas, de manera tal que la próxima recesión de este tipo podría llegar a producirse dentro de 30 o 40 años. Esto significa que el gobierno tiene entre 30 y 40 años para sanear sus balances después de que el sector privado haya recompuesto los suyos.

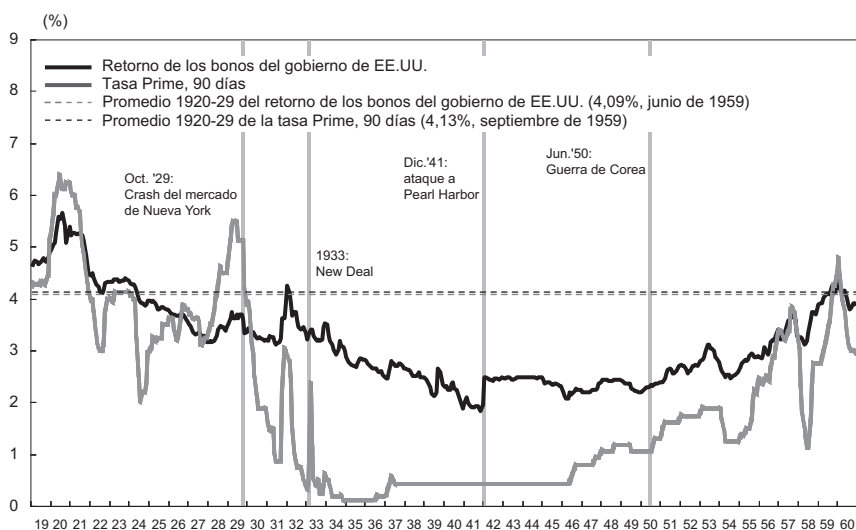
VI. El final de la recesión de balances y el “problema de salida”

Pero, ¿y Japón? El punto clave de su situación actual es que los balances corporativos japoneses son los más limpios del mundo. Casi la mitad de las empresas japonesas, compañías que cotizan en bolsa, no tienen ningún tipo de deuda, y realmente muestran un muy buen desempeño. Pero hay un problema: después de pasar 15 años cancelando deuda, los agentes económicos dicen: “Nunca más. No quiero volver a endeudarme, no quiero volver a ver a los banqueros”. Y esto es precisamente lo que ocurre cuando la gente vive una experiencia de saneamiento de los balances.

Los norteamericanos que vivieron la época de la Gran Depresión y los niños que vieron a sus padres luchar y esforzarse durante esos tiempos nunca pidieron préstamos a lo largo de su vida. El trauma de la deuda puede ser así de grave. Y ahora puede verse este mismo trauma en Japón. Aunque los bancos japoneses son proclives a prestar y las tasas de interés son las más bajas de la historia, las compañías consideran que ya fue suficiente con esa experiencia y no están dispuestas a volver a pedir dinero prestado. Como resultado de esto, aun cuando los balances están saneados, Japón enfrenta lo que puede denominarse el “problema de la salida”, cuyo desafío es superar este trauma respecto de las deudas. El problema de entrada, que Estados Unidos y Europa enfrentan hoy, presenta el desafío de recomponer los balances. Cuando se está en esta situación no hay dos opciones, porque el sector privado tiene que sanear sus balances. Pero el problema de salida es qué hacer cuando los balances ya están saneados, ¿volverán a pedir un préstamo o no?

El Gráfico 21 muestra lo que ocurrió con las tasas de interés norteamericanas después de la Gran Depresión. En la década de 1920 las tasas de interés registraron grandes fluctuaciones, tanto las de corto como las de largo plazo. El promedio para ambas tasas en dichos años fue de 4,1%. Luego llegó la Gran Depresión. Las tasas de interés cayeron de manera abrupta y a Estados Unidos le llevó 30 años, hasta 1959, volver a tener tasas del 4%, porque el sector privado dijo “nunca más, no queremos volver a pedir un préstamo”. Durante esos 30 años hubo tres expansiones fiscales masivas: las políticas del *New Deal*, la astronómica expansión fiscal durante la Segunda Guerra Mundial y la expansión de la Guerra de Corea. Pero incluso con estas enormes expansiones fiscales, las tasas de interés recién empezaron a subir a fines de los años 50. Esto demuestra la dimensión del trauma que sufrió el sector privado con respecto a

Gráfico 21 / El “problema de la salida”: a EE.UU. le llevó 30 años normalizar la tasa de interés luego de 1929 debido a la aversión al endeudamiento del sector privado

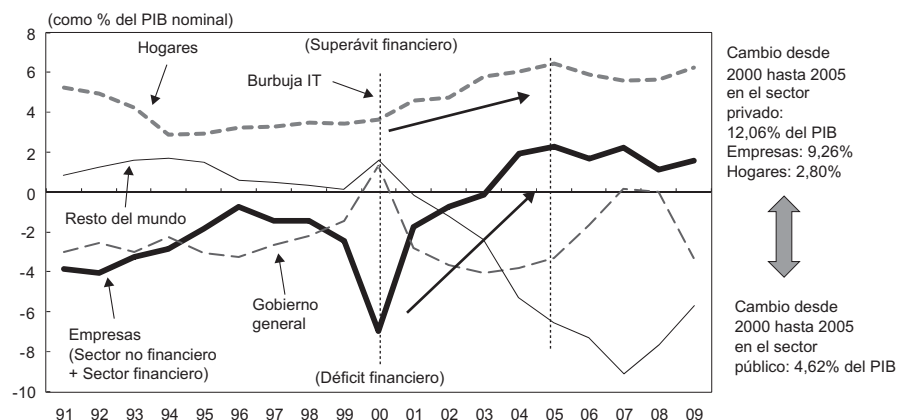


Fuente: FRB, Banking and Monetary Statistics 1914-1970 Vol. 1, pp. 450-451 y 468-471, Vol. 2, pp. 674-676 y 720-727.

tomar deuda y a gastar dinero. Y cualquier norteamericano que tenga la edad suficiente recordará seguramente que hasta 1985 casi todos los pagos de intereses eran deducibles de impuestos, independientemente de que se tratara de un préstamo de tarjeta de crédito, un préstamo prendario, un préstamo de usuarios, cualquiera fuera el caso. La razón de estas facilidades impositivas era que el gobierno necesitaba alentar a los norteamericanos a endeudarse, y éste es el desafío que hoy enfrenta Japón.

Y es, en realidad, el mismo desafío que enfrentan los alemanes. Alemania entró en una recesión de balances después de la burbuja que ellos denominaron la “burbuja de las telecomunicaciones”, que explotó en el año 2000. Todos se enloquecieron con el mercado bursátil durante esta burbuja y cuando colapsó, el sector corporativo, que había estado endeudándose en grandes sumas de dinero durante la burbuja, decidió cancelar deuda. Como puede verse en el Gráfico 22, el sector corporativo siguió ahorrando aun cuando los balances corporativos ya estaban bastante saneados para el año 2005. Por su parte, los hogares alemanes también decidieron aumentar sus ahorros. Por lo tanto, en Alemania, tanto los hogares como el sector corporativo están pagando deuda o ahorrando dinero,

Gráfico 22 / El “problema de la salida”: el sector privado alemán se negó a endeudarse luego de la “burbuja de las telecomunicaciones” de 1999-2000 (superávit y déficit financiero por sector)



Fuente: Deutsche Bundesbank, Oficina Federal de Estadísticas de Alemania.

Nota: ajustado por la aceptación de la deuda de Treuhand por parte del Fondo de Pasivos Heredados en 1995.

lo cual es muy poco saludable. Por esta razón, los bancos alemanes no tuvieron otra opción más que comprar activos de algún otro lugar, ya sea títulos *sub-prime* de Estados Unidos o bonos del gobierno de Grecia o de Irlanda. Asimismo, debido a las limitaciones que establece el Tratado de Maastricht, el gobierno sólo puede endeudarse hasta el 3% del PIB, lo que dista mucho de ser suficiente para absorber los ahorros generados en el sector privado. Por lo tanto, el resto del dinero tuvo que salir del país y es así como sus bancos cayeron en los problemas que enfrentan hoy.

VII. Conclusiones

Entonces, en los casos de Alemania y Japón el problema es cómo superar este trauma que genera la deuda (el problema de la salida). Para el resto del mundo, el desafío se encuentra en cómo mantener el estímulo fiscal para que el sector privado tenga ingresos para cancelar deuda y sanear sus balances. Una vez saneados, y después de que el sector privado esté dispuesto y pueda endeudarse, entonces el gobierno debería reducir su déficit presupuestario. Y hay mucho tiempo por delante para reducir la deuda pública porque la próxima vez que pase algo similar a esto todos nosotros estaremos muertos. Sin embargo, el

desafío actual es sanear los balances porque nada podrá avanzar hasta que el sector privado recupere la buena salud. En este preciso momento, Estados Unidos y Europa no están yendo en la dirección correcta. En este sentido, la dirección del debate político a favor de la consolidación fiscal no genera un panorama muy optimista. Si estas economías se debilitan debido a la austeridad fiscal, quizá la gente llegue a comprender que la política fiscal era útil después de todo.