

LA GRAN  
DESACELERACIÓN  
ECONÓMICA MUNDIAL  
2011 - 2015

Documento de Discusión  
CIUP

DD1804

Agosto, 2018

**Carlos Parodi Trece**  
*Profesor e investigador del CIUP*  
[parodi\\_caj@up.edu.pe](mailto:parodi_caj@up.edu.pe)



**UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO**  
CENTRO DE INVESTIGACIÓN

*Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor y no expresan necesariamente aquellas del Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico o de la Universidad misma.*

*The opinions expressed here in are those of the authors and do not necessarily reflect those of the Research Center of the Universidad del Pacífico or the University itself.*

# LA GRAN DESACELERACIÓN ECONÓMICA MUNDIAL 2011-2015<sup>1</sup>

**Carlos Parodi Trece**  
**Universidad del Pacífico**  
**Centro de Investigación**  
[parodi\\_caj@up.edu.pe](mailto:parodi_caj@up.edu.pe)

**Códigos JEL: E44, E52, E58, E65, F43**

## **Resumen Ejecutivo**

La economía mundial entre 2011 y 2015 atravesó por una desaceleración conjunta, tanto de la producción como del volumen del comercio. Diversas teorías se han presentado como explicaciones. La teoría del estancamiento secular, basada en una idea de los años treinta del siglo anterior, sostiene que las causas nacieron antes de la crisis financiera de 2008 y por ende son estructurales; la recesión de balances es una teoría que señala que la causa central está relacionada con las secuelas de la crisis de 2008. Ambas coinciden en que el problema central que explica la desaceleración es la insuficiencia crónica de demanda. El presente documento tiene como objetivo describir con detalle el fenómeno, explicarlo a partir de la información disponible, como por ejemplo, las respuestas de los bancos centrales, e intentar calzar los con las teorías mencionadas, tanto en los Estados Unidos, como en China y la eurozona.

---

<sup>1</sup> El documento de trabajo fue presentado en el Congreso anual de la Asociación Peruana de Economía en Piura, el 3 de agosto de 2018.

## **La Gran Desaceleración Económica Mundial 2011-2015**

### **I. La “Confusión” económica mundial**

La primera crisis financiera internacional del siglo XXI, que estalló en setiembre de 2008, fue seguida por un período de confusión en la teoría económica. En un principio se pensó que las reducciones en la tasa de interés unidas a los programas de inyección de liquidez eran suficientes para recuperar el ritmo de crecimiento mundial previo a la crisis. En la realidad nada de eso resultó siendo cierto.

¿Cuáles fueron los hechos? En primer lugar, luego de una caída en 2009 y rebote en 2010, la economía mundial se sumió en un proceso de desaceleración hasta 2016, cuya manifestación fue el crecimiento cada vez más lento, tanto del PIB como del comercio mundial. En segundo lugar, aun con las tasas de interés en cero y una enorme cantidad de liquidez, la inversión no aumentó a los ritmos deseados ni tampoco la inflación. La inversión no reaccionó a las tasas de interés ni la liquidez disponible causó inflación, sino por el contrario, aparecieron signos de deflación.

Surgió así una etapa de “no saber qué hacer”. El único antecedente de una crisis con una magnitud y alcance similar, fue la Gran Depresión de los años treinta, caracterizada por una lenta recuperación de los años subsiguientes. A pesar de ello, se esperaba tener más luces sobre cómo enfrentar y sostener una recuperación post crisis, pues de algo debían haber servido los ochenta años que mediaron entre la Gran Depresión y la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. Lo que queda claro es que las recuperaciones en los períodos post crisis son lentas.

Sin lugar a dudas, resulta fácil encontrar culpables y sostener que se debió hacer lo que no se hizo o que el “modelo” es el culpable, como causa y consecuencia; lo difícil es intentar mayor neutralidad en la comprensión de por qué ocurrió la desaceleración económica posterior, minimizando los juicios de valor.

En síntesis, las economías y el comercio mundial experimentaron una desaceleración tras la crisis a pesar de los estímulos económicos para que ello no ocurriera. Y eso hay que explicarlo.

### **II. Economías Emergentes: ¿el nuevo motor?**

Uno de los cambios más importantes, en parte como consecuencia de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI, fue el aumento del “peso” de las economías emergentes, dentro de la economía mundial. Lo curioso de la afirmación anterior, sobre la que muy pocos pueden dudar, es que no existe una definición consensuada sobre el significado de “emergente”. De hecho, si existe un grupo de economías clasificadas como emergentes es porque hay otras que no son emergentes.

Desde que el adjetivo fue acuñado por Antoine Van Agtmael en 1981, no existen parámetros medibles que diferencien a un grupo de otro, lo que origina cierto grado de arbitrariedad en cualquier clasificación. El FMI divide a las economías en dos grupos: por un lado, avanzadas (39) y por otro, emergentes y en desarrollo (154). Sobre la clasificación señala lo siguiente: “This classification is not based on strict criteria, economic or otherwise, and it has evolved over time”. The groups of emerging markets and developing economies included all those that are not classified as advanced economies”. (FMI 2017:220)

Mody (2004:4) caracteriza a las economías emergentes a partir de cuatro criterios. En primer lugar, muestran un alto grado de inestabilidad y de transición, tanto en aspectos económicos, como políticos, sociales y demográficos. En segundo lugar, suelen asumir un compromiso en cierta dirección de una política económica, pero no tienen la credibilidad suficiente para sostener su implementación. En tercer lugar, no tienen un marco institucional sólido. En cuarto lugar y como consecuencia, las soluciones a dificultades concretas suponen compromisos institucionales, no siempre fáciles de lograr. A pesar de ellas, el término emergente alude a economías que tienen períodos de crecimiento económico rápido, que permite que se eleve su participación en la producción y comercio mundial. Fan (2008:354) sostiene lo siguiente: “Emerging market is a broad term which may refer to a country that is involved in political, social, and economic evolution and which is experiencing a rapid economic growth”.

Otra forma de verlo es como aquellos países que se encuentran en un proceso de transición entre economías “en desarrollo” y “avanzadas”, pues están en algún punto intermedio entre ambas. En 2017, las diez economías emergentes más grandes fueron, Brasil, China, India, Rusia, Turquía, México, Argentina, Indonesia, Polonia y Corea. Las cuatro primeras se conocen bajo el acrónimo BRIC, a las que a veces se suma Sudáfrica; por América Latina, además de Brasil, México y Argentina, se suele incluir a Colombia, Chile y Perú.

Veamos algunos datos generales. El cuadro 1 muestra la evolución del PIB y de las exportaciones de tres grupos de economías más China, en ambos casos como la proporción que representan del PIB mundial. En primer lugar, las economías avanzadas cada vez pesan menos (del 57.5% del PIB mundial en 2000 a 41.9% en 2016). Como contraparte, las emergentes y en desarrollo aumentan su proporción (de 36.8% en 2000 a 58.1% en 2016). En segundo lugar, una tendencia similar se observa con las exportaciones. Comparado con 2000, en 2016, las exportaciones de las economías emergentes y en desarrollo aumentaron su participación de 22.4% a 35.6%, mientras que las avanzadas la redujeron de 77.6% a 64.4% en el mismo período. En tercer lugar, China aparece como la potencia emergente. De representar el 11.2% del PIB mundial en 2000, pasó a 17.8% en 2016; sus exportaciones lo hicieron de 3.1% a 10.7% en el mismo período. En cuarto lugar, América Latina casi no varía en los 17 años comprendidos entre 2000 y 2016, tanto en la proporción del PIB como de las exportaciones. En cuarto lugar, el punto de quiebre a favor de las emergentes y en desarrollo ocurrió luego de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI, evento cuyo epicentro se ubicó en las economías avanzadas.

Como consecuencia, así como no puede entenderse la evolución económica mundial en el período 2011-2015 sin hacer referencia a China, tampoco puede dejar de mencionarse que la

crisis financiera dejó una herencia que influyó en el desempeño de la economía mundial en el quinquenio mencionado.

Cuadro 1  
 PIB y Exportaciones  
 (En porcentaje de totales mundiales)

	% del PIB mundial			% de las exportaciones mundiales		
	2000	2007	2016	2000	2007	2016
Avanzadas	57.4	56.3	41.9	77.6	66.2	64.4
Emergentes y en Desarrollo	36.8	43.7	58.1	22.4	33.8	35.6
América Latina	8.4	8.3	7.9	4.5	5.1	5.0
China	11.2	15.1	17.8	3.1	7.2	10.7

Fuente: IMF (varios años), *World Economic Outlook*, Washington.

En general, el período 2011-2015 puede describirse a partir de dos “hechos estilizados” que impactaron sobre América Latina. En primer lugar, la desaceleración económica mundial, medida por crecimientos cada vez más lentos en el PIB y en segundo lugar, el menor crecimiento del volumen del comercio mundial. Desde luego que ambos hechos están interrelacionados, aunque es materia de debate el sentido de la relación de causalidad. La expresión “The Great Deceleration” fue usada por la revista *The Economist* en su edición del 27 de julio de 2013. Desde nuestro punto de vista una expresión más adecuada es la “Desaceleración conjunta”, pues no solo incluyó al comercio sino también a la producción.

### III. La “Gran Desaceleración” Económica Mundial

Desde 2011 la economía mundial experimentó un proceso de desaceleración de las tasas de crecimiento, tanto de la producción, como del comercio, con efectos casi simétricos en América Latina. El cuadro 2 ilustra la afirmación anterior. En primer lugar, la tasa de crecimiento del PIB mundial cada año fue menor que la del anterior. En segundo lugar, la tendencia no solo se observó en las economías avanzadas, sino también en las emergentes. China, el gigante asiático, grafica el “encogimiento” del mundo. En tercer lugar, América Latina no fue ajena a la tendencia y presentó un comportamiento similar; sin embargo, la región se “desaceleró más” en comparación con las demás zonas en desarrollo y emergentes. La lección de la primera década del siglo XXI para América Latina fue clara: la disciplina monetaria y fiscal interna es necesaria, pero se requiere además, tanto de reformas estructurales como de un “impulso externo”, para sostener altas tasas de crecimiento.

Cuadro 2  
Crecimiento Económico Mundial  
(Variaciones porcentuales)

	2008/99	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Mundo	4.2	3.0	-0.1	5.4	4.2	3.5	3.4	3.5	3.4	3.1
Economías Avanzadas	2.8	0.1	-3.4	3.1	1.7	1.2	1.3	2.0	2.1	1.7
Economías Emergentes	6.2	5.8	2.9	7.4	6.3	5.4	5.1	4.7	4.2	4.1
Estados Unidos	2.6	-0.3	-2.8	2.5	1.6	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6
Eurozona	2.1	0.4	-4.5	2.1	1.5	-0.9	-0.3	1.2	2.0	1.7
Japón	1.0	-1.0	-5.4	4.2	-0.1	1.5	2.0	0.3	1.2	1.0
China	10.1	9.6	9.2	10.6	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7
India	6.9	3.9	8.5	10.3	6.6	5.5	6.5	7.2	7.9	6.8
América Latina	3.3	4.0	-1.8	6.1	4.7	3.0	2.9	1.2	0.1	-1.0
Asia en Desarrollo	8.0	7.2	7.5	9.6	7.9	7.0	6.9	6.8	6.7	6.4
África subsahariana	5.6	5.9	3.9	7.0	5.0	4.3	5.3	5.1	3.4	1.4

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook*. Washington, abril, p. 198.

El cuadro 3 presenta información comparativa sobre el crecimiento de las economías avanzadas en los períodos 2003-08 y 2011-16. Se agrega China para fines comparativos. Las economías avanzadas experimentaron una desaceleración en el crecimiento no vista en los ochenta años previos.

Cuadro 3  
Tasas de Crecimiento Económico, períodos seleccionados  
(En variaciones porcentuales)

Región o País	2003-2008	2011-2016	Disminución (en porcentaje)
Eurozona	1.5	0.9	-43.2
Economías Avanzadas	2.1	1.4	-34.0
Estados Unidos	2.4	1.5	-38.4
China	9.4	6.6	-29.9

Fuente: Cepal (2017), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2017*, Santiago de Chile, p. 122.

¿Cómo explicar el lento crecimiento económico mundial post crisis? Las explicaciones son diversas; destacan el estancamiento secular, el lento proceso de desendeudamiento posterior a la crisis de 2008, transiciones estructurales de crecimiento, como en el caso de China, una “nueva normalidad”, una recesión de balances, divergencias de direcciones entre la política fiscal y la monetaria, entre otras.

Para fines metodológicos, dividiremos el análisis en tres grupos: economías avanzadas, economías emergentes y China, sin perder de vista la interconexión entre ellos. La pregunta clave se puede formular así: ¿por qué ocurrió la desaceleración si las autoridades económicas reaccionaron con políticas monetarias expansivas, sea mediante reducciones en la tasa de interés o expansiones directas de liquidez? Más aún, varios gobiernos también

implementaron políticas fiscales expansivas. ¿No habrá sido un error de diagnóstico o es que una crisis financiera de la magnitud de la que estalló en 2008 se soluciona, pero a un ritmo lento? ¿Pudo hacerse algo más?

### A. La desaceleración de las economías avanzadas

La desaceleración de las economías avanzadas se explica por el lento crecimiento del consumo y la inversión, ambos componentes de la demanda interna. Tyson (2016:1) señala que “la causa principal del poco crecimiento económico de la inversión privada ha sido la extrema lentitud de la recuperación. Las empresas privadas recortaron sus planes de inversión de antes de la crisis para adaptarlos a la nueva normalidad postcrisis, que incluye un crecimiento más lento e incierto de la demanda por sus productos”. El cuadro 4 presenta la evolución de las tasas de crecimiento del consumo y la inversión privada en dos períodos: 1990-2008 y 2009-16; en este último caso la información se presenta, tanto como promedio anual, como año por año.

Cuadro 4  
Economías Avanzadas: Consumo e Inversión privada  
(Variación porcentual)

	1990-2008	2009-2016	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Consumo Privado</b>										
USA	3.1	1.8	-1.6	1.9	2.3	1.5	1.5	2.9	3.2	2.7
Eurozona	1.8	0.3	-1.1	0.8	0.0	-1.1	-0.6	0.8	1.8	2.0
Japón	1.0	0.6	-0.7	2.4	-0.4	2.0	2.4	-0.9	-0.4	0.4
Reino Unido	3.0	0.9	-3.2	0.6	-0.5	1.7	1.6	2.2	2.4	2.8
Canadá	3.6	2.1	0.0	3.6	2.3	1.9	2.6	2.7	1.9	2.2
TODAS	2.6	1.3	-1.2	1.9	1.3	0.9	1.2	1.8	2.3	2.2
<b>Inversión Privada</b>										
USA	2.3	1.2	-13.1	1.1	3.7	6.3	3.1	4.2	3.7	0.7
Eurozona	2.7	-1.0	-11.2	-0.3	1.6	-3.5	-2.5	1.5	3.2	2.6
Japón	-1.0	0.3	-9.7	-1.6	1.7	3.5	4.9	2.9	0.0	1.0
Reino Unido	1.8	0.9	-15.2	5.0	1.9	2.3	3.2	6.7	3.4	0.5
Canadá	4.9	0.4	-11.8	11.4	4.6	4.9	1.3	0.9	-4.6	-3.2
TODAS	2.3	0.5	-11.0	1.7	2.9	2.3	1.5	3.0	2.6	1.5

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook*, Abril, Washington, p. 200.

Observemos las dos primeras columnas; las tasas de crecimiento del consumo y la inversión privada (en este último caso la excepción es Japón), disminuyeron en el período 2009-16 comparado con los 19 años previos. O fue la crisis de 2008 o fueron razones más estructurales que crearon una “nueva normalidad” con tasas más lentas de crecimiento. Sin aumentos en



consumo e inversión, no se puede crecer, dado que ambas variables representan la mayoría de la demanda interna. La pregunta entonces se convierte en la siguiente: ¿por qué disminuyeron las tasas de crecimiento del consumo y de la inversión?

Comencemos por la inversión. El cuadro 4 muestra que para las economías avanzadas, la tasa de crecimiento de la inversión pasó de 2.3% anual durante el período 1990-2008 a 0.5% anual entre 2009 y 2016. Sin tomar el período 2007-09, la inversión privada creció 3.3% anual entre 1997 y 2006 para luego hacerlo a 2.1% anual entre 2010 y 2014.

Tres candidatos aparecen como explicaciones a la desaceleración: en primer lugar, la debilidad de la demanda, pues reduce los incentivos a invertir; después de todo, ¿para qué invertir si existen pocos compradores? Bussiere, Ferrara y Milovich (2015) desarrollaron un análisis empírico para 22 economías avanzadas durante el período 1996-2014; encontraron que la demanda esperada fue el principal determinante de la evolución de la inversión. Tyson (2016:1) indica que “la inversión de las empresas depende ante todo del crecimiento futuro esperado de la demanda y la producción, no de la rentabilidad actual o de los resultados acumulados. Las empresas privadas recortaron sus planes de inversión de antes de la crisis para adaptarlos a la nueva normalidad postcrisis, que incluye un crecimiento más lento e incierto de la demanda por sus productos”. El IMF (2017:122) señala, “todo indica que la deficiencia general de la actividad económica registrada desde la crisis es la principal limitación empresarial en las economías avanzadas”.

En segundo lugar, la incertidumbre del rumbo de la política económica. El período post crisis (2011-15) se caracterizó por un contexto de alta incertidumbre respecto de la política monetaria, la dirección de las tasas impositivas y el marco regulatorio, entre otros. En esas circunstancias, la tendencia natural es la postergar las decisiones de inversión. Leboeuf y Fay (2016: 12) concluyen que, “the analysis in this paper suggests that investment dynamics are relatively well explained when foreign growth prospects and uncertainty are included”. En el mismo sentido, Banerjee, Kearns y Lombardi (2015:68) concluyen que “even if firms do have funds to invest, they are too uncertain about future economic conditions and so whether the possible return on investment will justify its cost”.

En tercer lugar, las restricciones financieras, pues la crisis financiera global redujo la oferta de créditos empresariales. La mantención de las tres causas descritas, postergó la recuperación de la inversión.

Veamos ahora el consumo, que parece estar claro. En primer lugar, si la razón central que motivó la crisis financiera internacional fue un exceso de endeudamiento, es natural pensar que luego del estallido de la misma, se reduzca el gasto de consumo para poder pagarlo. Las familias optaron por ahorrar y pagar y ello significó gastar menos. En segundo lugar, como la inversión creció menos, la preocupación por el empleo ocupó la máxima prioridad para las familias y ello generó una postergación de gastos.

Para comprenderlo mejor, debemos entender cómo se llegó hasta aquí. Veamos el contexto. En setiembre de 2008 estalló la primera crisis financiera internacional del siglo XXI en los Estados Unidos, mientras que desde 2010 se extendió a Europa; por lo tanto, el epicentro de la crisis estuvo en las economías avanzadas. En ambos casos, en los años previos ocurrió un

crecimiento desmedido del endeudamiento, sea de las familias, empresas o gobiernos, que se manifestó en burbujas especulativas. Más allá de los detalles, fue una crisis de exceso de endeudamiento que como consecuencia, interrumpió el funcionamiento normal de los sistemas financieros. Y cuando los sistemas financieros funcionan mal, los impactos negativos en los sectores productivos son casi inmediatos. El resultado fue una recesión sincronizada en 2009 de alcance mundial. El antecedente histórico más próximo de esa magnitud fue la Gran Depresión de los años treinta del siglo anterior. Las autoridades económicas reaccionaron usando como espejo el precedente mencionado.

La primera tarea era evitar el desplome de la economía mundial y así evitar otra gran depresión. Por el lado de la política monetaria, los bancos centrales de países avanzados y emergentes reaccionaron con rapidez, a través de reducciones en las tasas de interés, que llegaron en varios casos a cero. De ahí en adelante, ante los efectos limitados de la disminución de la tasas de interés interbancarias, optaron por medidas “no convencionales” consistentes, entre otros aspectos, en la emisión de dinero electrónico por parte de las autoridades monetarias para comprar bonos u otros activos financieros a los bancos (sean del gobierno y/o de los bancos comerciales en problemas) y así inyectar liquidez. Estos programas se denominaron “Quantitative Easing” (en castellano se conocieron como “flexibilización cuantitativa”).

En cuanto a la política fiscal, los gobiernos pusieron en marcha masivos programas de inversión pública, que recibieron el nombre genérico de “programas de estímulo económico”. La meta era que la mayor liquidez reactivara el aparato productivo. Desde el punto de vista del objetivo de evitar un derrumbe de la economía mundial, se tuvo éxito, pues la economía mundial se recuperó en 2010. El problema vino después, dado que a partir de 2011 se manifestó el déficit fiscal por el exceso de gasto de los gobiernos y comenzó un debate sobre qué hacer: austeridad y así frenar el exceso de gasto público o mantenerlo a costa de un crecimiento insostenible de la deuda pública. Mientras tanto, la desaceleración continuó.

La segunda tarea era reducir el exceso de deuda, tanto de las personas como de los gobiernos; el proceso se denomina “desapalancamiento”. Los ciudadanos y los bancos se sobreendeudaron antes de la crisis y crearon las burbujas especulativas, en especial de viviendas. Algunos gobiernos también lo hicieron con el objetivo de financiar los mismos programas de estímulo económico reseñados en el párrafo precedente. Los gobiernos se endeudaron para poder gastar más y evitar la caída de la economía mundial y así sembraron las semillas de los problemas posteriores.

La reacción anterior explica el “rebote” de la economía en 2010 tras un 2009 decepcionante. Sin embargo, la situación hacia 2011 no era sana, pues el exceso de deuda de los diversos agentes económicos (ciudadanos, bancos, gobiernos) era mayor. Y como muchos ya no podían endeudarse más, se vieron obligados a bajar el gasto para poder pagar. Fue en estas circunstancias en las que se encontraba la economía mundial en 2011 y explica en gran medida lo ocurrido en los años posteriores. El resultado fue un mundo inundado de liquidez, alta deuda pública y privada y lento crecimiento, características que configuraron el escenario 2011-2015. El Banco Mundial (2013:7) denominó a la combinación descrita, “la nueva normalidad”.

Cuadro 5  
Economías Avanzadas: Deuda Pública Bruta  
(Porcentaje del PBI)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bélgica	99.5	99.7	102.6	104.3	105.6	106.7	106.0	106.0
Canadá	79.3	81.1	81.5	84.8	85.8	85.4	91.6	92.4
Francia	78.9	81.6	85.2	89.5	92.3	94.9	95.6	96.3
Alemania	72.6	81.0	78.7	79.9	77.5	74.7	70.9	68.1
Grecia	126.7	146.2	172.1	159.6	177.9	180.9	179.4	181.6
Irlanda	61.5	86.1	110.4	119.7	119.6	104.7	77.1	72.9
Italia	112.5	115.4	116.5	123.4	129.0	131.8	132.1	133.0
Japón	208.6	215.9	230.6	236.6	240.5	242.1	238.1	239.3
Portugal	83.6	96.2	111.4	126.2	129.0	130.6	129.0	130.3
España	52.7	60.1	69.5	85.7	95.5	100.4	99.8	99.4
Reino Unido	64.5	76.0	81.6	85.1	86.2	88.1	89.0	89.3
Estados Unidos	87.0	95.7	100.0	103.4	105.4	105.1	105.2	107.1
Promedio	92.5	99.3	103.5	107.7	106.2	105.5	105.1	105.1
Eurozona	78.4	83.8	86.1	89.5	91.4	91.9	90.0	89.0
G-7	104.5	112.9	118.2	122.3	120.1	118.6	117.5	120.3

Fuente: IMF (2017b), *Fiscal Monitor*, october, Washington, p. 83.

La clave del cuadro 5 está en el hecho que la mayor deuda pública, materializada en un mayor gasto por parte de los gobiernos, no logró hacer crecer a la economía mundial y por eso los cocientes deuda/PIB mantuvieron su tendencia hacia el aumento. El cuadro 6 presenta la evolución de la deuda mundial, dividida en deuda de las familias, empresas, gobiernos y entidades financieras.

La primera crisis financiera internacional del siglo XXI fue gatillada por un exceso de deuda en las economías avanzadas, en particular de las familias y entidades financieras. Lo paradójico del período 2011-15 es que no ocurrió un proceso de desendeudamiento. En el cuadro 6, se muestran las tasas de crecimiento de la deuda entre 2000 y 2007 de las familias y entidades financieras: 8.5% y 9.4% anual, en promedio. Sin embargo, cuando se esperaba un proceso de reducción de deuda posterior a la crisis, se mantuvo la tendencia a la elevación. Lo que sí es cierto, tal como lo muestra en cuadro 6, es que el ritmo de crecimiento de la deuda disminuyó a 2.8% y 2.9% en cada caso.

No solo eso, sino que el ritmo de crecimiento de la deuda de las empresas se elevó de 5.7% a 5.9% como promedio anual, mientras que la tasa de aumento de la deuda de los gobiernos casi se duplicó, pues pasó de 5.8% a 9.3%. Por último, la deuda total aumentó en 63.2% entre 2000 y 2007, para hacerlo en 6.3% entre 2007 y 2014.

Cuadro 6  
Deuda Global 2000-2014  
(En dólares constantes de 2013 y variaciones porcentuales anuales)

	2000	2007	2014	2000-07	2007-14
Familias	19	33	40	8.5	2.8
Empresas	26	38	56	5.7	5.9
Gobierno	22	33	58	5.8	9.3
Financiero	20	37	45	9.4	2.9
Total	87	142	199	7.3	5.3
% del PIB	246	269	286		

Fuente: McKinsey Global Institute (2015), *Debt and (not much) Deleveraging*, London, p. 15

¿Qué podemos concluir? En primer lugar, el crecimiento de la deuda entre 2000 y 2007 muestra que la crisis financiera internacional fue originada en un exceso de endeudamiento. En segundo lugar, durante el período posterior a la crisis, la deuda continuó la tendencia hacia el aumento; mientras creció 7.3% como promedio anual en el período 2000-07, lo hizo a 5.3% anual entre 2007 y 2014. El problema de fondo no se solucionó, sino todo lo contrario. La solución a un problema de deuda, fue tomar más deuda.

El cuadro 7 presenta otra característica del período 2011-15 en las economías avanzadas: la tendencia hacia la deflación, fenómeno tan perverso como las inflaciones altas.

Cuadro 7  
Economías Avanzadas: Inflación 2009-16

	1999-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
USA	2.8	-0.3	1.6	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3
Eurozona	2.2	0.3	1.6	2.7	2.5	1.3	0.4	0.0	0.2
Japón	-0.2	-1.3	-0.7	-0.3	-0.1	0.3	2.8	0.8	-0.1
TODAS	2.2	0.2	1.5	2.7	2.0	1.4	1.4	0.3	0.8

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook*. Washington, abril, p. 205.

Durante el período 2011-15 las economías avanzadas experimentaron un proceso de desaceleración, originada en una reducción del crecimiento del consumo y de la inversión. Ello a pesar de las respuestas en términos de políticas monetarias y fiscales. El resultado no solo fue un crecimiento cada vez más lento, sino señales de deflación y una elevación del coeficiente deuda/PIB. ¿Cuáles fueron las respuestas de política económica y por qué no funcionaron desde el punto de vista del crecimiento económico y la inflación? ¿Por qué continuaron enfermas las economías avanzadas?

## **B. Las respuestas de las economías avanzadas frente a la crisis**

Dos características de las respuestas frente a la crisis en las economías avanzadas fueron las siguientes: en primer lugar, la similitud de las medidas en todos los países y en segundo lugar, la referencia a dos eventos parecidos: la Gran Depresión del período 1929-33 y la crisis japonesa que originó casi dos décadas perdidas entre 1980 y 2000. Veamos una breve síntesis del caso japonés y luego las acciones de los bancos centrales de las economías avanzadas frente a la primera crisis financiera internacional del siglo XXI.

### **B.1 El antecedente: Japón**

La historia de las crisis financieras tiene larga data. La primera documentada ocurrió en Holanda en 1634. (Parodi 2017: cap.2) Sin embargo la crisis japonesa de las últimas dos décadas del siglo XX guarda diversas similitudes con la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. Veamos los aspectos generales, tanto de la crisis como de las respuestas.

La crisis japonesa fue básicamente bancaria. Durante los años ochenta, la liberalización del sistema financiero sin un adecuado esquema de regulación, unido a políticas monetarias expansivas (reducción en las tasas de interés de 9% en 1979 a 2.75 en 1987, nivel que se mantuvo hasta 1989) generó un crecimiento del endeudamiento, que tuvo como destino la especulación, tanto en el precio de las viviendas, como en el de las acciones. El resultado fue el surgimiento de las mayores burbujas especulativas de la historia entre 1985 y 1990.

Las personas se endeudaban para comprar cualquiera de los dos activos mencionados, esperaban que su precio subiera y luego vendían; en paralelo, los mismos bancos también compraban de manera directa los activos mencionados. El esquema funcionaba mientras los activos subían de precio pero como la historia demuestra, todas las burbujas colapsan y cuando lo hacen, las personas se quedan con la deuda bancaria y un activo que cada día vale menos. Los bancos, que compraron viviendas y/o acciones, vieron aumentados sus pasivos en desmedro de sus activos. (Torrero 2014:2) La burbuja bursátil estalló en 1989, mientras que la inmobiliaria lo hizo en 1991.<sup>2</sup> Allí apareció la crisis bancaria, pues los bancos se quedaron con activos de poco valor y optaron por no conceder nuevos créditos, por temor a que la morosidad aumentara. El crédito bancario, que creció a una tasa promedio anual de 10.6% entre 1983 y 1990, disminuyó 0.10% anual entre 1992 y 2003. (Solís 2010: 223) Sin crédito no hay inversión y sin ella no es posible reactivar la economía. El resultado fue una caída en los precios de los activos, seguida por recesión y deflación.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Como referencia, el índice Nikkei 225 de la bolsa de valores de Tokio, se multiplicó por cinco entre 1980-89. Tras el estallido de la burbuja, perdió 40% de su valor entre 1989 y 1991. En el mismo período, el índice de precios de los bienes inmuebles perdió 30% de su valor, luego de crecer 67% entre 1985 y 1991. El índice mencionado es el más relevante de la bolsa de valores de Tokio. En números, el índice aumentó de 6,000 en 1980 a 40,000 en 1989, bajó a 20,000 en 1990 y a 8,000 en 2003.

<sup>3</sup> Entre 1980 y 1990 la economía creció 4% anual, en promedio, mientras que entre 1992 y 2002 solo lo hizo a 0.8% anual; de ahí la expresión "década perdida".

Por lo tanto, la crisis japonesa tuvo como elementos centrales a dos burbujas especulativas, exceso de endeudamiento de las personas con el sistema bancario, una crisis bancaria motivada no solo por el aumento de la morosidad al colapsar las burbujas, sino porque los mismos bancos también habían sido compradores directos de los activos y un largo período de impacto negativo sobre el aparato productivo. Los años noventa son conocidos como la “década perdida” en Japón, debido a la combinación de una desaceleración del crecimiento con una tendencia hacia la deflación.

¿Cuáles fueron las reacciones de las autoridades japonesas? En primer lugar, subieron las tasas de interés de 2.75% en mayo de 1989 a 4.5% en diciembre del mismo año, con el objetivo de detener el crecimiento de las burbujas. Semanas después estallaron las burbujas. Solis (2010:20) atribuye el estallido de las burbujas a la acción del banco central. Tras el colapso de las burbujas, la respuesta de política monetaria fue la disminución de la tasa de interés a 0.5% para evitar una recesión. El objetivo era inyectar liquidez a los bancos comerciales y así aumentar el crédito; a pesar que las tasas de interés se mantuvieron en 0.5% hasta 1999, año en el que bajaron a 0%, el banco central fracasó en incentivar los créditos y la producción, debido a que no había clientes a quienes prestarle. Los bancos comerciales disponían del dinero, pero no de clientes que estuvieran dispuestos a solicitarlo. En síntesis, durante la década de los noventa, la tasa de interés fue casi cero, sin que ello tenga impacto alguno sobre la recuperación de la economía. La política monetaria “convencional” fue inefectiva.

En marzo de 2001, el banco central anunció una medida extraordinaria y no convencional de política monetaria: el “quantitative easing” (en adelante, QE). Los QE son la compra de activos financieros a los bancos comerciales mediante el uso de dinero electrónico, y se aplican luego que la herramienta convencional de política monetaria (la tasa de interés) llega a cero, sin efectos sobre la economía. La primera ronda (QE1) ocurrió entre 2001 y 2006 y consistió en la compra de bonos del gobierno japonés de corto plazo a los bancos comerciales por un total de 37 billones de yenes. Como el banco central ahora contaba con los activos recién comprados, su balance creció en 32%. El pago por esos activos lo abonaba en las cuentas que los bancos comerciales tenían en el banco central.

De acuerdo con Greenwood (2017:20), la base monetaria (monedas y billetes en circulación más las reservas o encaje que los bancos comerciales tienen en el banco central) creció 70% entre 2001 y 2006, pero la oferta monetaria (monedas y billetes en circulación más depósitos del público en los bancos comerciales) se mantuvo constante. Los bancos centrales controlan la base monetaria, pero no la oferta monetaria. Al crecer la base monetaria, los bancos comerciales tienen más dinero para prestar, pero no necesariamente lo hacen si es que no hay a quien prestarle.

Cuadro 8  
Japón: indicadores básicos  
(En variaciones porcentuales)

	1997-2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PBI	0.9	2.2	-1.0	-5.5	4.7	-0.5	1.8	1.6	-0.1
Consumo	0.9	0.9	-0.9	-0.7	2.8	0.3	2.3	2.1	-1.2
Inversión	-1.1	0.3	-4.1	-10.6	-0.2	1.4	3.4	3.2	2.5
Inflación	-1.0	-0.9	-1.3	-0.5	-2.2	-1.9	-0.9	-1.5	1.7

Fuente: IMF (2015a), *World Economic Outlook 2015*, April, Washington, p. 170.

El QE2 comenzó en octubre de 2010 debido a la deflación, que puede observarse en el cuadro 8. El banco central fijó una meta de 1% de inflación y para ello compró activos a los bancos comerciales por un total de 43 billones de yenes entre 2010 y 2013. En marzo de 2013 comenzó una tercera ronda de compras denominada “quantitative and qualitative easing” (QQE). Con un horizonte de dos años, los objetivos eran lograr una inflación meta de 2% anual y una duplicación de la base monetaria. Sin embargo, al igual que QE1 y QE2, el aumento de la base monetaria no significó un crecimiento de la oferta monetaria, por lo que no se logró la meta inflacionaria (véase cuadro IX.8). Las compras de activos financieros de corto plazo a los bancos comerciales no se transmitieron a la oferta monetaria.

En síntesis, ni la política monetaria convencional ni la no convencional lograron despertar a la economía. La lección central fue la siguiente: más que centrarse solo en la base monetaria, la clave está en elevar la oferta monetaria. De nada sirve que el banco central compre activos financieros a los bancos comerciales y les abone el dinero electrónico en las cuentas que tienen en el banco central. El riesgo, como efectivamente ocurrió, es que el dinero “no entre” a la economía y “se quede” en las cuentas que los bancos comerciales tienen en el banco central. En 2015 y 2016, el PBI creció 1.1% y 1.0%, respectivamente, el consumo privado disminuyó en 0.3% para luego aumentar en 0.4% y la inflación fue de 2.1% y 0.3%. De la información presentada es que Koo (2012, 2013 y 2016), señala que la llave está en la política fiscal y no en la monetaria, dada la ineffectividad de esta última. Otra opción era el diseño de un QE que incremente la oferta monetaria de manera más directa. ¿Estudiaron con detalle la crisis japonesa las autoridades de las economías avanzadas? ¿No habría servido de una referencia para enfrentar en mejores condiciones el período post crisis? No lo sabemos, pero veamos qué se hizo.

## **B.2 Estados Unidos: la FED frente a la crisis**

¿Aprendió Estados Unidos las lecciones que dejó la crisis de Japón? Recapitemos algunos conceptos previos. El banco central de cada país es el responsable de la política monetaria. En los Estados Unidos se denomina Sistema de Reserva Federal (FED) y tiene un doble

mandato: estabilidad de precios y máximo empleo sostenible.<sup>4</sup> La FED tuvo una participación determinante en los años que siguieron a la primera crisis financiera del siglo XXI. De ahí que sea importante tener claras algunas ideas básicas del funcionamiento de la FED.

En primer lugar, la política monetaria se define como el conjunto de acciones diseñadas e implementadas por la FED con la meta de cumplir con sus dos objetivos. Para lograrlos, la FED cuenta con tres instrumentos denominados “convencionales”: la tasa de descuento, la tasa de interés de referencia (*federal funds rate*) y la tasa de encaje (también denominado reserva bancaria).

Para comprenderlos veámoslo del siguiente modo. La FED, como cualquier banco central, es un “banco de bancos”. Tanto es así, que cada banco comercial tiene una cuenta en la FED en la que mantiene depósitos, tal como cualquier persona puede hacerlo en el banco comercial de su preferencia (pero no en el banco central). Los depósitos que hacen los bancos comerciales en la FED se denominan “reservas bancarias” (también llamadas encaje) y se clasifican en dos categorías: por un lado, las obligatorias (encaje legal), definidas como el porcentaje de los ahorros de las personas en los bancos comerciales que estos últimos no pueden prestar; por otro, el exceso de reservas, que los bancos optan por mantener en la FED. Por lo tanto, los bancos comerciales tienen que mantener las reservas o encaje obligatorio en sus cuentas de la FED, pero además pueden colocar un monto mayor al exigido, llamado “exceso de reservas”.

De esta simple idea podemos aclarar un punto: si en algún momento, el banco central abona más dólares en la cuenta de los bancos comerciales, estos pueden usarlos y prestar más a sus clientes. En este caso se habría “creado dinero” de manera electrónica. La FED no imprime dinero físico sino que aumenta el dinero existente en la cuenta que el banco comercial tiene en la FED. Cada una de estas cuentas se denomina “reservas” de cada banco comercial. Así se “inyecta” dinero en los tiempos modernos, pues los bancos pueden disponer del mismo cuando lo deseen.

En segundo lugar, la “base monetaria” o dinero de alto poder, se define como la moneda en circulación más las reservas totales del sistema bancario; estas últimas son la suma de los dólares existentes en todas las cuentas de los bancos comerciales en la FED. Por lo tanto, cuando se afirma que la FED “inyectó liquidez” lo que ha hecho es aumentar la base monetaria, pues abona dólares en las cuentas que cada banco comercial tiene en la FED.

La FED controla la base monetaria a través de tres mecanismos:

- a. La tasa de encaje (requerimientos de reserva), que representa el porcentaje de los depósitos en los bancos comerciales, que estos últimos no pueden prestar y son las “reservas obligatorias” a las que nos referimos párrafos atrás. Si la FED disminuye la

---

<sup>4</sup> Aunque la FED, a diferencia de varios bancos centrales de América Latina, no tiene un esquema de metas explícitas de inflación, tiene como objetivo que la inflación anual gire en torno de 2%, mismo nivel que el banco central europeo para la eurozona.



tasa de encaje, entonces los bancos comerciales tendrán más dinero disponible para prestar y así aumentará la cantidad de dinero en circulación.

- b. La tasa de descuento, que significa la tasa de interés que la FED cobra a los bancos comerciales por los préstamos que estos solicitan. Una menor tasa de descuento, abarata el costo de los préstamos y eleva el dinero que los bancos solicitan a la FED.
- c. La tasa de los fondos federales a través de las operaciones de mercado abierto (OMA), que son la herramienta más usada para alterar la base monetaria<sup>5</sup>; pueden ser de compra o venta de activos financieros, por lo general bonos, a los bancos comerciales. Cuando la FED compra bonos, eleva las reservas en la cuenta del banco comercial. Si el valor del activo comprado es 500, entonces la base monetaria aumenta en 500, dado que las reservas son parte de la misma. Así, el banco dispone de 500 más para prestar. Si la FED vende un bono a un banco comercial ocurre lo inverso: el banco comercial hace una transferencia electrónica a su cuenta en la FED y recibe a cambio el bono comprado. El resultado es una disminución en la base monetaria. A través de este mecanismo altera la cantidad de dinero existente en el sistema bancario y con ello la tasa de interés activa.

En tercer lugar, la oferta monetaria es la cantidad de dinero en circulación más los depósitos existentes en los bancos comerciales.

La herramienta más usada de política monetaria es la tasa de fondos federales (*federal reserve fund*), definida como la tasa de interés que los bancos comerciales se cobran entre sí por préstamos a muy corto plazo. Si la FED, a través de las operaciones de mercado abierto, compra bonos, inyecta dólares al sistema bancario y el exceso de los mismos hace bajar la tasa de interés que se cobran por préstamos entre ellos. La idea es que ello aumente los préstamos bancarios y así la cantidad de dinero en circulación. El resultado debería ser una elevación de la inversión y del consumo y de este modo, la FED contribuiría al “máximo empleo posible”, que es uno de sus objetivos. Los tres instrumentos descritos, la tasa de encaje, la tasa de descuento y la tasa de fondos federales se denominan herramientas “convencionales” de política monetaria, dado que suelen usarse en “tiempos normales”. Sin embargo, aquellos instrumentos no serían suficientes ante la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. Veamos las respuestas de la FED.

La crisis financiera estalló en setiembre de 2008 con la quiebra del banco de inversión, *Lehman Brothers*. En diciembre del mismo año, la tasa de fondos federales ya se encontraba en 0%, nivel conocido como “*zero lower bound*”. El objetivo era evitar un desplome de la economía. La mayor liquidez en los bancos comerciales (recuerde el lector que para bajar la tasa, la FED compra activos financieros y así coloca dólares en las cuentas que tienen los bancos comerciales en la FED) debía reactivar la economía. Sin embargo el resultado no fue el esperado, pues el desempleo cada vez mayor y la quasi deflación fueron la norma de los años posteriores a la crisis. Las herramientas “convencionales” no funcionaban, pues si la

---

<sup>5</sup> Dentro de la FED, quien se encarga de las operaciones de mercado abierto es el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés).

tasa de interés de fondos federales ya se encontraba en cero, había alcanzado un límite inferior.

Entonces se optó por una política monetaria “no convencional”, que se conoció como “*quantitative easing*” (en adelante QE o flexibilización cuantitativa por su traducción al castellano), que significaba que la FED compraba activos financieros a los bancos a gran escala, de manera que abonaba más dólares en la cuenta de reservas que cada banco mantenía en el banco central, de manera que estos dispusieran de mayor liquidez. El objetivo de la FED era impulsar el crecimiento económico y así reducir el desempleo. Note el lector lo impresionante de la combinación de medidas: no solo la tasa de interés interbancaria estaba en cero, sino que además, la FED seguía bombeando liquidez de manera electrónica.

Los QE se dieron en tres rondas. La FED anunció el QE1 el 25 de noviembre de 2008 cuyo objetivo fue rescatar al sistema financiero; entre diciembre 2008 y marzo de 2010, se compraron activos financieros a los bancos comerciales y otras entidades financieras por un total de US\$ 1725 billones de dólares. El resultado fue que la FED duplicó su balance en ese monto, pues tenía más activos (lo que compró) y pasivos (los dólares en las reservas de los bancos comerciales). La FED creó dinero electrónico y compró bonos del tesoro de los Estados Unidos y valores respaldados por hipotecas que nadie quería, pues contenían las hipotecas *subprime*; se les conocía como activos tóxicos o bonos basura. En la práctica, la FED limpiaba a los bancos y otras entidades financieras comprándole activos financieros casi sin valor.<sup>6</sup>

Entre noviembre de 2010 y el 30 de junio de 2011 se puso en marcha el QE2, con el objetivo de comprar US\$ 600 millones de dólares en bonos del tesoro de los Estados Unidos que estaban en manos de los bancos comerciales. Las compras siguieron con el QE3, que fue anunciado el 13 de setiembre de 2012; la FED informó que se mantendría hasta lograr el “máximo empleo posible”, uno de sus mandatos.

Como la economía comenzaba a mostrar signos de mejoría, el 22 de mayo de 2013, Ben Bernanke (presidente de la FED) anunció el fin de los QE, y el inicio de una retirada gradual del estímulo monetario, proceso conocido con el nombre de “*tapering*”. El anuncio se hizo efectivo a partir de enero de 2014. La medida significó comprar cada vez menos activos financieros a los bancos, pues los dos objetivos de la FED (estabilidad de precios y máximo empleo posible) ya se habían conseguido. Sin embargo, “comprar cada vez menos” es diferente de “retirar la liquidez con la que se habían comprado.” Este último proceso, denominado “normalización monetaria” recién comenzaría en 2016. El *tapering* fue un proceso gradual sujeto a la evolución de los datos de la economía.

Si los QE implicaron una inyección masiva de dinero electrónico, el *tapering* significó que cada mes, la FED reduciría el ritmo de compra de los activos en US\$ 10 mil millones por

---

<sup>6</sup> Los valores respaldados por hipotecas se denominaban *Mortgage Backed Securities* (MBS). “Otras entidades financieras” eran *Fannie Mae* y *Freddie Mae*, así como compañías de seguro. La idea era comprar activos financieros tóxicos, sin valor. De alguna manera puede decirse que la FED asumió los errores de las instituciones financieras, pues compraba la deuda en problemas.

mes, pero mantenía la inyección. Si en diciembre de 2013 se compraron valores por un total de US\$ 85 mil millones de dólares, en enero de 2014, las compras se redujeron a US\$ 75 mil millones y así sucesivamente. En octubre del mismo año, los QE habían llegado a su fin.

A lo largo de las tres rondas de compras masivas de activos financieros, casi de todo tipo, la FED aumentó la base monetaria, pues abonó dólares en las cuentas de los bancos comerciales. Cada ronda supuso un crecimiento de la inyección de dinero electrónico a cambio de activos financieros. En la medida que estos últimos son un activo para la FED, el balance de la misma aumentó. En 2007 (antes del estallido de la crisis) el balance de la FED era de un billón de dólares, mientras que en 2014 (fin de los QE), llegó a los 4.5 billones de dólares.

El cuadro 9 presenta la evolución de algunos indicadores básicos de los Estados Unidos. Ante el estallido de la crisis, la respuesta de la FED fue inmediata: bajó tasas de interés y al observar el nulo impacto sobre el sector productivo de la economía, optó por las herramientas no convencionales (QE) en tres rondas. A pesar que al igual que Japón, aumentó la base monetaria pero no la oferta monetaria, los resultados fueron mejores si comparamos a ambos países. La diferencia estuvo en que la FED, a diferencia del banco central de Japón, compró activos no solo a bancos, sino a entidades financieras no bancarias compañías de seguro, fondos de pensiones, etc.) y con ello logró que el dinero “entre” a la economía.

Cuadro 9  
Estados Unidos: indicadores básicos  
(En variaciones porcentuales)

	1999-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PBI	2.6	-2.8	2.5	1.6	2.2	1.7	2.6	2.9	1.5
Consumo	3.1	-1.6	1.9	2.3	1.5	1.5	2.9	3.6	2.7
Inversión	2.3	-13.1	1.1	3.7	6.3	3.1	4.8	3.5	0.6
Inflación	2.8	-1.3	1.6	3.1	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook 2017*, october, Washington, p. 244.

¿Qué podemos concluir? En primer lugar, la FED evitó una contracción económica, como la ocurrida los cuatro años que siguieron al colapso de la bolsa de valores en 1929 y que generó la Gran Depresión. La pregunta que siempre quedará es si ese logro puede considerarse suficiente. En segundo lugar, el crecimiento entre 2011 y 2015 (véase cuadro 9) no llegó a 3%, el período más largo con esa característica desde la Gran Depresión de los años treinta. En segundo lugar, no se generó inflación, a pesar de la inyección electrónica de liquidez. Más bien, los temores de una deflación siempre estuvieron presentes. En tercer lugar, persistieron los problemas de empleo, más allá de las mediciones oficiales. (Perrotini 2015:262) En cuarto lugar, quedó latente la posibilidad de nuevas burbujas especulativas ante el exceso de liquidez creada.

¿Qué similitudes tuvo la crisis japonesa con la primera crisis financiera internacional del siglo XXI?

En primer lugar, ambas fueron precedidas por un largo período de crecimiento económico con baja inflación. En los Estados Unidos se denominó la Gran Moderación. En segundo lugar, en las dos economías se demoraron en reconocer no solo el colapso de las burbujas especulativas, sino del impacto que el mismo tendría, tanto en profundidad como en alcance. En tercer lugar, ambos redujeron la tasa de interés a cero y luego pusieron en marcha programas de inyección de liquidez a través de la compra de activos financieros a los bancos comerciales, sin mayor éxito.

### B.3 Reino Unido frente a la crisis

Cuando ocurrió la crisis, Reino Unido pertenecía a la Unión Europea, pero no a la eurozona.<sup>7</sup> El banco central de Inglaterra actuó de manera similar a la FED ante la crisis. En primer lugar, redujo su tasa de interés de 5% en abril de 2008 a 0.5% en marzo de 2009. En ese mismo mes y ante la nula respuesta del aparato productivo ante la disminución de la tasa de interés, anunció una acción de política monetaria no convencional: el *quantitative easing* (QE), denominado *Asset Purchase Facility*. El objetivo era crear dinero electrónico para comprar activos financieros a los bancos comerciales, en su mayoría bonos del gobierno. La idea era que los bancos, con mayor liquidez reactivaran el crédito y la economía.

Cuadro 10  
Reino Unido: indicadores básicos  
(En variaciones porcentuales)

	1999-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PBI	2.5	-4.3	1.9	1.5	1.3	1.9	3.1	2.2	1.8
Consumo	3.0	-3.2	0.6	-0.5	1.7	1.6	2.2	2.4	2.8
Inversión	1.8	-15.2	5.0	1.9	2.3	3.2	6.7	3.4	0.5
Inflación	1.8	2.2	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5	0.0	0.7

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook 2017*, october, Washington, p. 244.

El cuadro 10 presenta algunos indicadores básicos de Reino Unido. Desde 2014, los temores de una deflación, llevaron al Banco de Inglaterra a incrementar su QE, con el objetivo que la inflación se acerque a una meta de 2%. Así, mientras que en 2012 compró bonos del gobierno por un total de 375 billones de libras, en agosto de 2016 aumentó la cifra en 435 billones más. Los datos de la inflación (véase cuadro IX.10) muestran una inflación de 0% y 0.7% en 2015 y 2016, respectivamente.

### B.4 La eurozona frente a la crisis

El caso europeo es distinto. En primer lugar, hubo un grupo de países con burbujas inmobiliarias, cuyo colapso determinó una crisis financiera. España, Irlanda y Reino Unido

<sup>7</sup> Luego de un referéndum en junio de 2016 y tras la aprobación del parlamento, el 29 de marzo de 2017, las autoridades de Reino Unido comunicaron a sus similares de la Unión Europea, su deseo de salir de la Unión, en un proceso conocido con el nombre de Brexit.

se ubican en este grupo. Otros enfrentaron un déficit fiscal financiado con deuda. Grecia, Italia, Portugal y Chipre pertenecen a este grupo. En ambos casos se trató de un problema de sobreendeudamiento del sector privado, en el primero y de los gobiernos, en el segundo. Sin embargo, a diferencia de los Estados Unidos, la eurozona es una unión monetaria, por lo que cada uno de los 17 países miembros no tiene un banco central que emita euros; esa función está en manos del Banco Central Europeo (BCE), que requiere unanimidad para tomar la decisión de emisión. Señales confusas respecto de si el BCE rescataría o no a los gobiernos y bancos con problemas, aumentaron la incertidumbre en la economía mundial.

En segundo lugar, el objetivo del BCE es la estabilidad monetaria, definida como una inflación anual de 2%; además, y en función de las circunstancias, también puede apoyar al crecimiento económico. En tiempos normales, el BCE maneja la tasa de interés que le paga a los bancos comerciales por sus depósitos en el BCE; por ejemplo, en tiempos de recesión y tendencia a la deflación, reduce la tasa de interés y provee liquidez. Aquella tasa se refleja en la tasa de interés interbancaria, definida como aquella que se cobran entre sí los bancos comerciales por préstamos a muy corto plazo.

En tercer lugar, en tiempos de crisis el BCE, como los demás bancos centrales, se apoya en medidas no convencionales de política monetaria. Los QE sirvieron para comprar bonos de gobiernos de los sectores públicos de los distintos países de la eurozona. Estos bonos fueron emitidos por los países miembros como una manera de tomar deuda. Los problemas aparecieron cuando la cantidad de deuda alcanzó niveles, que no solo la hacían impagable, sino que ya nadie quería comprar esos bonos. Entonces, apareció el BCE quien a través de sus QE compró parte de los bonos mencionados. Ocho de cada diez activos financieros comprados por el BCE eran bonos emitidos por gobiernos. Queda claro que más allá de los objetivos usuales de los QE, en el caso de la eurozona, se agregó el rescate de los países ante una crisis de deuda soberana.

Cuadro 11  
Eurozona: indicadores básicos  
(En variaciones porcentuales)

	1999-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PBI	2.1	-4.5	2.1	1.6	-0.9	-0.2	1.3	2.0	1.8
Consumo	1.8	-1.1	0.8	-0.1	-1.1	-0.6	0.8	1.7	2.1
Inversión	2.7	-11.2	-0.3	1.5	-3.4	-2.5	1.7	3.1	4.4
Inflación	2.2	0.3	1.3	2.7	2.5	1.3	0.4	0.0	0.2

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook 2017*, octubre, Washington, p. 244.

El 22 de enero de 2015, el BCE anunció el QE. La inyección se realizó a través de la compra de títulos en los mercados secundarios de deuda pública de los países de la eurozona. En paralelo los temores a la deflación (véase cuadro 11) también influyó, pues el BCE tiene una meta inflacionaria de 2% anual, objetivo que solo se cumplió en 2011 y 2012. A juzgar por los efectos desde 2013, el QE no logró su objetivo de siquiera acercarse a la meta inflacionaria.

## **B.5 ¿Por qué no tuvieron el éxito esperado?**

¿Tuvieron éxito la reducción en tasas de interés y posterior implementación de los QE? Depende del objetivo; si solo era evitar una gran depresión similar a la de los años treinta del siglo pasado, la respuesta es positiva; sin embargo, si ampliamos el horizonte, lo concreto es que la economía mundial entró en un proceso de desaceleración desde 2011 luego de un rebote en 2010. El debate posterior se centró en la búsqueda de explicaciones a la desaceleración de la actividad económica. Como de costumbre, surgieron diferentes explicaciones, como la teoría del estancamiento secular, la recesión de balances, las transiciones de crecimiento, la “nueva normalidad”, el “super ciclo de deuda” y errores de política económica, entre otros. Una vez más, como siempre ha ocurrido en economía, la explicación de cualquier evento generó múltiples visiones. Los consensos son casi imposibles de alcanzar; el problema es que para cada interpretación, existe un conjunto distinto de recomendaciones.

En lo que no hay dudas es en las características del período 2011-15 en las economías avanzadas: crecimiento cada vez más lento, tendencia a la deflación, aumento de los cocientes deuda/PIB, tanto del sector privado como del público, sistemas financieros en proceso de reparación, políticas monetarias y fiscales llevadas a sus límites, tasas de interés en cero. La situación descrita impactó sobre las economías emergentes y precipitó una generalización de la desaceleración, a pesar que no fueron el epicentro de la crisis. Deuda creciente, tanto privada como pública y desaceleración del crecimiento representaron la combinación a la que había que enfrentar.

Lo que hay que explicar es por qué la “excesiva liquidez” solo generó un “crecimiento mediocre” o de manera más general, ¿Por qué ocurrió la desaceleración en las economías avanzadas que se extendió al resto del mundo? ¿Por qué desde 2011 la economía mundial sufrió de una debilidad crónica post crisis? Para responder a las preguntas planteadas hay que regresar al estallido de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI y las consecuencias que ella tuvo en términos de respuestas de política económica. 2008 marcó un antes y un después, no solo en el desempeño económico, sino también en aspectos conceptuales, pues removió las bases de la teoría económica.

### **- Una digresión: ciclos económicos versus ciclos financieros.**

Antes de analizar las causas de la desaceleración 2011-15, es necesario diferenciar el ciclo económico del ciclo financiero, concepto introducido por el Banco de Pagos Internacionales (en adelante BIS, por sus siglas en inglés), para explicar la profundidad y duración del comportamiento económico posterior de las economías avanzadas.

Los ciclos económicos (también llamado ciclo de negocios) son oscilaciones recurrentes de corto plazo en las tasas de crecimiento de la producción, que suelen durar entre cinco y ocho años; tienen dos fases: la de expansión o recuperación, que va del mínimo al máximo y la de caída o recesión, que va del máximo al mínimo. El ciclo completo incluye ambas fases (subida y caída) y se repite de manera indefinida. La variable usada para definir al ciclo económico es la tasa de crecimiento del PIB.

No todos los ciclos son iguales, algunos son más pronunciados y otros más aplanados. Las autoridades económicas enfrentan a los ciclos económicos para tratar de apurar las recuperaciones y evitar la profundidad de la fase de caída. Y para ello usan la política económica, tanto monetaria como fiscal. Estos ciclos, que son parte normal de la evolución de una economía, no son similares a un ciclo financiero.

Los ciclos financieros son fluctuaciones de un conjunto de variables financieras que se mueven de manera simultánea. Claessens, Kose y Terrones (2011:30) denominan a las dos fases, como de aceleración y desaceleración. A diferencia de los ciclos económicos, no pueden determinarse a partir de una variable, sino de un conjunto de ellas, de manera que puede usarse casi cualquier combinación de variables financieras que se muevan en el mismo sentido. Sin embargo, aquellas que mejor capturan las características del ciclo financiero son el crédito y el precio de los inmuebles, pues puede verse con facilidad “la interacción entre las restricciones de financiamiento (crédito) y la percepción de valor y de los riesgos (precios de la propiedad inmueble)”. (Solís 2013:2)

Los ciclos financieros tienen cinco características: en primer lugar, su duración fluctúa entre quince y veinte años, en oposición a los ciclos económicos cuya duración máxima es de ocho años. En segundo lugar, el final de la fase de aceleración (auge), termina en una crisis bancaria y con dificultades en el funcionamiento de los mercados financieros; en tercer lugar, los ciclos financieros son más o menos sincronizados entre la mayoría de las economías, por lo que el punto máximo de la fase de aceleración a veces se asocia con crisis financieras sistémicas de alcance mundial; en cuarto lugar tienen sus orígenes en el régimen financiero del país; un ejemplo es la liberalización financiera sin un adecuado esquema de regulación en un contexto de innovaciones financieras. En quinto lugar, las recesiones tienden a ser más profundas y con recuperaciones lentas y débiles, en comparación con la fase de caída de un ciclo económico.

¿Cuál es el problema en no diferenciarlos? Costas y Arias (2015:13) es que el riesgo de no diferenciarlos radica en las respuestas de los diseñadores de política económica; si entienden la crisis como una recesión normal de un ciclo económico usarán las medidas tradicionales de política monetaria y fiscal para enfrentar la crisis. Sin embargo, no enfrentan el problema de exceso de endeudamiento que se desarrolló antes del estallido de la crisis y que por lo tanto, estuvo en los orígenes de la misma. El BIS (2014:71) señala que, “un enfoque que se centrara en el ciclo económico no puede dar cuenta cabal de la interacción entre deuda y precios de activos que explica el anémico crecimiento de numerosas economías avanzadas en los últimos años”. Las políticas financieras, monetarias, fiscales y macroprudenciales son claves para evitar una aceleración insostenible. (Borio 2012:14) señala lo siguiente: “they would help to address its failure to restrain the buildup of unsustainable financial booms”.

Ahora volvamos a las explicaciones de la desaceleración 2011-16. Usaremos el caso de los Estados Unidos, salvo que se mencione lo contrario, debido a que fue el epicentro de la crisis financiera.

### **B.5.1 Recesión de Balances (*Balance sheet recession*)**

Hemos visto que mediante diversos mecanismos, como la reducción de las tasas de interés a cero y los programas de compra de activos financieros (QE), la FED bombeó liquidez a la economía; mediante los QE, la FED compró activos a los bancos comerciales y les pagó a través del depósito electrónico de dólares en las cuentas que los bancos comerciales tienen en la FED (reservas bancarias). Sin embargo, el hecho que los bancos comerciales dispongan de más dinero para prestar, no significa que necesariamente puedan hacerlo si es que no hay clientes dispuestos a solicitar préstamos. Esta posibilidad fue planteada por varios economistas del BIS, quienes usaron la crisis japonesa y la Gran Depresión como referentes. El lento crecimiento posterior desde 2011 se debió a una “recesión de balances”, término introducido por el economista japonés, Richard Koo, cuando era el economista jefe de *Nomura Securities*, una compañía financiera japonesa. (Koo 2011a, 2011b, 2012, 2013, 2016)

El punto de partida es que no todas las recesiones y/o desaceleraciones son iguales; como consecuencia, las respuestas tampoco pueden ser similares, pues primero hay que caracterizar a la recesión.

La recesión típica posterior a la segunda guerra mundial, era originada, en la mayoría de los casos, en la respuesta de política monetaria ante un problema de inflación. La reacción estándar de los bancos centrales era el aumento de las tasas de interés, lo que generaba recesión, pero detenía la inflación; en esas circunstancias, la recesión era de corta duración. Por lo tanto, la “recesión normal” desde 1945 hasta mediados de los ochenta era el resultado de una política monetaria contractiva (aumento en las tasas de interés), usada por lo general para enfrentar la inflación. Los sistemas financieros estaban fuertemente regulados, por lo que los niveles de endeudamiento eran razonables.

Sin embargo, aquella herramienta es insuficiente en episodios de crisis financieras de gran magnitud, como la gran depresión de los años treinta, la crisis japonesa o la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. Los bancos centrales siguieron la receta estándar y bajaron las tasas de interés hasta cero, con el objetivo de aumentar el crédito y con ello reactivar la economía. Y ello fue lo que se hizo como respuesta a la crisis financiera que estalló en 2008. ¿Por qué no funcionó? La respuesta corta es la siguiente: si las personas y las empresas están sobreendeudadas, optan por ahorrar para poder pagar y ahorrar más significa gastar menos. De acuerdo con Koo (2013:141) están minimizando deudas, por lo que no importa que la tasa de interés se ubique en cero, dado que prefieren ahorrar para pagar deudas que pedir prestado y gastar. Como consecuencia la política monetaria, convencional o no convencional, es inefectiva y no soluciona la crisis, pues se trata de una recesión diferente; es una recesión de balances, que sigue a un auge crediticio, altos niveles de endeudamiento e inflación baja.

Veamos un ejemplo del mecanismo planteado por Koo (2011:20) Un hogar tiene 1000 de ingresos mensuales, decide gastar 900 y ahorrar 100 en un banco. El gasto de los 900 representa un ingreso para otras personas, por lo que no es un problema, pues siguen en circulación. Los 100 restantes se depositan en el banco, pero si no hay quién quiera tomarlos



como préstamo, entonces la economía ahora tiene 100 atados en el sistema financiero. En tiempos normales los 100 hubieran sido prestados, por lo que en el neto seguirían circulando los 1000 iniciales.

En un segundo momento, los 900 que sí se gastaron fueron ingreso para otra persona. Supongamos que decide gastar el 90% y ahorrar el 10% en el sistema bancario. Ahora el gasto de 810 es ingreso para otro, pero los 90 restantes salieron de circulación y no volvieron a entrar, pues no existían clientes dispuestos a tomarlos como préstamo. De esta manera, la economía se “achica” de 1000 a 900 y luego a 810, a pesar que las tasas de interés estén en cero. Los deudores están “reparando sus balances a través de la reducción de pasivos” y ello pasa por no tomar más deudas. Alguien tiene que inyectar el dinero que se queda en el sistema financiero. Entre 1929 y 1933 no se hizo y el resultado fue la Gran Depresión.

Ahora vamos a la realidad. La primera crisis financiera del siglo XXI fue precedida de una burbuja inmobiliaria, financiada con deuda. En los Estados Unidos, España, Reino Unido, entre otros, personas naturales y empresas se endeudaron para comprar viviendas bajo la idea que el precio mantendría su tendencia al alza y así, “hacer negocio”. “Me endeudo con el banco por 1000 y compro una casa en 1000; espero unos meses hasta que suba de precio a 1300, la vendo a este precio y con el dinero obtenido, le pago al banco y gano 300”. El elemento clave con este razonamiento es la expectativa o creencia que el precio de la vivienda adquirida seguiría subiendo de valor.

Sin embargo, la historia financiera mundial muestra innumerables casos de este tipo y en todos, las burbujas estallan y los precios caen. El problema es que el ciudadano del ejemplo anterior se queda con una deuda de 1000, pero el activo que tiene (la casa) vale ahora, digamos, 600. Sus pasivos son mayores que los activos. En esas circunstancias al deudor solo le queda reducir sus gastos para pagar la deuda. Si los bancos centrales bajan la tasa de interés a cero, el efecto será nulo, pues el objetivo de los deudores es “minimizar sus deudas” y no pedir más préstamos.

Koo (2013:32) define una recesión de balances del siguiente modo: “A balance sheet recession emerges after the bursting of a nationwide asset price bubble, that leaves a large number of private sector balance sheet with more liabilities than assets. In order to repair their balance sheets, private sector moves away from profit maximization to debt minimization”. La recesión de balances es un tipo especial de recesión que solo ocurre luego del estallido de una burbuja especulativa financiada con deuda.

El sector privado necesita reparar sus balances y para ello se encuentra en un proceso de desapalancamiento (desendeudamiento) y solo cuando las deudas se hayan reducido a niveles razonables, volverá a gastar y por ende la demanda volverá a los niveles previos. Mientras tanto, como no hay deudores disponibles, se reducirá la demanda agregada en un monto equivalente a los ahorros no prestados más los pagos de deuda; en ambos casos, es dinero que “no entró a la economía”.

Si la situación descrita afectara solo a un deudor no sería gran problema; pero, si la dimensión del problema afecta a un gran número de deudores, daña toda la economía, pues nadie está dispuesto a pagar. La demanda se reduce y la economía se desacelera, pues se trata de un

problema de acción colectiva. La decisión de cada deudor es correcta, pero tomada en conjunto con la de otros en situación similar, genera la desaceleración. Cuando todos los deudores hacen lo mismo en forma simultánea, ocasionan el freno a la economía.

El otro tema desarrollado por Koo (2010, 2016) se refiere a la debilidad de los QE como una respuesta efectiva a una crisis financiera. El aumento en la base monetaria no necesariamente implica un aumento de la oferta monetaria, pues ello solo ocurre en tiempos normales. La base monetaria, uno de cuyos componentes son las reservas bancarias depositadas en cuentas que los bancos comerciales tienen en los bancos centrales, se eleva cuando el banco central compra bonos u otros valores a los bancos comerciales y le deposita el pago (dinero electrónico) en sus cuentas. Más dinero en sus cuentas no significa que necesariamente lo usen, pues ante las crisis financieras lo que ocurre es que no hay a quien prestarle. Todos están pagando deudas y no desean más préstamos. En términos económicos, el aumento de la base monetaria no lleva siempre a una elevación en la oferta monetaria que sí se refiere al dinero en circulación. Más aún, la mayor base monetaria se vuelve compatible con una reducción del crédito bancario y no con un aumento.

Koo (2016:10) lo pone así: “A central bank can always add liquidity to the banking system by purchasing assets from financial institutions. But for that liquidity to enter the real economy, banks must lend out those funds”. Señala que entre 2008 y 2015, la base monetaria aumentó en 357%, mientras que el crédito bancario solo o hizo en 19% durante todo el período. De ahí que el colapso de la economía sea originado en un sector privado que no gasta y por lo tanto en un sistema financiero que no presta.

¿Qué hacer entonces? Comencemos por lo obvio. Si no se hace nada, habrá que esperar que el sector privado pague sus deudas para que comience a gastar y aumente la demanda; el problema es que este proceso puede tardar más de una década. Aquí entra la política fiscal y para entenderlo retomemos el ejemplo de párrafos atrás. De los 1000 soles que la familia recibió como ingresos, decidió gastar 900 y depositar 100 en un banco comercial. Como no hay a quién prestarle, los 100 salen de circulación y la economía se “achica” en 100. Sin embargo, ¿qué pasaría si el gobierno se endeuda con los bancos en 100 y los inyecta, digamos, vía inversión pública? En ese caso, la política fiscal habría evitado la contracción, pues en el neto se mantienen los 1000 en circulación. El gobierno habría actuado como un prestamista de última instancia. Este rol de deudor debe cumplirlo hasta que el sector privado haya terminado de pagar sus deudas. Koo (2013:145) señala que “With monetary policy largely ineffective, the only policy left to keep the economy away from a deflationary spiral in this type of recession is for the government to borrow and spend the unborrowed savings in private sector”.

¿Y por qué esto solucionaría los problemas de la minimización de deuda? Porque si se mantiene, en el ejemplo, los 1000 soles en circulación, pronto llegarán a manos de los privados, quienes así podrán pagar más rápido sus deudas, pues la economía no se ha “encogido”. “By keeping the GDP from shrinking, the government ensures that the private sector has the income to repair its balance sheets” (Koo 2013:145) Si solo salen de circulación y se quedan “atracados” en el sistema financiero, el encogimiento de la economía genera que cada vez se tenga que gastar menos para poder pagar deudas. Y es eso lo que lleva a la combinación de una desaceleración con deflación.

¿Y el problema del déficit fiscal? En opinión de Koo (2013:34), “From a macroeconomic perspective, a government does not have to depend on external borrowers to finance its deficit during a balance sheet recession”. La idea es que los gobiernos no requieren endeudarse con el exterior, pues el mismo sistema financiero interno con el dinero no prestado al sector privado, se convierte en el “prestamista del gobierno”. El proceso tendría que mantenerse hasta que el sector privado vuelva a gastar. A partir de ese momento, el gobierno tendrá que reparar su propio balance, lo que pasa por reducir el déficit fiscal creado para sacar a la economía de la recesión. Más aún, el déficit fiscal “no le resta” recursos al sector privado, pues se trata de dinero que los privados no están dispuestos a pedir. Por último, el déficit permite que la oferta monetaria no se reduzca, pues asegura que todo el dinero se mantenga en circulación.

Koo (2013:149) indica que existen dos fases en la macroeconomía. La primera de ellas corresponde a los tiempos normales, en los que las empresas buscan maximizar sus beneficios, dado que tienen los balances saneados; en esas condiciones, el gobierno debe intervenir lo menos posible en la economía y manejar los episodios de recesión a través de la política monetaria; sin embargo, cuando la economía se encuentra en una recesión de balances, debe usarse la política fiscal, pues la monetaria es inefectiva. La diferencia entre ambas fases está en la salud financiera del sector privado.

Por lo tanto, la recesión de balances sostiene que la lenta recuperación de la economía mundial se debió a una deficiencia de demanda y la receta estándar, que implica el uso de la política monetaria para estimularla, no fue la adecuada. Todo esto, sin negar que la reducción en las tasas de interés y los QE evitaron que las economías avanzadas cayeran en una profunda recesión. Sin embargo, las recetas para evitar una gran depresión no son las mismas que aquellas que sirven para solucionar la crisis.

Caruana (2014:4) señala que la visión de la recesión de balances puede resumirse en siete proposiciones:

- La crisis no fue un choque exógeno, sino el resultado del colapso inevitable de un boom previo insostenible. El resultado fue una recesión de balances.
- La reducción del exceso de endeudamiento que generó la burbuja especulativa, es una condición necesaria para una recuperación sostenida.
- La disminución del crédito explica la contracción de la demanda, pues los agentes económicos tienen que pagar el sobreendeudamiento. En ese contexto, las políticas monetarias y fiscales pierden efectividad.<sup>8</sup>
- El período post crisis se caracterizó por tasas de interés cercanas a cero en las economías que fueron el epicentro de la crisis, mientras que tuvieron valores positivos en las economías emergentes.
- Durante la creación de la burbuja especulativa ocurrió una errónea asignación de recursos, pues estos se desviaron de actividades productivas a especulativas.
- Las tasas de interés cero no son de equilibrio, pues pueden generar nuevas burbujas.

---

<sup>8</sup> En este punto Caruana (2014) difiere de Koo (2011a, 2011b, 2013 y 2016), respecto de la efectividad de la política fiscal.

- Las presiones deflacionarias pueden deberse a la competencia global, aunque ello se oscurece por el problema financiero.

Borio (2017:2) resume la hipótesis de la recesión de balances en tres proposiciones: en primer lugar, la economía mundial ha sido incapaz de frenar los auges financieros, que cuando colapsan generan recesiones profundas y duraderas, recuperaciones débiles y lento crecimiento de la productividad. Las etapas de auge y caída conforman el ciclo financiero y pueden caracterizarse a partir de las fluctuaciones del crédito y el precio de los activos, en especial las propiedades inmuebles. Los ciclos financieros son más largos (quince a veinte años) en comparación con los ciclos económicos (cinco a ocho años). En segundo lugar, el boom previo al estallido de la burbuja presionó al producto por encima de su potencial, por lo que no se requería para alcanzar el pleno empleo. En tercer lugar, la tasa de interés natural de equilibrio es positiva y alta.

¿Cuál es la recomendación de política ante una recesión de balances? Existe acuerdo en el éxito de las medidas iniciales de reducción en tasas de interés y QEs, pues evitaron un colapso, como el que ocurrió en la década de los treinta. Sin embargo, un tema distinto es qué hacer para recuperar el crecimiento. Para lograrlo no es prioritario implementar las políticas tradicionales de estímulo de demanda. La clave está en reparar los balances, pues es lo único que resuelve el legado de la crisis y acompañarlo de reformas estructurales que sostengan el crecimiento en el largo plazo. (Caruana 2014:9)

Sin duda, la recesión de balances agrega elementos para el debate sobre la desaceleración posterior a la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. No obstante, enfrenta críticas de diverso tipo. En primer lugar, ¿por qué las empresas y las mismas personas sobreendeudadas no piden prestado a tasas de interés cercanas a cero para invertir en proyectos productivos? Después de todo, el dinero casi es gratis y es difícil pensar que no existan proyectos productivos endeudándose a una tasa cercana a cero.

El argumento de los defensores de la recesión de balances es que las empresas y personas se vuelven adversas a tomar deuda por el trauma del colapso previo; no están dispuestas a volver a endeudarse por el riesgo que supone; por esa razón dejan de lado oportunidades de inversión rentables. Koo (2014:5) lo pone así: “Even after the balance sheets are repaired, people who were forced to deleverage for an extended period of time tend to experience a kind of debt related trauma that acts as a psychological block to borrowing, even after they have cleaned up their balance sheets”.

Además, puede haber otros factores, como expectativas negativas, preferencia de las entidades bancarias por mantener mayores cantidades en reservas en sus cuentas en los bancos centrales, inversiones especulativas en otros activos financieros, etc. En lo que parecen no haber dudas es que la salida de una recesión de balances es lenta, tal como lo probaron los casos de Japón y su década perdida y la Gran Depresión, en la que la tasa de interés recién en 1959 alcanzó el nivel que tuvo en 1920.

En segundo lugar, si la política fiscal es la encargada de enfrentar la crisis, ¿qué hacer ante los riesgos de un crecimiento desmedido del déficit y por ende de la deuda que sirve para

financiarlo? Es cierto que existen posiciones a favor y en contra del déficit fiscal; el tema está en la magnitud del déficit que las autoridades pueden manejar.

### **B.5.2 Estancamiento Secular**

Una de las explicaciones a la desaceleración del crecimiento económico en las economías avanzadas entre 2011 y 2015, fue la hipótesis del “estancamiento secular” o “crecimiento lento de largo plazo”. La expresión no es nueva, aunque no existe un consenso respecto de su significado, sino más bien, diferentes matices de la misma. En lo que coinciden la mayoría de ellos es que la desaceleración de la economía mundial luego del estallido de la crisis financiera de 2008, se explica por una insuficiencia estructural de demanda, originada en causas anteriores a la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. Entre los principales factores se encuentran el lento crecimiento de la productividad, el bajo impacto de los avances tecnológicos, la desaceleración de la innovación, el envejecimiento de la población y la desigualdad de ingresos, entre otros elementos.

Los orígenes del concepto se remontan a los años treinta del siglo anterior. La expresión fue creada por Alvin Hansen en 1934 y elaborada en diciembre de 1938, en un discurso en la reunión anual de la *American Economic Association*, titulado, “*Economic Progress and Declining Population Growth*”. Un año después fue publicado en la revista *American Economic Review*. (Hansen 1939). El objetivo de Hansen fue explicar la débil recuperación de la Gran Depresión del período 1929-33 y sostuvo lo siguiente: “This is the essence of secular stagnation, sick recoveries that die in their infancy and depressions which feed on themselves and leave a hard and seemingly immovable core of unemployment” (Hansen 1939: 4) La pregunta de Hansen fue la siguiente: ¿Por qué la economía de los Estados Unidos se recuperaba a un ritmo tan lento si la Gran Depresión ya había pasado?<sup>9</sup>

En noviembre de 2013, el economista Larry Summers, revivió la idea en un discurso en un foro económico del Fondo Monetario Internacional (FMI). El objetivo era encontrar una explicación al crecimiento lento y prolongado en la segunda década del siglo XXI en los Estados Unidos y en las demás economías avanzadas.

Volvamos a 1938 ¿Qué fue lo que dijo Hansen? En primer lugar, trató de explicar por qué a lo largo de la década de los treinta la economía estadounidense experimentó un lento crecimiento, a pesar que la Gran Depresión ya había pasado. En segundo lugar, Hansen señaló que cualquier economía requería aumentar la inversión para sostener el crecimiento. En tercer lugar, en las décadas previas al estallido de la gran depresión de 1929, tres factores determinaron los aumentos en la inversión: los inventos, los descubrimientos y desarrollo de

---

<sup>9</sup> Hansen escribió sobre el estancamiento, antes de la creación del término producto interno bruto (PIB) y por ende del PIB potencial. No existía la noción de productividad ni la de su tasa de crecimiento.

nuevos territorios y el crecimiento de la población.<sup>10</sup> Hansen sostuvo que tanto la ausencia de nuevos avances tecnológicos, como la declinación en los dos últimos factores, impedían la recuperación sostenida compatible con el pleno empleo. El problema de fondo era la ausencia de oportunidades para aumentar la inversión, al margen de una tasa de interés cercana a cero. En esas condiciones, la opción es el ahorro, pero si todos lo hacen, se contrae la demanda, por lo que solo queda el gobierno para estimularla a través de aumentos en el gasto público. En cuarto lugar, el contexto importa. En 1933, Roosevelt, implementó políticas monetarias y fiscales expansivas que reactivaron la economía; sin embargo, en 1937, ante el temor de una inflación, se decidió subir las tasas de interés, y la economía volvió a caer en una recesión. Hansen tenía la idea que podía generarse un problema de lento crecimiento por varias décadas, llamado estancamiento secular o de larga duración.

En noviembre de 2013, Summers se preguntó lo siguiente:

- ¿Y si la economía no es capaz de crecer y crear empleo de manera sostenida y sólo puede lograrlo con el riesgo de crear burbujas especulativas?
- ¿Y si la crisis financiera ya terminó y en realidad la economía mundial se encuentra en un nuevo escenario en el que el escaso crecimiento es lo normal, una especie de estancamiento secular? Al igual que Hansen, señalaba que lo normal podía ser un crecimiento anémico debido a la falta de oportunidades de inversión productiva. Eichengreen (2014:41) sostuvo que, “the idea that the US and the other advanced economies might be suffering from more than the hangover from a financial crisis resonated with many observers”.
- ¿Cómo pudo ser que en los años anteriores al estallido de la crisis de 2008, el dinero fácil, la imprudencia financiera y todos los excesos no se reflejaron en un aumento de la demanda, empleo y sobrecalentamiento de la economía y por ende inflación? Los estímulos, como la reducción en las tasas de interés antes de la crisis, no lograron impactar sobre el crecimiento y solo crearon burbujas, que luego se manifestaron en la crisis financiera.

¿Cuál fue el argumento de Summers? En opinión de Summers (2016a:3), las economías avanzadas atravesaron por un desbalance originado en un crecimiento de la propensión marginal a ahorrar y una disminución de la propensión marginal a invertir. La tendencia a ahorrar más se refleja en una menor demanda, pues si se ahorra más es porque se gasta menos. El exceso de ahorros tiende a bajar la tasa de interés, la que a su vez origina un aumento insostenible de la inversión, que en el caso de la primera década del siglo XXI, se manifestó en burbujas inmobiliarias. Sin embargo, como las razones que dieron origen a la tendencia a un mayor ahorro y una menor inversión son estructurales y de largo plazo, el resultado fue un estancamiento, a pesar que la crisis financiera ya había pasado.

La tasa de interés es el precio del dinero y se determina, como cualquier precio, a partir de la interacción entre la oferta de ahorros y la demanda de fondos para inversión. Un exceso de

---

<sup>10</sup> El envejecimiento de la población en la década de los treinta fue un hecho cierto; sin embargo, la tendencia se interrumpió por un hecho exógeno. Entre 1946 y 1964 aumentó bruscamente la tasa de natalidad en las economías avanzadas, fenómeno conocido como el baby boom, fenómeno que interrumpió la visión de Hansen de 1938.

ahorro baja la tasa de interés al igual que una disminución de la inversión. Imagine que cada vez menos personas piden préstamos y al mismo tiempo los bancos tienen cada vez más depósitos. El resultado tiene que ser una caída de las tasas de interés. La tasa de interés que iguala ahorro e inversión al nivel del pleno empleo se denomina “natural” o “neutral”. El estancamiento secular ocurre cuando la tasa natural es excesivamente baja.

Borio (2017:2) resume la hipótesis del estancamiento secular en tres proposiciones: en primer lugar, la economía mundial sufría de una deficiencia estructural de la demanda, originada antes de la crisis financiera, con tendencia a mantenerse. Aquí se usan distintos factores para explicarla, como el envejecimiento de la población, el deterioro de la desigualdad de ingresos y la ausencia de inversiones tangibles debido al avance tecnológico. En segundo lugar, el boom previo a la crisis financiera de 2008, de manera más específica, la burbuja, fue la única razón por la que se logró alcanzar el producto potencial y el pleno empleo.<sup>11</sup> En tercer lugar, la tasa de interés “natural” o “neutral” mostró una tendencia a la disminución desde varias décadas anteriores de la crisis. Cuando se encuentra en su nivel de equilibrio, el producto alcanza su máximo potencial.

Vamos a los hechos; en el período 2011-16 se observó una desaceleración del crecimiento, tendencia a la deflación y tasas de interés cero; las tres características calzan con un exceso de ahorro; ante la ausencia de oportunidades rentables de inversión productiva, los ahorros fluyeron hacia la especulación y por eso se observaron burbujas en diferentes activos.

Sin embargo, la pregunta es la siguiente: ¿Por qué bajó la tasa de interés? o ¿Cómo se originó el exceso de ahorro y la ausencia de oportunidades rentables de inversión? Es aquí donde aparecen los factores de largo plazo, que van más allá de la crisis financiera de 2008. En consecuencia, la hipótesis del estancamiento secular tiene distintas versiones, pues depende de qué factores reciben mayor ponderación en el análisis. Eichengreen (2014: p.41) señala que “secular stagnation means different things to different people”. Existen cuatro versiones del mismo concepto, todas sujetas a críticas:

En primer lugar, la explicación por el lado de la oferta. Todos los grandes inventos ya fueron hechos, postura defendida por Gordon (2012,2014). La innovación ya no genera aumentos en la productividad, que es la única fuente del crecimiento económico en el largo plazo. Los avances ya no tienen el impacto de aquellos de hace un siglo. (Gordon 2012:2) lo pone así: “Inventions since 2000 has centered on entertainment and communications devices that are smaller, smarter and more capable, but do not fundamentally change labor productivity or the standard of living in the way the electric light, motor cars or indoor plumbing change it”. Más aun, el crecimiento económico comenzó en 1750 y puede ser un episodio único en la historia humana y no una garantía que continuará en el futuro. Ello no significa que no habrá nuevos avances, sino que impactarán sobre la productividad a un ritmo más lento. De esta manera la fuente del estancamiento secular viene por el lado de la oferta y no de la demanda, pues los avances tecnológicos ya no impactan sobre la productividad como antes. Gordon (2014:50) sostiene que la tendencia a un crecimiento lento se extendería a 40 años más

---

<sup>11</sup> El producto potencial se define como “la cantidad máxima de bienes y servicios que una economía puede generar operando a máxima eficiencia, es decir, a plena capacidad” (Jahan y Mahmud 2013:38).

(contados desde 2007) y al tema tecnológico le agrega cuatro vientos en contra: demografía, educación, desigualdad de ingresos y deuda del gobierno. Por lo tanto, asume que aun si el cambio tecnológico mantuviera una tasa similar de crecimiento a las cuatro décadas previas a la crisis financiera, “the headwinds will slow economic progress to that of a turtle”. (Gordon 2014:58) El cuarteto es el mismo observado por Summers, con la diferencia que Gordon lo observa por el lado de la oferta, mientras que Summers, por la demanda.

Mokyr (2014) se opone a la visión de que luego de 2008 el “lento crecimiento vino para quedarse”. Se pregunta, “what is wrong with this history? The one world answer is technology” (Mokyr 2014:83); las innovaciones tecnológicas son la principal fuente del crecimiento económico y la tendencia no se detendrá debido a que la ciencia avanza. El progreso científico generó aumentos en la productividad y por ende en el bienestar, desde mediados del siglo XIX. La digitalización, el internet y las tecnologías de la información han penetrado cambiará siempre el mercado laboral y aparecerán profesiones y actividades que pocos años atrás parecían impensables. El argumento de Mokyr es que los avances tecnológicos seguirán impactando sobre la productividad y por ende, sobre el crecimiento económico. “In short: technology is no our enemy, it is our best hope. But if you think rapid technological change is undesirable, try secular stagnation”.

En segundo lugar, la visión de Summers (2013, 2014a, 2015, 2016a). Existe una deficiencia crónica y no coyuntural de demanda; por un lado, las familias gastan menos y por otro, las empresas no invierten a pesar de la tasa de interés cercana a cero. El resultado es una abundancia de ahorros que no son invertidos a una tasa de interés positiva. Summers (2014a, 2014b), señala varios factores que determinaron que la tasa de interés se aproxime a cero. En primer lugar, es el deterioro de la distribución de ingresos; la mayoría de los aumentos del ingreso en las últimas décadas han ido a los segmentos de más altos ingresos, que a su vez tienen una propensión marginal a consumir baja. El resultado es una abundancia de ahorros que no son invertidos a una tasa de interés positiva. En segundo lugar, el lento crecimiento poblacional, que es un factor estructural que va más allá de los impactos de la crisis financiera de 2008 y que fue desarrollado por Hansen (1938). Parece obvia la importancia de la demografía, pues más personas significan más demanda para satisfacer sus necesidades. Por lo tanto, si la población crece menos, entonces es esperable una menor demanda. Además existen otros canales, pues conforme la población envejece, se expanden los grupos poblacionales con mayor tendencia al ahorro.

En tercer lugar, el estancamiento del crecimiento de la productividad y el PIB se origina en la falta de inversión en infraestructura, educación y capacitación, pues limitan los aumentos de la productividad. Aquí aparece un rol para la inversión pública, pues los desembolsos tendrían como destino sectores con gran impacto sobre el PIB. En cuarto lugar, otra explicación posible es que el producto potencial de la economía de los Estados Unidos se haya reducido de manera permanente a raíz de la crisis financiera de 2008 y la lenta recuperación posterior.

En síntesis, la noción del estancamiento secular se asocia más con la deficiencia crónica de demanda y por lo tanto con la posición de Summers (2016a, 2016b). Los problemas con el crecimiento se originaron antes de la crisis, pero fueron “tapados” por las burbujas financieras. El dilema post crisis entonces era el siguiente: o se acepta que para crecer se



requiere de nuevas burbujas financiadas con deuda, con los consiguientes problemas que esto trae o se acepta que el crecimiento será lento con alto desempleo, situación denominada “nueva normalidad”.

Caruana (2014:3), sostiene que el lento crecimiento post crisis se debió a un déficit global de demanda, en especial en las economías avanzadas; resume la hipótesis del estancamiento secular en siete proposiciones:

- La crisis financiera representó un choque de demanda negativo, con consecuencias duraderas.
- El desendeudamiento es el principal factor que explica la persistencia del déficit de demanda.
- La restricción de la demanda se explica por un crecimiento anémico de la oferta del crédito. Las entidades financieras no están dispuestas a prestar en el período posterior a la crisis.
- La debilidad persistente de la demanda pone en riesgo a la oferta y al crecimiento de la productividad; los bajos niveles de inversión retardan la innovación y la expansión de la capacidad productiva.
- Existe una asimetría en el sistema monetario global, pues las economías con superávit no requieren expandir la demanda interna (tienen a la externa), pero aquellos con déficit externo se contraen, dado que necesitan a la demanda interna.
- Las tasas de interés de equilibrio son negativas y tienden a mantenerse en esos niveles y las burbujas son necesarias para compensar la caída estructural de la demanda.
- La debilidad de la demanda genera deflación.

Como cualquier enfoque, la idea del estancamiento secular no estuvo exenta de críticas. En primer lugar, durante el período previo a la primera crisis financiera internacional del siglo XXI las economías avanzadas, en especial Estados Unidos, experimentaron un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, señal de un exceso de gasto y no de una deficiencia de demanda. En segundo lugar, hacia 2014, los Estados Unidos ya habían logrado una tasa de desempleo baja, que fluctuaba en torno del pleno empleo; tanto es así, que las autoridades comenzaron el proceso de normalización monetaria, pues se inició el final de los programas de compras de activos (QE). El hecho descrito realza la posibilidad que más que factores de demanda, sean de oferta aquellos que impiden el crecimiento.

¿Cuál es la recomendación de política? Un manejo tradicional de la demanda, a través de una política fiscal expansiva. Un aumento de la inversión pública orientado a infraestructura, educación y capacitación es la llave de salida por los impactos que la misma tiene sobre el PIB.

### **B.5.3 ¿Dónde nos deja el debate?**

La desaceleración económica del período 2011-15 tuvo dos grandes explicaciones, que son complementarias y no sustitutas. En primer lugar, la “recesión de balances” señala que las razones de la desaceleración están en los orígenes de la crisis financiera internacional de 2008. La economía mundial fue incapaz de detener el auge financiero, originado en un exceso de endeudamiento, que se manifestó en burbujas especulativas en distintos países del mundo.

Al colapsar las burbujas, la carga de la deuda generó que empresas y personas gasten menos para poder pagar. La debilidad de la demanda esperada originó una menor inversión y como consecuencia un crecimiento económico más débil. En segundo lugar, la hipótesis del estancamiento secular sostiene que la economía mundial enfrentaba una insuficiencia crónica y estructural de demanda; los orígenes de la desaceleración se encuentran en razones que nacieron antes del estallido de la crisis, como por ejemplo, la reducción de la productividad, el envejecimiento de la población y el deterioro de la desigualdad de ingresos.

Ambas visiones coinciden en tres aspectos: en primer lugar, en el acierto de la respuesta inmediata de los bancos centrales, pues evitó que la crisis financiera se convirtiera en la Gran Depresión de los años treinta. En segundo lugar, rechazan la opción que el mercado puede arreglar solo el problema. En tercer lugar, el síntoma de la desaceleración es la caída en las tasas de interés.

La diferencia entre los dos enfoques radica en la prescripción respecto de cómo volver a crecer a tasas similares a aquellas prevalecientes antes de 2008. Mientras que la recesión de balances aporta una solución que se puede resumir en “reparar balances y reformar”, el estancamiento secular alude a la política fiscal, en especial a la inversión en infraestructura y educación como una de las salidas. Otra discrepancia radica en el punto de partida: los defensores del estancamiento secular, señalan que los impactos de la crisis financiera de 2008 ya habían pasado, y por ello se concentraron en explicar el anémico crecimiento posterior. Las burbujas previas sirvieron para generar altas tasas de crecimiento económico, pero insostenibles. Por su parte, aquellos que defienden la visión de la recesión de balances, indican que la crisis financiera no habría pasado hasta que el sector privado no reparase sus balances. En síntesis, el estancamiento secular sugiere un debilitamiento del crecimiento potencial antes de la crisis, mientras que la visión de una recesión de balances señala que los problemas son una herencia de la crisis.

En lo que no hay dudas es que en el período previo a la crisis se acumuló un alto nivel de endeudamiento. Si el problema fue el exceso de endeudamiento, ¿cómo definirlo? ¿Qué nivel de deuda puede asumirse sin comprometer el crecimiento económico futuro? Las crisis financieras no son un fenómeno nuevo y son gatilladas por un boom crediticio. La primera documentada fue la crisis de los tulipanes en Holanda en 1634.

Reinhart y Rogoff (2014) realizaron un estudio que cubrió ocho siglos de crisis financiera y concluyeron que la recuperación, entendida como el retorno a los niveles de crecimiento existentes antes de la crisis duraba, en promedio, ocho años. En otro estudio, los mismos autores reportaron dos hallazgos. En primer lugar y para las economías avanzadas, niveles de deuda/PIB mayores que 90% originan un crecimiento menor en un punto porcentual; en segundo lugar y para las economías emergentes, el umbral se encuentra en 60%, con la diferencia que en este caso reduce la tasa de crecimiento económico en dos puntos porcentuales. (Reinhart y Rogoff 2010)

¿Y qué nos dicen los datos? Mientras que en 2009 la deuda /PIB ascendió a 92.5% para las economías avanzadas, en 2016 continuó la tendencia y llegó a 105.1%. Si acotamos los datos al G-7 (Grupo de los 7), los porcentajes fueron de 104.5% y 120.3%, respectivamente.

Rogoff (2016) señala que la mejor forma de entender el lento crecimiento es a través de la comprensión del llamado super ciclo de la deuda. Usa como punto de partida los estudios señalados en el párrafo previo y agrega que lo observado entre 2011 y 2015 corresponde a la recuperación normal que sigue a una crisis financiera sistémica. A diferencia del estancamiento secular, el lento crecimiento poblacional y el deterioro de la desigualdad de ingresos no explican la burbuja inmobiliaria previa a la crisis de 2008 en los Estados Unidos. La evolución anémica de la economía mundial entre 2011 y 2015 no es eterna pues luego del desendeudamiento privado y público, el crecimiento retomarí su tendencia previa a la crisis.

El período 2011-15 nos dejó un panorama sombrío: lento crecimiento, tendencia a la deflación, aumento de la deuda/PIB, persistencia del desempleo y bajos niveles de inversión, a pesar de las medidas extraordinarias implementadas por los bancos centrales. La reducción de las tasas de interés a cero y los QE no fue suficiente para revertir la tendencia. ¿Es acaso que no se pudo hacer nada para evitar que los impactos de las crisis financieras duren un promedio de ocho años o más? ¿Por qué no se pueden prever las crisis financieras? ¿Dónde están las fallas?

### **C. La desaceleración de China**

La desaceleración de la economía china fue el resultado de factores externos e internos. Por un lado, la primera crisis financiera internacional del siglo XXI tuvo un impacto negativo sobre las exportaciones chinas. Los principales mercados de destino de sus ventas al exterior eran las economías avanzadas (Estados Unidos y Europa), que experimentaron tasas de crecimiento cada vez más lentas. El exceso de endeudamiento, origen de la crisis, llevó a una disminución en el consumo de manera de liberar recursos para poder pagar. Al igual que una familia, una economía sobreendeudada tiene que gastar menos para poder cumplir con sus compromisos de deuda. Si Estados Unidos y Europa compran menos, China se desacelera y por ende menor demanda menos materias primas de países como aquellos de América Latina. De esta forma, la crisis se extendió a través del canal comercial por el resto del mundo.

Por otro lado, China comenzó a cambiar su “estilo de crecimiento” para basarlo menos en la inversión y las exportaciones y más en el consumo privado interno y en la industria de servicios, en un proceso denominado, “rebalanceo”. La primera razón llevó a la implementación de un programa de estímulo económico, mientras que la segunda, a un conjunto de reformas estructurales.

Cuadro 12  
China: principales indicadores económicos 2011-2014

	2011	2012	2013	2014
PIB (variación porcentuales)	9.3	7.8	7.8	7.4
PIB (en miles de millones de dólares)	7314	8387	9469	10380
PIB por habitante (en dólares)	5429	6194	6959	7589
Inversión anual (% del PIB)	48.3	47.7	47.8	46.9
Inflación (en porcentaje)	4.1	2.5	2.5	1.5
Volumen importado (variaciones porcentuales)	12.0	8.2	10.8	7.1
Volumen exportado (variaciones porcentuales)	10.3	7.0	8.7	6.4
Tasa de desempleo (en porcentaje)	4.1	4.1	4.1	4.1
Ingresos del gobierno (en porcentaje del PIB)	27.7	28.4	28.2	28.5
Gastos del gobierno (en porcentaje del PIB)	27.1	28.3	29.3	29.6
Balance del gobierno (en porcentaje del PIB)	0.5	0.0	-1.1	-1.1
Deuda del gobierno (en porcentaje del PIB)	36.5	37.3	39.4	41.1
Balance en cuenta corriente (en porcentaje del PIB)	1.9	2.6	1.9	2.0

Fuente: Cepal (2015), *América Latina y el Caribe y China. Hacia una nueva era de cooperación económica*, Santiago de Chile, p. 14.

#### - El Programa de Estímulo Económico

La crisis financiera, que estalló en setiembre de 2008, afectó a las economías avanzadas. China no fue el epicentro de la crisis, pero al igual que el resto del mundo, fue afectada a través de las exportaciones. Entre el cuarto trimestre de 2008 y el tercero de 2009, las exportaciones experimentaron tasas negativas de crecimiento. Sin embargo, a juzgar por las cifras anuales, parece que China no fue afectada por la crisis (véase cuadro 12). Las tasas de crecimiento entre 2009 y 2011 fueron 9.2%, 10.6% y 9.5%, respectivamente. Esos registros colaboraron con el crecimiento de los países que le vendían materias primas al gigante asiático, como aquellos de América Latina. A partir de 2012 la desaceleración china determinó un comportamiento similar en la región.

Uno de los factores determinantes en el sostenimiento del crecimiento entre 2009 y 2011 fue el programa de estímulo económico, puesto en marcha en noviembre de 2008 por parte del gobierno chino, para contrarrestar los impactos de la crisis externa. El monto ascendió al 12.5% del PIB (aproximadamente 586 mil millones de dólares) a ser gastado entre el cuarto trimestre de 2008 y el último trimestre de 2010. El objetivo era expandir la demanda interna y asegurar el crecimiento rápido y estable. (Naughton 2009:1) En términos del porcentaje del PIB, fue el mayor programa económico del mundo y se caracterizó, tanto por su rapidez en la implementación, como por su concentración en infraestructura. Schmidt y Heilmann (2010:8) señalan que, “China’s reaction to the unfolding was one of the fastest in the world”. El programa funcionó, pues la economía y el empleo retomaron la tendencia alcista en 2009 (5.3%, 5.7%, 8.6% y 13% en cada trimestre). Wong (2011:15) indica lo siguiente: “this was an impressive achievement in the face of collapsing exports, which had contributed a shocking minus 3.7 percent to overall growth in 2009”.

La impresión es que el programa fue financiado e implementado por el gobierno central a través de una vasta inversión en infraestructura; sin embargo no fue así. El mecanismo fue una rápida expansión del crédito que financió iniciativas de los gobiernos locales. El mecanismo fue el siguiente: los gobiernos locales estaban prohibidos de solicitar préstamos al sistema bancario; sin embargo, dada la urgencia, el ministerio de finanzas autorizó a los gobiernos locales, a crear empresas fuera de los balances, llamadas corporaciones de desarrollo, para que sean ellas las que solicitaran los préstamos. De esta manera, los gobiernos locales, a través de las empresas mencionadas, fueron responsables de tres cuartas partes del programa de estímulo y para lograrlo recurrieron al crédito bancario. (Naughton 2013:16) El resultado fue un aumento de la inversión en infraestructura, que elevó la inversión total a 49% del PIB en 2009. Los préstamos del sistema bancario aumentaron de 0.8% del PIB en 2008 a 4.9% del PIB en 2009. (Wong 2011:14) Más aun, el cociente crédito bancario/PIB creció de 135% en 2007 a 170% en 2011 y 235% en 2016. (Chen y Kang 2018:4)

En 2011 finalizó el programa estímulo económico, evento que coincidió con el inicio de la desaceleración de la economía, tanto china como aquella de América Latina.

#### - **El rebalanceo de la economía**

El rebalanceo es una expresión asociada al proceso de transformación estructural de la economía china, con el objetivo de lograr un desarrollo más sostenible. ¿En qué estaba desbalanceada? En general el crecimiento económico se mide a través de las variaciones en el PIB y se explica por tres componentes: el consumo (privado y público), la inversión (privada y pública) y las exportaciones. El modelo de crecimiento chino desde 1978 se basó en dos de ellos: la inversión y las exportaciones en desmedro del consumo interno. A su vez el menor consumo significó altas tasas de ahorro (alrededor de 50% de los ingresos) debido, entre otras razones a la ausencia de un sistema adecuado de seguridad social. Los ciudadanos ahorran para su vejez. Gracias a sus dos motores, la economía logró crecer a tasas de 10% anual, en promedio, durante casi tres décadas. Los impactos de la desaceleración de las economías avanzadas desde 2008 fueron una primera señal de alerta, pero no la única.

Los desbalances estructurales se manifestaban en una dependencia extrema de la inversión y las exportaciones como motores del crecimiento, un exceso de capacidad en ciertas industrias intensivas en capital, una degradación medioambiental, un bajo nivel de consumo de las familias, un boom inmobiliario, un crecimiento insostenible de la deuda (de 100% del PIB en 2008 a 250% del PIB en 2015), tanto de las empresas como de los gobiernos locales y un deterioro de la distribución de ingresos. Zhang (2016:4) sostiene que el modelo generó desbalances en cuatro frentes: externo, interno, ambiental y distribucional.

Los temas descritos se debatieron desde inicios del siglo, pues durante la primera década se profundizaron los desbalances descritos. Los indicadores de crecimiento, exportaciones e inversión (ambos como porcentaje del PIB) crecieron a ritmos insostenibles, a costa del consumo interno, la desigualdad de ingresos y la contaminación ambiental. Quedó claro que crecer bien es mejor que crecer mucho. El debate culminó con la tercera reunión plenaria del décimo octavo comité central del partido comunista en 2013, evento en el que se

definieron las reformas estructurales por las que transitaría la economía hacia una senda de crecimiento sostenible. Fue el mismo año en el que Xi Ping asumió la presidencia del país. El objetivo era lograr un balance entre las tres fuentes de crecimiento económico, entre otros aspectos. En síntesis cambiar la velocidad por la calidad del crecimiento. La nueva meta de crecimiento fue 7%.

Al menos tres razones fueron invocadas para explicar la decisión de cambiar la estrategia de crecimiento de la inversión al consumo: (Atradius 2016) En primer lugar, la inversión representó el 46.9% del PIB en 2014 (véase cuadro 13), una cifra muy alta comparada con aquella de los demás países asiáticos y las economías avanzadas. La sobreinversión se manifestó en un exceso de capacidad en una serie de industrias, como la del sector construcción. De ahí la imagen de ciudades construidas, pero deshabitadas. Además, una parte de la inversión se generó con créditos, que solo aumentaron la morosidad bancaria.

En segundo lugar, el crecimiento basado en la inversión impidió el aumento del consumo personal. Como porcentaje del PIB, el consumo privado representó en 2015 el 38%, muy por debajo de los Estados Unidos (69%), India (60%), Brasil (63%) o Perú (75%). El mayor consumo privado fue percibido como una manera de generar empleo y revertir la creciente desigualdad de ingresos. El gini en 2015 fue de 0.469, muy por encima del gini de las economías avanzadas. En tercer lugar, el crecimiento de la inversión en China generó problemas medioambientales. En 2016, China ocupó el primer lugar en la emisión de contaminantes. Un estilo de crecimiento menos intensivo en capital, reduce la emisión de gases invernadero. En el frente externo, la balanza comercial (la diferencia entre exportaciones e importaciones de bienes) experimentó un superávit equivalente a 8.6% del PIB en 2007 y se redujo a 2.7% en 2015. En el cuadro 12 se observa que el volumen importado creció más que el exportado entre 2011 y 2014.

En setiembre de 2013, el jefe de Estado, Xi Jinping, definió la “nueva normalidad” para China con el siguiente argumento: “China would bring down the growth rate in order to solve the fundamental problems”. (Otero-Iglesias 2014:3) Menos énfasis en el crecimiento y más preocupación por las reformas estructurales. El hecho concreto es que China se desaceleró, tanto por los efectos de las menores exportaciones debido a la primera crisis financiera internacional del siglo XXI, como a las reformas asociadas al rebalanceo.

#### **D. ¿Y la desaceleración en las economías emergentes?**

Entre 1990 y 2008, las economías emergentes experimentaron un episodio de crecimiento alto y transformaron el panorama de la economía mundial. Inclusive no solo soportaron los impactos de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI, sino que luego de 2009, rebotaron en 2010 y retomaron, al menos por ese año, las cifras previas de crecimiento. Veamos algunos datos. Durante el período comprendido entre 1999 y 2008 crecieron a una tasa promedio anual de 6.2%; en 2009, como consecuencia de la crisis solo lo hicieron a 2.9%, pero en 2010 lograron una tasa de 7.4% (véase cuadro 2).

Sin embargo, desde 2011 comenzó una “desaceleración gradual, sincronizada y prolongada” con dos características. En primer lugar, fue un fenómeno que afectó en forma simultánea a la mayoría de ellas; hacia el tercer trimestre de 2012, el 85% de las economías emergentes se

encontraban en un proceso de desaceleración (Fayad y Perrelli 2014:8); entre ellas se encontraban Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica (BRICS), que representaban dos tercios de las economías emergentes y en el período 2011-14 aportaron el 40% del PIB mundial. En segundo lugar, las tasas de crecimiento no solo fueron cada vez menores, sino que se alejaron cada vez más de las tasas que experimentaron antes de 2008.

El cuadro 13 muestra la desaceleración para el total de las economías emergentes y para varios países del grupo. En primer lugar y como bloque, desde 2010 se observa una reducción en la tasa de crecimiento de 7.4% en 2010 a 4.3% en 2016. En segundo lugar, una tendencia similar presentó China, en particular desde 2012. En tercer lugar, si comparamos el promedio de crecimiento entre 1999 y 2008, con la excepción de India e Indonesia, el resto mostró tasas menores entre 2011 y 2016.

Cuadro 13  
Economías Emergentes: Crecimiento Económico en países seleccionados  
(En variaciones porcentuales)

	2008/99	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Economías Emergentes	6.2	2.8	7.4	6.4	5.4	5.1	4.7	4.3	4.3
China	10.1	9.2	10.6	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7
India	6.9	8.5	10.3	6.6	5.5	6.4	7.5	8.0	7.1
Brasil	3.4	-0.1	7.5	4.0	1.9	3.0	0.5	-3.8	-3.6
Rusia	6.9	-7.8	4.5	5.1	3.7	1.8	0.7	-2.8	-0.2
Sudáfrica	4.0	-1.5	3.0	3.3	2.2	2.5	1.7	1.3	0.3
México	2.6	-4.7	5.1	4.0	4.0	1.4	2.3	2.6	2.3
Corea	5.7	0.7	6.5	3.7	2.3	2.9	3.3	2.8	2.8
Malasia	5.5	-1.5	7.5	5.3	5.5	4.7	6.0	5.0	4.2
Chile	4.3	-1.6	5.8	6.1	5.3	4.0	1.9	2.3	1.6
Indonesia	4.9	4.7	6.4	6.2	6.0	5.6	5.0	4.9	5.0

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook*. Washington, abril, pp.246-248.

La desaceleración tomó por sorpresa a la mayoría de analistas, pues luego del “rebote” de 2010, se pensó que habían superado los efectos de la crisis y retomarían la senda de crecimiento; esa percepción se reflejó en errores en las proyecciones y se hizo común ver los ajustes hacia abajo. Tanto es así, que desde 2011, “growth forecasts have been revised downwards, on average and in virtually the majority of emerging markets”. (Didier et.al., 2015:13)

¿Cuáles fueron las causas que explican la desaceleración?

Una desaceleración sincronizada entre las economías emergentes como la descrita, sugiere la presencia de factores comunes en la explicación. Didier et. al. (2015:16) divide el período en dos partes. Una primera, que va de 2010 a 2013 en la que el entorno económico externo fue determinante; el deterioro de los términos de intercambio, el crecimiento lento de los Estados Unidos y la desaceleración china fueron tres características que determinaron el comportamiento del grupo de economías emergentes. A partir de 2014, pasamos a una segunda fase, en la que se suman factores internos, como la caída en el crecimiento de la

productividad, turbulencias políticas, dudas respecto de la sostenibilidad de las políticas económicas, entre otros, fueron decisivos. De acuerdo con Buysse y Vincent (2015:56) el punto de quiebre fue la decisión del gobierno chino de retirar su programa de estímulo económico en 2011, en un contexto en el que las economías avanzadas aún no se recuperaban de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI. No es casualidad que la desaceleración china, que representó el 30.5% del PIB de las economías emergentes, coincida con un comportamiento similar en estas últimas. Veamos cuáles fueron las principales causas de la desaceleración de las economías emergentes.

El primer factor es la desaceleración de la inversión, tanto privada (70% del total) como pública. Mientras que entre 2003 y 2008, creció a una tasa de 12% anual, en 2015 solo lo hizo a 3.4%. Durante el período 2012-15, China, Brasil y Rusia explicaron dos tercios de la desaceleración en las economías emergentes. Kose et.al (2017) encontraron que a diferencia de las economías avanzadas, en las que la desaceleración del PIB explicó tres cuartas partes de la reducción en el crecimiento de la inversión, en las economías emergentes entraron en juego más variables. Aluden a cuatro factores: la caída de los términos de intercambio para los exportadores de materias primas, el menor ingreso de capitales, en especial en los países importadores de commodities, el aumento de la deuda privada y el riesgo político.

El segundo factor fue la moderación del crecimiento económico chino. Entre 1999 y 2008, la economía china creció, en promedio, 10.1% anual, mientras que en el período 2011-2016 lo hizo a 7.6%. La importancia de China en el ámbito global se manifiesta en tres datos: importa el 10% de las importaciones globales, produce más del 15% del PIB mundial e invierte más del 20% de la inversión total. Una desaceleración china “arrastra” al resto del mundo.

En el punto anterior explicamos las razones de la desaceleración china, por lo que aquí solo presentamos un resumen. Dos causas claves: en primer lugar, los impactos de la crisis financiera internacional que estalló en setiembre de 2008 en Estados Unidos y dos años después en Europa. Ambos eran los principales mercados de destino de las exportaciones chinas y se mantuvieron con bajas tasas de crecimiento durante el período 2011-16 (véase cuadro 2). Por lo tanto, resulta natural pensar que si los dos mercados claves de encuentran desacelerados, la economía china no necesita seguir el mismo ritmo de crecimiento, pues no tendría a quien venderle. Por lo tanto, la menor demanda mundial por la producción china, habría incidido en repensar su estrategia de crecimiento. Al moderar China su ritmo de crecimiento, demanda menos materias primas, básicamente de América Latina, con lo cual se expandió la desaceleración.

En segundo lugar, el rebalanceo de la economía china. La estrategia de crecimiento previa se basaba en dos pilares: la inversión industrial y las exportaciones. Sin embargo, surgieron algunos desequilibrios que mostraron los límites que tenía la estrategia de crecimiento descrita. En primer lugar, las inversiones adicionales cada vez son más ineficientes, más aun si están basadas en empresas públicas; la contraparte es un tamaño reducido de las inversiones del sector privado. En segundo lugar, el atraso en la provisión de servicios, como educación, salud y servicios financieros. En tercer lugar, un sector financiero sujeto a un alto control por parte del gobierno. En cuarto lugar, un crecimiento de la desigualdad, a pesar de la reducción en la pobreza. En quinto lugar, una estructura económica basada en sectores intensivos en energía, entre otros factores.



El tercer factor fue una “moderación normal” luego del crecimiento atípico, por lo alto, del período 2003-10 en las economías emergentes. Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica crecieron 6.2% como promedio anual en el período 2000-12. Entre 1981 y 1999 lo hicieron a solo 3.4%.

Con una visión de largo plazo, el comportamiento de las economías emergentes en la primera década de este siglo fue excepcional y era casi imposible sostenerlo, al menos por dos razones: no se implementaron las reformas necesarias y la coyuntura externa favorable era casi irrepitable. La demanda de las economías avanzadas por bienes y servicios de las emergentes, así como la abundante liquidez existente en los mercados financieros, sin duda alguna, sostuvieron el comportamiento económico de las emergentes. Por eso, al estallar la crisis financiera de 2008, las avanzadas no pudieron sostener el ritmo previo y con ello la economía mundial se desaceleró.

Sin embargo, el crecimiento se mantuvo hasta 2011 gracias a los quantitative easing (QE) y tasas de interés en cero. Los dos factores combinados abarataron el costo del dinero, pero, como se revisó en el ítem anterior, hacia 2014 terminaron los QE en los Estados Unidos y comenzó un proceso de normalización monetaria, que incluyó el retorno de las tasas de interés a los niveles previos a la crisis de 2008. Este nuevo contexto financiero hacía casi imposible el sostenimiento del crecimiento del período 2002-11.

Un cuarto factor fue la caída de los precios de las materias primas entre los años 2011 y 2015, consecuencia, entre otros factores, de la desaceleración china. El cuadro 14 muestra la información. Las caídas más pronunciadas fueron, tanto las de la energía, como la de los metales y minerales. Aquellos países que concentran sus exportaciones en cualquiera de los dos grupos, fueron más afectados, entre ellos, los de América del sur. Más aún, la mitad de las economías emergentes son exportadoras de commodities.

Cuadro 14  
Índices de Precio Nominales  
(2010 = 100)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2015/2010
Energía	100	129	128	127	118	65	-45
No energía	100	120	110	102	97	82	-8
Agricultura	100	122	114	106	103	89	-11
Bebidas	100	116	83	102	94	92	-8
Alimentos	100	123	124	116	107	91	-9
Aceites y harinas	100	121	126	116	109	85	-15
Granos	100	138	141	128	104	89	-11
Otros alimentos	100	111	107	104	108	100	0
Materias primas	100	122	101	95	92	83	-17
Fertilizantes	100	143	138	114	100	95	-5
Metales y minerales	100	113	96	91	85	67	-33
Metales preciosos	100	136	138	115	101	91	-9

Fuente: World Bank (2016a), *Commodity Markets Outlook*, October, Washington, p. 2

La caída de los precios de los commodities se explica por varias razones. En primer lugar, el crecimiento cada vez más lento de China. El gigante asiático explica el 50% de la demanda mundial de níquel, 48% del cobre, 46% de zinc y estaño, 45% de hierro, 40% de plomo, 31% de algodón, 30% del arroz y 25% del oro, entre otros. En segundo lugar, entre 2011 y 2015 aumentó la oferta de petróleo y metales, debido a nuevos proyectos y el shale oil en los Estados Unidos.

Un quinto factor es el proceso de normalización monetaria en las economías avanzadas y como consecuencia, el endurecimiento de las condiciones financieras. El anuncio del fin de los programas de compras masivas de activos (QE) en marzo de 2013, que recién se materializó en 2014, unido a los anuncios de eventuales aumentos de las tasas de interés, determinaron una elevación de los costos de financiamiento externos. El resultado fue una mayor volatilidad del flujo neto de capitales hacia las economías emergentes, que experimentó una reducción desde 2011.

Un sexto factor, el endeudamiento. El cuadro 15 muestra el crecimiento sostenido del endeudamiento entre 2010 y 2016; una parte del mismo se explica por la deuda asumida por los gobiernos para poner en marcha programas de estímulo económico; otra, porque la misma desaceleración productiva generó menores ingresos, tanto de las personas como de los gobiernos y por ende necesidad de más deuda. Esto ocurrió en forma simultánea al exceso de liquidez mundial y tasas de interés en cero.

Cuadro 15  
Economías Emergentes: Deuda Pública Bruta  
(Porcentaje del PBI)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Argentina	53.8	42.0	37.5	38.9	41.7	43.6	56.0	54.2
Brasil	64.9	63.0	61.2	62.2	60.2	62.3	72.5	78.3
Chile	5.8	8.6	11.1	11.9	12.7	14.9	17.4	21.3
China	34.3	33.7	33.6	34.3	37.0	39.9	41.1	44.3
Colombia	35.2	36.4	35.7	34.1	37.8	43.7	50.6	50.2
México	43.9	42.2	43.2	43.2	46.4	49.5	53.7	58.4
Perú	28.4	25.5	23.3	21.6	20.8	20.7	24.0	24.4
Promedios								
Asia	41.7	40.3	39.7	39.7	41.4	43.6	44.6	47.2
Europa	28.4	28.2	26.8	25.5	26.4	28.5	30.9	32.1
América Latina	49.7	48.6	48.6	48.7	49.4	51.4	55.6	59.3
Emergentes G-20	40.5	39.0	38.0	37.5	38.6	41.2	44.0	46.9

Fuente: IMF (2017b), *Fiscal Monitor*, october, Washington, p. 91.

Además se listan otros factores, más internos que externos. La respuesta de las economías emergentes a la crisis financiera de 2008, fue una mezcla de políticas fiscales y monetarias expansivas. Sin embargo, los años posteriores a 2010, el déficit fiscal y su espejo, el crecimiento de la deuda, impidieron mantener la postura fiscal; por el lado monetario, las bajas tasas de interés originaron lo mismo. Entre 2011 y 2015, las economías emergentes tuvieron estrecho margen para contrarrestar la desaceleración. El cuadro 15 presenta la tendencia en el crecimiento del cociente deuda pública/PIB y en todos los casos la orientación es hacia el alza. Si bien es cierto y a pesar de los aumentos, se encontraban muy por debajo de las economías avanzadas, impidió elevar el gasto público e implementar así, políticas fiscales contracíclicas.

Existieron otros factores, como períodos de turbulencia política interna, tendencias demográficas y reducciones en la productividad. En primer lugar, dos tendencias aparecieron en la demografía: por un lado, la esperanza de vida aumentó y por otro la tasa de natalidad bajó; este último factor determinó una reducción de la tasa de crecimiento poblacional y por ende de la población en edad de trabajar. En segundo lugar, la tasa de crecimiento de la productividad laboral, definida como lo producido por hora por un trabajador mostró una disminución. En tercer lugar, economías emergentes grandes, como Brasil, atravesaron por etapas de confusión política que inclusive terminaron con la sustitución de la presidenta del país.

#### **IV. La Desaceleración del Comercio mundial**

Comencemos por algunas precisiones. En primer lugar, del total del comercio mundial, 80% corresponde a bienes y solo 20% a servicios; como consecuencia, referirse a una desaceleración implica aludir, básicamente, al comercio de bienes. En segundo lugar y dentro de los bienes, las manufacturas representan dos tercios del comercio mundial, seguidos por combustibles (16%), productos agrícolas (9%) y minerales (4%). En tercer lugar, en el caso de los servicios, destacan viajes, transporte y telecomunicaciones. En cuarto lugar, los principales exportadores e importadores del mundo son China, Estados Unidos y Alemania. Durante el período 2011-15 y como porcentaje del total de las exportaciones mundiales, las economías avanzadas representaron el 63%; la eurozona significó 26%, China y Estados Unidos, 11% cada uno y Alemania, 8%. La eurozona más Estados Unidos y China representaron el 48% del comercio mundial. En la medida que las exportaciones de unos son las importaciones de otros, si se desacelera el crecimiento del volumen exportado de estas tres zonas del mundo, es natural pensar que seguirán la misma tendencia las importaciones de otros, entre ellos las economías emergentes. Un dato más: del total de las exportaciones de las economías emergentes, el 50.1% está en manos de China. (IMF 2017:221)

Vamos a la información. Durante el período 2012-16, tanto la producción mundial como el volumen de comercio global, crecieron a tasas similares (3.4% y 3.0%, respectivamente); desde un punto de vista histórico, se trata de una anomalía, pues lo usual era que el crecimiento del comercio sea mayor que el de la producción. A manera de referencia, entre 1993 y 2007 el volumen comercializado creció, en promedio, a 7.2% anual, mientras que la producción lo hizo a 3.1%. Irwin (2015:27) lo coloca así: “Under normal conditions (that is, excluding wars and depressions), trade growth exceeds production growth”.

Veamos el cuadro 16. En primer lugar, el comercio mundial aumentó a un ritmo de 6.6% anual entre 1999 y 2008, por encima del crecimiento de la producción (4.2% anual). En segundo lugar, entre 2012 y 2016, el comercio solo lo hizo a una tasa de 3% anual, menos de la mitad de lo que creció en el período 1999 y 2008. La anomalía del período 2012-16 representa un quiebre de la tendencia de las tres décadas previas, pues el comercio no solo creció menos, sino que lo hizo a un ritmo similar al de la producción. Los cuadros 2 y 3 muestran que la “desaceleración conjunta” fue un fenómeno global, lo que sugiere una correlación entre ambos.

En tercer lugar, la caída en los términos de intercambio fue más pronunciada en América Latina, África Subsahariana y Medio Oriente y África del Norte, con cifras negativas entre 2012 y 2015. En cuarto lugar, los precios de los metales disminuyeron desde 2012, mientras que los del petróleo mostraron la misma tendencia desde 2013. En 2015, tanto los precios de las materias primas como de las manufacturas disminuyeron.

Cuadro 16  
Crecimiento económico y comercio mundial de bienes y servicios, volumen  
(Variaciones porcentuales)

	1999-2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Comercio mundial	6.6	-10.5	12.5	7.1	2.7	3.7	3.7	2.7	2.2
Crecimiento económico	4.2	-0.1	5.4	4.2	3.5	3.4	3.5	3.4	3.1
Términos de Intercambio									
Asia emergente	-1.6	2.7	-6.1	-2.3	1.2	0.9	2.3	8.9	0.3
Europa emergente	0.1	3.6	-3.9	-1.8	-1.0	1.5	1.3	2.7	1.6
Medio oriente y norte de África	10.0	-18.2	7.5	13.7	0.9	-0.1	-4.7	-26.3	-6.7
África Subsahariana	5.6	-12.2	11.7	12.3	-1.5	-0.3	-3.4	-15.3	-1.8
América Latina	3.9	-5.0	8.4	5.6	-1.4	-1.4	-2.5	-9.4	2.0
Variaciones porcentuales anuales de los Precios (en dólares)									
Manufacturas	1.8	-1.7	2.2	4.3	2.8	-3.0	-0.4	-2.4	-5.4
Petróleo	22.2	-36.3	27.9	31.6	1.0	-0.9	-7.5	-47.2	-15.7
Alimentos	5.6	-15.2	12.1	20.3	-2.6	0.7	-4.1	-17.1	2.0
Bebidas	2.4	1.6	14.1	16.6	-18.6	-11.9	20.7	-3.1	-5.0
Materias primas agrícolas	1.9	-17.1	33.2	22.7	-12.7	1.6	2.0	-13.5	-5.7
Metales	11.8	-19.2	48.2	13.5	-16.8	-4.3	-10.1	-23.0	-5.4

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook*. Washington, abril, pp. 211-212.

El cuadro 17 presenta la evolución de las exportaciones e importaciones, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, entre 1998 y 2016. Desde 2012, las exportaciones y su contraparte, las importaciones, cada vez crecieron menos. El fenómeno fue mundial. Eso es lo que hay que explicar.

Cuadro 17  
Volúmenes de Comercio Mundial de Bienes  
(En variaciones porcentuales)

	1999-2008	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Exportaciones								
Economías Avanzadas	5.6	14.9	6.0	1.9	2.7	3.4	3.1	1.9
Economías emergentes	8.9	15.1	7.6	3.8	4.7	2.7	1.5	2.6
Importaciones								
Economías Avanzadas	5.7	13.1	5.3	0.3	2.1	3.5	3.7	2.3
Economías Emergentes	9.9	15.6	11.1	5.0	4.8	2.6	-0.3	2.4

Fuente: IMF (2017a), *World Economic Outlook 2017*, october, Washington, pp. 256.

Como el crecimiento y el comercio mundial siguieron tendencias similares, el debate se centró en preguntas como las siguientes: en primer lugar, ¿qué causó qué? ¿Fue solo correlación (ambos cayeron al mismo tiempo, sin que uno implique al otro) o causalidad (uno causó la caída del otro)? En segundo lugar, el cambio en la relación entre los crecimientos, tanto del comercio mundial, como de la producción, ¿Fue un fenómeno permanente o solo cíclico? En tercer lugar, si no hubo correlación, ¿qué factores causaron el lento crecimiento del comercio mundial?

Existe consenso en dos aspectos. En primer lugar, el origen del debilitamiento del comercio mundial se debió a la menor demanda mundial, en especial de las economías avanzadas. Dentro de los componentes de la demanda, el más afectado fue la inversión en maquinaria y equipo de transporte que explica el 40% de los flujos comerciales; por esa razón el comercio es muy sensible a la trayectoria de la inversión. (Lewis y Monarch 2016:7)

La crisis financiera dejó un alto nivel de sobreendeudamiento, tanto de las familias, como de las empresas financieras y los gobiernos. La única opción ante ello era gastar menos para poder pagar. El resultado no solo se reflejó en un menor crecimiento económico en las economías avanzadas, sino que demandaron menos importaciones y así impactaron sobre el comercio internacional. Si las economías avanzadas gastan menos, importan menos, tanto bienes de consumo como de capital (maquinaria y equipo) y así no solo se afectan a sí mismas, sino también a las economías emergentes. En general, el nexo fue China, considerada la fábrica de bienes del mundo. La menor demanda de las economías avanzadas redujo el crecimiento de China, quien al mismo tiempo se encontraba en una etapa de

rebalanceo de su economía. No es de extrañar entonces, que el gigante asiático demandara menos materias primas provenientes de otras economías emergentes.

Aslam et.al (2017) encontraron que el 80% de la declinación en el crecimiento del comercio mundial entre 2012 y 2016 (en comparación con el período 2003-07) se debió a la debilidad del crecimiento económico, la que a su vez se explicó por dos elementos de la demanda: la inversión y las exportaciones. El FMI (2016:69) señaló que, “el bajo nivel de actividad económica, en particular en materia de inversión, ha sido la principal limitación para el crecimiento del comercio, y representa casi tres cuartas partes de la desaceleración”. Constantinescu et.al. (2015b:35), indican que “cyclical factors, notably weak demand in advanced economies, have contributed to the global trade slowdown”. Ollivaud y Achwellnus (2015:7) son de la misma idea: “The main conclusion of this paper is that most of the post crisis weakness of global trade can be attributed to weak global demand rather than structural changes”. El menor crecimiento económico afecta al comercio a través de la reducción en importaciones. Una economía que invierte menos, no solo crece menos, sino que también requiere importar menos maquinarias y reduce el gasto en transporte; el resultado es un menor comercio.

En segundo lugar y en general, las razones de la caída del comercio mundial están divididas en dos grupos: cíclicas y estructurales. La débil demanda de las economías avanzadas, la crisis en la eurozona (que explica un tercio de las importaciones mundiales, pues el comercio entre los países se considera para el cómputo del comercio mundial), el crecimiento lento de China y la desaceleración del crecimiento de la inversión son factores cíclicos pues aparecieron como consecuencia de la crisis financiera de 2008. El resultado fue una menor demanda global por importaciones y por ende del comercio mundial. El lento crecimiento de las economías avanzadas fue determinante, pues son responsables por el 65% de las importaciones mundiales. De esta manera, la debilidad de la demanda mundial por importaciones es un síntoma de la debilidad de la demanda interna de la economía. Y como importar menos, significa que otro país exporta menos, la desaceleración de las importaciones se traslada a una evolución similar de las exportaciones.

Sin embargo, los factores cíclicos no son toda la explicación de la desaceleración del comercio mundial desde 2011. También existieron razones estructurales, como el cambio de la relación entre comercio mundial e ingresos (o producción), que aparecieron antes de la crisis financiera. ¿Por qué pensar en razones estructurales, que vayan más atrás de la crisis financiera de 2008? Varios autores, como Constantinescu, Mattoo y Ruta (2016) sugieren que con el pasar del tiempo, el comercio cada vez responde menos al crecimiento del PIB. La crisis financiera generó una desaceleración del crecimiento económico mundial, que originó un menor crecimiento del comercio global, pero esa no es toda la historia, pues también jugaron factores estructurales cuyo desarrollo es anterior a 2008. La primera crisis financiera internacional del siglo XXI profundizó un fenómeno originado antes, en el sentido que el comercio cada vez respondía menos a la producción. En un estudio previo, Constantinescu, Mattoo y Ruta (2014:40) concluyeron lo siguiente: “Nuestra investigación confirmó que, en los años noventa, se había producido un cambio significativo en términos estadísticos en la relación comercio/ingreso en relación con los períodos previo y posterior”. De ser así, el lento crecimiento del comercio desde 2011, no solo se habría debido a la

desaceleración productiva, sino al hecho que el comercio respondió menos a los cambios en la producción o ingreso.

En términos económicos se redujo la elasticidad del comercio al PIB.<sup>12</sup> Entre 1986 y 2000, un 1% de aumento en el PIB mundial generó una elevación de 2.2% en el volumen del comercio global (el comercio creció al doble que la producción), mientras que entre 2001 y 2013, solo lo elevó en 1.31%. En el caso de los Estados Unidos las cifras pasaron de 3.7 a 1, mientras que en China, de 1.5 a 1. (Constantinescu, Mattoo y Ruta 2015b:37)

En esa línea, Jean (2017) indica que la relación entre crecimiento y comercio es una tautología, pues si produce más es porque se espera vender más y como la mayoría de economías son abiertas, significa comerciar más; por eso, entre 2003 y 2007 el alto crecimiento originó un comportamiento del comercio en la misma dirección. En ese sentido, no debe extrañar la tendencia declinante de ambos a partir de 2011. Lo relevante es el quiebre en la relación que existe entre el comercio y la producción: ¿cuánto varía el comercio al variar la producción? Jean (2017:1) señala lo siguiente: “The now emerging break with the trend does not concern a slowdown in trade in the strict sense as much as it does a decline in the rate of growth and that of GDP, often called trade to growth elasticity”. Ollivaud y Schweltnus (2015:22) no coinciden con Jean (2017), pues indican que no existe evidencia de una desaceleración de la fragmentación productiva internacional antes de la crisis de 2008.

En síntesis, mientras que los factores cíclicos se relacionan de manera directa con la desaceleración del crecimiento económico, los estructurales se relacionan con un quiebre en la elasticidad del comercio a la producción. Si solo se tratara de los primeros, entonces el mismo crecimiento posterior, una vez pasada la crisis, vendría acompañado de un comportamiento similar del comercio mundial. ¿Y si no? ¿Qué razones existirían para el quiebre en la elasticidad, que pueden llevar a un fenómeno más permanente? ¿Por qué habría ocurrido un cambio estructural en la relación entre comercio y producción desde inicios de siglo?

El elemento decisivo son los cambios en la estructura del comercio asociados a la expansión o contracción de las cadenas internacionales de valor (también llamadas cadenas de suministro globales). Una alta elasticidad del comercio a la producción refleja la cada vez mayor fragmentación mundial del proceso productivo.

Durante las últimas décadas del siglo pasado, la producción manufacturera de un bien tendió a dividirse entre varios países; cada una de las partes del producto final era hecha en un país distinto y luego ensamblada en otro, para ser vendida dentro o fuera del mismo país. En cada país se producía aquella parte en la que existían ventajas comparativas. Los avances tecnológicos determinaron reducciones en los costos de transporte de “las partes” de un lugar a otro; al mismo tiempo las tecnologías de la información disminuyeron los costos de coordinación entre encargados ubicados en diferentes países. Por último, la tendencia a la liberalización de los noventa eliminó barreras arancelarias y no arancelarias entre los países.

---

<sup>12</sup> En general, la elasticidad mide el grado de respuesta de una variable frente a otra. La elasticidad del comercio a la producción o al ingreso mide la capacidad de respuesta del comercio a cambios en los ingresos o producción de los países.

El resultado fue una elevación del comercio internacional, pues cada vez que un bien intermedio atravesaba las fronteras, aparecía una operación comercial que se contabilizaba como una elevación del comercio. Buysse y Vincent (2015:64) señalan lo siguiente: “the share of global value chains grew from approximately 36% in 1996 to 47% in 2008”.

Con el objetivo de dimensionar la idea de la fragmentación productiva, Ruta y Saito (2014:52) definen a las cadenas internacionales de valor a través del siguiente ejemplo: “El 787 Dreamliner, el último modelo fabricado por Boeing, es un producto estadounidense muy conocido, ensamblado en el estado de Washington y vendido al mundo entero: más del 80% de los pedidos vienen del extranjero. Muchas piezas y componentes se fabrican en el exterior: el fuselaje central es de Alenia (Italia); los asientos de cabina de vuelo, de Ipeco (Reino Unido); los neumáticos de Bridgestone (Japón); el tren de aterrizaje, de Messier-Bugatti-Dowty (Francia); y las puertas de carga, de Saab (Suecia)”. Los productos finales se producen cada vez más con insumos que llegan desde distintas partes del mundo, debido a la eliminación de las barreras comerciales y a la reducción de los costos de transporte. A mayor crecimiento de las cadenas internacionales de valor, mayor comercio internacional; en el ejemplo, cada vez que se requería producir un dreamliner, se requerían más importaciones de Italia, Reino Unido, Japón, Francia y Suecia. A su vez, cada uno de estos requiere importaciones de otros países para producir el componente o parte.

En 2008, como resultado de la crisis financiera, el porcentaje se desplomó, lo que sugiere una interrupción de las cadenas internacionales, sin que se recupere durante los años posteriores. Ello sugiere una desaceleración, pero no eliminación, del proceso de fragmentación internacional de la producción. El BCE (2015) estimó que el cociente, crecimiento del comercio mundial entre crecimiento económico, creció 2.2% anual entre 1995 y 2007 para luego hacerlo sólo a 1.1% anual entre 2011 y 2014.

Una parte de la explicación está relacionada con China, cuya importancia dentro de las exportaciones mundiales aumentó de 2% en 1990 a 13% en 2013. El gigante asiático se convirtió en una fábrica de ensamblaje con partes importadas de Japón, Corea, Taiwán, Tailandia, Malasia, Vietnam y Camboya. China aumentó el “comercio de partes y componentes” y con ello, el comercio mundial. Importaba las partes, las ensamblaba y las reexportaba. Sin embargo, desde inicios de siglo, China disminuyó sus importaciones de componentes y partes de 60% a mediados de los noventa a 35% en 2015. (Constantinescu, Mattoo y Ruta 2015a:22)

Dos razones claves. En primer lugar y de manera gradual, las empresas chinas sustituyeron insumos extranjeros por insumos nacionales. Esto significa que empresas chinas producen los componentes y partes, que a su vez son vendidos a otras compañías chinas y por ende ya no se importan. En segundo lugar, el rebalanceo chino implicó un cambio en la composición de la producción, desde la producción industrial hacia los servicios y desde los bienes de capital a los bienes de consumo. El resultado fue un menor crecimiento de las cadenas internacionales de valor, pues China importa menos componentes y partes y más bienes de consumo final. En general, la idea es que el ritmo de fragmentación productiva en diferentes países se ha reducido y ello se tradujo en una desaceleración del comercio mundial.



Sin embargo, no todos están de acuerdo; por ejemplo, Ollivaud y Schweltnus (2015:22) afirman que, “regression analysis suggests that international production fragmentation is procyclical in the sense that international production fragmentation accelerates when global GDP growth and decelerates during global downturns”.

En síntesis, tres factores explicaron la mayoría de la desaceleración del comercio mundial entre 2011 y 2015. En primer lugar, la debilidad de la demanda de las economías avanzadas, considerado un factor cíclico pues fue el resultado de la crisis financiera internacional de 2008; dentro de la demanda, el componente más afectado fue la inversión, que es el más intensivo en importaciones, en comparación con el consumo y el gasto público; en segundo lugar, dos factores estructurales; por un lado, la menor fragmentación de las cadenas internacionales de valor y por otro, el rebalanceo de la economía china.

## V. Conclusiones

Luego del estallido de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI en setiembre de 2008, la economía mundial se contrajo en 2009 y rebotó en 2010. A partir de 2011 comenzó un proceso de desaceleración conjunta, tanto del crecimiento económico como del comercio, a pesar de la pronta acción de las economías avanzadas, epicentro de la crisis.

La primera respuesta fue la reducción en tasas de interés por parte de los bancos centrales. El cuadro 18 presenta la evolución de las tasas de interés antes y después de la crisis en algunos países. A pesar de los niveles en 2010, los efectos sobre inversión y crecimiento fueron muy limitados. Entonces aparecieron los quantitative easing (QE), como una herramienta no convencional de política monetaria que fue aplicada luego del fracaso de la reducción de las tasas de interés, el instrumento convencional de política monetaria. ¿Qué más se podía hacer si las tasas de interés ya se encontraban en un nivel cercano a cero?

Cuadro 18  
Tasas de Interés en algunos bancos centrales  
(En porcentaje)

País	2006	2010
Canadá	3.25	0.5
Estados Unidos	4.75	0
Eurozona	1.5	0.25
Reino Unido	5.25	0.5

Fuente: elaboración propia.

La meta de los QE era aumentar el crédito bancario y a través del mismo, elevar el consumo, la inversión y por ende el crecimiento económico. Los bancos centrales compraron a los bancos comerciales y a veces a otras entidades financieras, activos financieros como bonos del gobierno o deudas impagas; para hacerlo, depositaron “dinero electrónico” en las cuentas que los bancos comerciales tienen en el banco central, denominadas reservas bancarias. Los bancos centrales asumieron los activos financieros que no tenían valor y así no solo limpiaron al sistema financiero de activos tóxicos, sino que también inyectaron liquidez. Todo suena bien en teoría, sin embargo los resultados, revisados en los indicadores económicos básicos de los Estados Unidos, Reino Unido y la eurozona no fueron los esperados, a pesar que se trató de un fenómeno generalizado en las economías avanzadas. En lo que existe coincidencia es en el hecho que la política monetaria, expresada en una reducción de las tasas de interés y la implementación de los QE evitó que la crisis financiera se convirtiera en una gran depresión.

En un inicio, el objetivo de los QE era rescatar a los sistemas financieros, pero luego sirvieron para otros propósitos, como evitar la deflación y contener la crisis de deuda soberana, como en el caso europeo, en el que el BCE compró deuda de los países en problemas. Sin embargo, tampoco evitaron la desaceleración.

La política fiscal, expresada en los programas de estímulo económico, se implementó en varios países, en particular los emergentes. Sin embargo, su magnitud estuvo limitada por los crecimientos de los déficit fiscales. A medida que estos crecían, se volvía más caro el financiamiento del mismo vía deuda, lo que hacía más inviable el sostenimiento del impulso fiscal. De ahí que el peso de las respuestas cayera sobre la política monetaria.

Diversas explicaciones sirvieron para enriquecer la comprensión de la desaceleración conjunta desde 2011. Teorías como la del estancamiento secular y la recesión de balances destacan como las más debatidas. Ambas coinciden en que la economía mundial atravesó por una deficiencia de demanda, aunque la explican por diversas razones; la primera de ellas se basa en razones estructurales como la mayor desigualdad de ingresos, el envejecimiento de la población, la desaceleración del crecimiento de la productividad, entre otras razones. La recesión de balances conecta el déficit de demanda de manera directa con la crisis, pues las familias y empresas tenían que pagar sus deudas, consecuencia del crecimiento del endeudamiento previo a la crisis que originó las burbujas especulativas. Ello significó menor gasto (demanda).

No solo el crecimiento de la producción se desaceleró, sino también el del comercio mundial. En las cuatro décadas previas a la crisis de 2008, el comercio creció al doble que la producción, mientras que en el período 2011-15 lo hicieron a tasas similares. La desaceleración del comercio mundial se atribuyó al lento crecimiento económico mundial; en particular, la debilidad de la demanda de las economías avanzadas y el menor crecimiento de China pero también estructurales; por un lado la menor fragmentación de las cadenas internacionales de valor y por otro, el rebalanceo de la economía china. Ambos factores redujeron la elasticidad del comercio a la producción.

¿Qué ocurrió? Con el beneficio de ver los hechos luego que ocurrieron, parece que lo que ocurrió fue una “salida natural” de la primera crisis financiera internacional del siglo XXI, en el sentido que conforme los agentes económicos pagaron sus deudas, volvieron a gastar. En paralelo y de manera gradual, los bancos centrales de las economías avanzadas comenzaron un proceso de normalización monetaria, lo que significó no solo suspender los QE, sino elevar las tasas de interés con el objetivo de alcanzar los niveles previos a la crisis. Las razones centrales fueron el crecimiento desmedido de los balances de los bancos centrales y el temor a que la mayor liquidez genere burbujas especulativas.

## VI. Bibliografía

AMIGHINI Alessia

2015 “China’s Economic Growth. Heading to a New Normal”, en, Amighini Alessia y Axel Berfosky (ed.), *Xi’s Policy Gambles: The Bumpy Road Ahead*, Italian Institute for International Political Studies Report, pp. 48-64.

ASLAM Aqib, BOZ Emme, Cerutti Eugenio, POPLAWSKI, Marcos y Petia TOPAROVA  
2017 *The Slowdown in Global Trade: A symptom of a weak recovery*, IMF Working Paper WP/17/242, Washington.

ASLUND Anders

2013 *Why Growth in Emerging Economies is likely to fall?*, Petersen Institute for International Economics, Working Paper 13-10, Washington.

ATRADIUS

2016 *China’s rebalancing: still a long way ago*, Atradius Economic Research, November 2016.

BACKHOUSE Roger y Mauro BOIANOVSKY

2016 “Secular Stagnation: The history of a macroeconomic heresy”, *The European Journal of the History of Economic Thought* 23:6, pp. 946-970.

BANERJEE Ryan, KEARNS Jonhatan y Marco LOMBARDI

2015 *(Why) Is investment weak?* BIS Quartely Review, march, pp. 67-82.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS)

2014 BPI 84° *Informe Annual 2013-2014*, Ginebra.

BORIO Claudio

2017 *Secular Stagnation or financial cycle drag?* Keynote speech at the National Association for Business Economics, 33<sup>rd</sup> Economic Policy Conference, Washington DC.

2012 *The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?* BIS Working Paper 395, Bank of International Settlements, Basilea.

BUSSIÈRE Mathieu, FERRARA Laurent y Juliana MILOVICH

2015 *Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty*, Banco de Francia, Documento de Trabajo N° 571, Paris.

BUYSSE K. y E. Vincent

2015 “Factors explaining emerging economies slowdown”, en, NBB *Economic Review*, Bruselas, pp. 55-71.

CARUANA Jaime

2014 *Global economic and financial challenges: a tale of two views*, Bank of International Settlements, Speech prepared for a lecture at the Harvard Kennedy School of Government, Cambridge Massachusetts, april 9.

CLAESSENS Stijn, KOSE Ayhan y Marco TERRONES

2011 “La montaña rusa financiera”, en, *Finanzas y Desarrollo*, marzo, Fondo Monetario Internacional, Washington.

CONSTANTINESCU Cristina, MATTOO Aaditya y Michele RUTA

2016 *Why the global trade slowdown may matter*, VoxEu, may 25.

2015a *The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural*, IMF Working Paper, WP/15/6, Washington.

2015b “The Global Trade Slowdown”, en, en, Hoekman Bernard (ed.), *The Global Trade Slowdown: a New Normal?* Centre for Economic Policy Research, London, pp. 33-54.

2014 “Comercio lento”, en, *Finanzas y Desarrollo*, Fondo Monetario Internacional, Washington, diciembre, pp. 39-41.

COSTAS Antón y Xosé Carlos ARIAS

2015 “Economía europea: ¿hacia el estancamiento secular?”, en, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Universidad de Alcalá, *Documento de Trabajo 06/2015*, Alcalá, pp. 1-25.

DIDIER Tatiana, KOSE Ayhan, OHNSORGE Franziska y Lei Sandy YE

2015 *Slowdown in Emerging Markets: Rough Patch or Prolonged Weakness?*, The World Bank, Policy Research Note 101741, Washington.

EICHENGREEN Barry

2014 “Secular Stagnation: A review of the issues”, en, Teulings Coen y Richard Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Center for Economic Policy Research, London, pp. 41-46.

EUROPEAN CENTRAL BANK (BCE)

2015 “Understanding the weakness in world trade”, *Economic Bulletin*, issue 3, pp. 1-10.

2016 *Understanding the weakness in global trade. What is the new normal?* Occasional Paper Series N° 178, Frankfurt.

FAN Ying

2008 “The Rise of Emerging Markets Multinationals”, en, *Journal of Business Strategy*, (30) 6, pp. 353-358.

FAYAD Ghada y Roberto PERRELLI

2014 *Growth Surprises and Synchronized Slowdowns in Emerging Markets: an empirical investigation*, IMF Working Paper, WP/14/173, Washington.

GORDON Robert

2014a *The demise of US economic Growth: restatement, rebuttal and reflections*, NBER Working Paper N° 198895, Cambridge.

2014b “The turtle’s progress: secular stagnation meets the headwinds”, en, Teulings Coen y Richard Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Center for Economic Policy Research, London, pp. 47-60.

2012 Is US economic growth over? *Faltering innovations confronts the six headwinds*, NBER Working Paper N° 18315, Cambridge.

GREENWOOD John

2017 “The Japanese Experience with QE and QQE”, *Cato Journal*, vol. 37, N° 1, Washington, pp. 17-38.

HANSEN Alvin

1939 “Economic Progress and Declining of Population Growth”, en, *American Economic Review*, vol. 29, N° 1, pp. 1-15.

1934 “Capital Goods and the Restoration of Purchasing Power”, en, *Proceedings of the Academy of Political Science* 16(1), pp. 11-19.

HAUGH David, KOPOIN Alexandre, RUSTICELLI Elena, TURNER David y Richard DUTU

2016 *Cardiac Arrest or Dizzy Spell: Why is world trade so weak and what can policy do about it?* OECD Economic Policy Paper N° 18, Paris.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF)

2017a *World Economic Outlook*, October, Washington.

2017b *Fiscal Monitor*, Washington.

2015a *Perspectivas de la Economía Mundial*, abril, Washington.

IRWIN Douglas

2015 “World Trade and Production: A long run view”, en, Hoekman Bernard (ed.), *The Global Trade Slowdown: a New Normal?* Centre for Economic Policy Research, London, pp. 21-32.

JAHAN Sarwat y Ahmed MAHMUD

2013 “La brecha del producto”, en, *Finanzas y Desarrollo*, setiembre, Washington, pp. 38-39.

JEAN Sebastien

2017 *The slowing in world trade: a structural break, the cause of uncertainty*, Policy Paper European Issues N° 421, Fondation Robert Schuman.

KOO Richard

2016 “The other half of macroeconomics and the three stages of development”, en, *Real world economics review*, N° 75, pp. 2-49.

2014 *Balance sheet recession is the reason for secular stagnation*, <http://voxeu.org/article/balance-sheet-recession-reason-secular-stagnation>, recuperado 31 de diciembre de 2017.

2013 “Balance Sheet Recession as the other half of macroeconomics”, en, *European Journal of Economics Policies Intervention*, vol. 10, N° 2, pp. 136-157.

2012 “El mundo en una recesión de balances: Causas, curas y políticas”, en, *Relaciones Internacionales*, N° 21, GERI-UAM, 145-166.

2011a “The World in balance sheet recession: causes, cure and politics”, en, *Real world economics review*, N° 58, pp. 19-37.

2011b “El mundo en una recesión de balances”, en, *Ensayos Económicos* N° 63, BCRA, Buenos Aires, pp. 17-39.

2010 *Lessons from Japan: Fighting a Balance Sheet Recession*, CFA Institute, pp. 28-39.

KOSE Ayhan, OHNSORGE Franziska, YE Lei Sandy y Ergys ISLAMAJ

2017 *Weakness in Investment Growth: Causes, Implications and Policy Responses*, Australian National University, Centre for Applied Macroeconomic Analysis Working Paper N° 19/2017, Australia.

LABONTE Mark

2017 *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*, Congressional Research Service RI.30354, Washington.

LEBOEUF Maxime y Bob FAY

2016 *What is behind the weakness of global investment?* Bank of Canada, Staff Discussion Paper 2016-5, Ottawa.

LEWIS Logan y Ryan MONARCH

2016 *Causes of the Global Trade Slowdown*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper Note, november, Washington.

LO Stephanie y Kenneth ROGOFF

2015 *Secular Stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on*, BIS Working Paper N° 482, Basilea.

McKinsey Global Institute

2015, *Debt and (not much) Deleveraging*, London.

MODY Ashoka

2004 *What is an Emerging Market?* IMF Working Paper WP/04/177, Washington.

MOKYR Joel

2014 “Secular Stagnation? Not in your life”, en, Teulings Coen y Richard Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Center for Economic Policy Research, London, pp. 83-90.

NAUGHTON Barry

2013 *China and the two crises: form 1997 to 2009*, JICA-RI Working Paper N° 53, Tokio.

2009 “Understanding the Chinese Stimulus Package”, *China Leadership Monitor* N° 28, pp. 1-12.

OTERO-IGLESIAS Miguel

2014 *Is China rebalancing? Yes, but with chinese characteristics*, ARI 59/2014, Real Instituto Elcano, Madrid.

PARODI TRECE Carlos

2017 *La Primera Crisis Financiera Internacional del Siglo XXI*, Universidad del Pacífico, décimo segunda, Centro de Investigación, Lima.

REINHART Carmen y Kenneth ROGOFF

2014 *This Time is Different: A Panoramic view of Eight centuries of financial crisis*, Harvard University, mimeo, Cambridge.

2011 *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Fondo de Cultura Económica, México.

2010 *Debt and Growth Revisited*, MPRA Paper N° 24376.

2008 *This Time is Different: A Panoramic view of Eight centuries of financial crisis*, NBER Working Paper N° 13882, Cambridge.

REINHART Carmen, REINHART Vincent y Kenneth ROGOFF

2015 *Dealing with Debt*, HKS Working Paper 15-009, Harvard University, Cambridge.

ROGOFF Kenneth

2016 “Debt Supercycle, not secular stagnation”, en, Blanchard Olivier, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff y Lawrence Summers (eds.), *Progress and confusion: the state of macroeconomic policy*, Cambridge, MIT Press, pp. 19-28.

RUTA Michele y Mika SAITO

2014 “Valor en cadena”, en, *Finanzas y Desarrollo*, marzo, Fondo Monetario Internacional, Washington.

SÓLIS Oscar

2013 “Los ciclos financieros y la macroeconomía ¿Qué hemos aprendido?”, en *Notas Monetarias* N° 119, Banco de Guatemala, Guatemala, pp. 1-12.

SÓLIS Ricardo

2010 “La crisis financiera del Japón de los años noventa: algunas lecciones de la década perdida, 1992-2003”, en, *Análisis Económico*, vol. XXV, N° 60, México, pp. 201-239.

SUMMERS Lawrence

2016a “The Age of Secular Stagnation”, en, *Foreign Affairs*, march/april, pp. 2-9.

2016b “Secular Stagnation and Monetary Policy”, en, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 98(2), second quarter, pp. 93-110.

2015 “Demand Side Secular Stagnation”, en, *The American Economic Review*, vol. 105, N° 5, pp. 60-65.

2014a “US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the zero lower bound”, en, *Business Economics* (49)2.

2014b “Reflections on the New Secular Stagnation Hypothesis”, en, 2013 *Speech at the IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer*, Washington DC, November 8.

TEULINGS Coen y Richard BALDWIN (eds.)

2014 *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Center for Economic Policy Research, London.

THE ECONOMIST

2013 *The Great Deceleration*, Revista The Economist, Julio 27.

TORRERO Antonio

2014 *España, una recesión de balances*, en, Universidad de Alcalá, Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Documento de Trabajo N° 10, Alcalá.

TYSON Laura

2016 *El faltante de la inversión*, Project Syndicate, feb. 29

UNCTAD

2016 *Trade and Development Report 2016*, Ginebra, 2016.

WAKATABE Masazumi

2012 *Turning Japanese? Lessons from Japan Lost Decade to the current crisis*, Columbia University, Center of Japanese Economy and Business, Working Paper 309, New York.

WONG Christine

2011 *The Fiscal Stimulus Program and Problems of Macroeconomic Management in China*, OEDC, Working Party of Senior Budget Officials, 32 Annual Meeting of OECD Senior Budget Officials, Luxembourg.

WORLD BANK

2016a, *Commodity Markets Outlook*, October, Washington.

ZHANG Longmei

2016 *Rebalancing China: Progress and Prospects*, IMF Working Paper WP/16/183, Washington.