

A tres años de la caída de Lehman Brothers

Sebastián Laffaye
sxl@mrecic.gob.ar

Jorge Lucángeli
jlu@mrecic.gob.ar

Resumen

Transcurridos más de tres años desde la caída de Lehman Brothers y del comienzo de la mayor contracción del PIB mundial desde la Segunda Guerra, la crisis financiera lejos está de haber sido superada. En algunas economías avanzadas es muy probable que se registre una tasa de crecimiento negativa o cercana a cero durante 2011. La recuperación prácticamente se detuvo durante el segundo trimestre de 2011, mientras que las revisiones a la baja señalan que el desempeño de la economía mundial es más endeble de lo previsto. La incertidumbre sobre la evolución de la demanda agregada pone de manifiesto que la recuperación será lenta y complicada.

A la inversa de las últimas décadas, los países emergentes se encuentran, en este caso, en una situación más favorable respecto de los desarrollados. Si bien en un principio se registró un descenso generalizado del nivel de actividad, en estos países la recuperación fue mucho más acelerada y sostenida en el tiempo. No obstante que la mayoría de las economías en desarrollo continúa creciendo a tasas vigorosas, plantea serios riesgos de desaceleración de la demanda agregada el hecho de que el nivel de actividad se haya debilitado más de lo previsto, tanto en los Estados Unidos como en la Unión Europea, en consonancia con la incertidumbre resultante de la creciente inestabilidad financiera.

1. Introducción

Transcurridos más de tres años desde la caída de Lehman Brothers y del comienzo de la mayor contracción del PIB mundial desde la Segunda Guerra, la crisis financiera lejos está de haber sido superada. La incertidumbre sobre la evolución de la demanda agregada pone de manifiesto que la recuperación será lenta y complicada. Con el consumo privado y la inversión retraídos en el corto y mediano plazo, resulta muy difícil que la economía mundial pueda retornar las tasas de crecimiento previas a la crisis. La pérdida de riqueza y la caída de los beneficios de las empresas complican la recuperación, mientras que los paquetes de ayuda implementados durante 2009 y 2010 han impactado de lleno sobre la trayectoria de los déficit fiscales y de la deuda pública, restringiendo al máximo los márgenes de maniobra de los gobiernos en los países desarrollados.

Con un crecimiento que continúa muy débil, una nueva caída no sería más que otro episodio en el marco de la recesión que comenzara hace tres años y que aún no ha sido superada. Se trata de una crisis económica y financiera motivada en el sobreendeudamiento del sector privado que, con el masivo salvataje a fin de evitar una recesión aún peor, terminó conduciendo a un significativo endeudamiento público.

Durante 2009 y 2010 se pusieron en práctica una serie de medidas de política económica tendientes a reactivar la demanda: tasas de interés cercanas a cero, política fiscal activa e inyecciones monetarias formaron

parte de las medidas adoptadas. Los elevados niveles de desempleo, la pérdida de riqueza de las familias y la desaceleración del nivel de actividad en la mayoría de los países desarrollados ponen de manifiesto que, si bien las medidas resultaron adecuadas para enfrentar una crisis de tal magnitud, no es factible afirmar que los efectos de la recesión hayan sido superados. Si bien el PIB mundial a comienzos de 2011 ya se ubicaba por encima del registrado en 2008, esta recuperación obedece principalmente a la evolución de las economías emergentes. Asimismo, los abultados déficit fiscales y el incremento de la relación de deuda sobre PIB limitan de hecho la posibilidad de poner en práctica medidas adicionales en los países desarrollados. Un nuevo rescate de los bancos con problemas de solvencia –en su mayoría europeos–, no asegura una pronta recuperación. Por otra parte, las políticas monetarias expansivas (flexibilización cuantitativa) puestas en práctica por la Reserva Federal de los Estados Unidos no consiguieron una recuperación del nivel del actividad.

Si bien a principios de 2011 existía un moderado optimismo entre organismos internacionales y analistas sobre la evolución de la demanda agregada, hacia mediados de año comenzaron a aparecer algunos indicios que señalaban que los riesgos a la baja se habían agudizado, mientras que la expansión mundial estaba muy desequilibrada. En mayo de 2011 la preocupación creciente sobre la evolución de la deuda soberana en la zona euro junto con una posible reestructuración de la deuda griega impactó de lleno sobre la confianza. La sostenibilidad de las finanzas públicas de Grecia, Irlanda, España y Portugal fue puesta en duda por los agentes económicos, elevando las tasas de riesgo de sus deudas públicas muy por encima de las de Alemania.

En ese sentido, los sucesivos incumplimientos de los objetivos fiscales por parte de Grecia incrementaron la desconfianza, impulsando aumentos en los rendimientos de su deuda soberana en muy poco tiempo. El abultado déficit público y la necesidad de financiamiento para poder hacer frente a sus obligaciones llevaron a Grecia a ser el tercer país de la Unión Europea –luego de Irlanda y Portugal– en recibir asistencia conjunta del FMI, la Unión Europea y el Banco Central Europeo.

Como consecuencia de la mayor incertidumbre se desaceleraron –e incluso disminuyeron– las cotizaciones de muchos productos básicos, reduciéndose las expectativas de inflación en el corto plazo. No obstante, las perspectivas de crecimiento para los países en desarrollo se mantuvieron sólidas, ampliando aun más los diferenciales de crecimiento y de tasa de interés con los países industrializados. Esto redundó en una depreciación generalizada del dólar y un sensible incremento del flujo de capitales hacia los países emergentes en busca de mayores rendimientos.

A la inversa de las últimas décadas, los países emergentes se encuentran, en este caso, en una situación más favorable respecto de los desarrollados. Si bien en un principio se registró un descenso generalizado del nivel de actividad, en estos países la recuperación fue mucho más acelerada y sostenida en el tiempo. Con relativamente bajos niveles de endeudamiento y, en gran medida, apoyados en sus mercados internos, cuentan incluso con margen para aplicar políticas de estímulo en el caso de que se produjese una recaída.

2. Evolución reciente y perspectivas

La incertidumbre generalizada sembró desconfianza sobre la evolución de la demanda agregada en el corto y mediano plazo, incrementando el riesgo de que se produjera una nueva retracción del nivel de actividad. En algunas economías avanzadas es muy probable que se registre una tasa de crecimiento cercana a cero o negativa durante 2011 (Cuadro 1). La recuperación prácticamente se detuvo durante el segundo trimestre de 2011, mientras que las revisiones a la baja señalan que el desempeño de la economía mundial es más endeble de lo previsto. Las cifras publicadas por la OECD en septiembre muestran que tanto en los Estados Unidos como en Europa se debilitó el crecimiento durante la primera mitad de 2011 (Gráfico 1).

En las economías en desarrollo, si bien se espera una desaceleración del crecimiento respecto del 7,3% alcanzado en 2010, tanto durante 2011 como 2012 crecerían por encima del 6%. Con un desempeño por encima de la media de los emergentes se destacan China e India, cuyos mercados internos les han permitido amortiguar los efectos de la desaceleración de sus exportaciones, consecuencia de la caída de la demanda agregada en sus mercados de destino.

No obstante que la mayoría de las economías en desarrollo continúa creciendo a tasas vigorosas, plantea serios riesgos de desaceleración de la demanda agregada el hecho de que el nivel de actividad se haya debilitado más de lo previsto, tanto en los Estados Unidos como en la Unión Europea, en consonancia con la incertidumbre resultante de la creciente inestabilidad financiera. Asimismo, las cotizaciones de las materias primas han comenzado a estabilizarse y, según el Banco Mundial (2011), muy probablemente se mantengan sin cambios e incluso desciendan durante los próximos años, lo cual sin lugar a dudas impactará tarde o temprano sobre los países exportadores de productos básicos.

Cuadro 1
PIB mundial
Proyecciones del Fondo Monetario Internacional - septiembre de 2011
en porcentaje

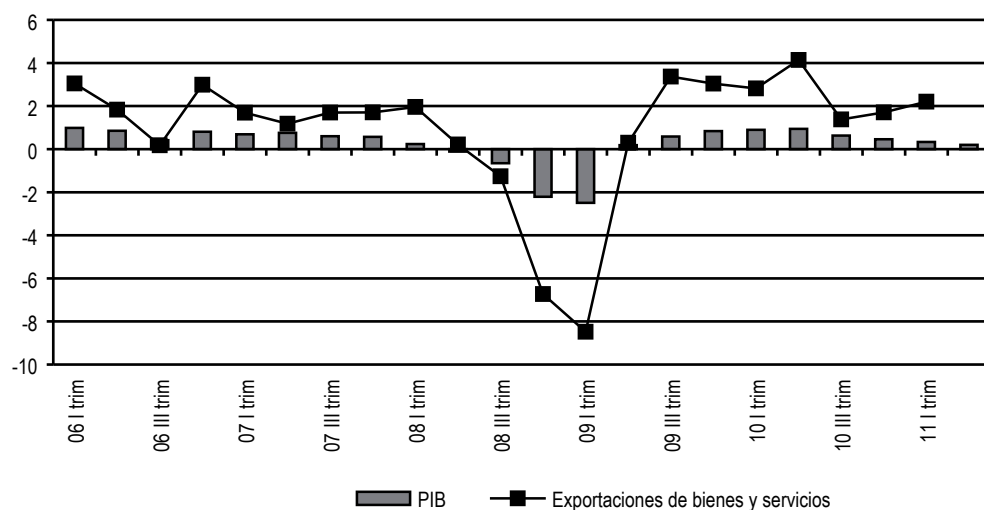
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|
| PIB mundial | 3,0 | -0,7 | 5,1 | 4,0 | 4,0 |
| PIB países desarrollados | 0,5 | -3,7 | 3,1 | 1,6 | 1,9 |
| EE.UU. | 0,4 | -3,5 | 3,0 | 1,5 | 1,8 |
| Unión Europea | 0,9 | -4,2 | 1,8 | 1,7 | 1,4 |
| Área Euro | 0,6 | -4,3 | 1,8 | 1,6 | 1,1 |
| Alemania | 1,2 | -5,1 | 3,6 | 2,7 | 1,3 |
| Francia | 0,1 | -2,6 | 1,4 | 1,7 | 1,4 |
| España | 0,9 | -3,7 | -0,1 | 0,8 | 1,1 |
| Japón | -1,2 | -6,3 | 4,0 | -0,5 | 2,3 |
| Reino Unido | 0,5 | -4,9 | 1,4 | 1,1 | 1,6 |
| Canadá | 0,5 | -2,8 | 3,2 | 2,1 | 1,9 |
| PIB países en desarrollo | 6,1 | 2,8 | 7,3 | 6,4 | 6,1 |
| África Subshariana | 5,2 | 2,8 | 5,4 | 5,2 | 5,8 |
| Europa Central y Oriental | 3,1 | -3,6 | 4,5 | 4,3 | 2,7 |
| Rusia | 5,6 | -7,8 | 4,0 | 4,3 | 4,1 |
| China | 9,6 | 9,2 | 10,3 | 9,5 | 9,0 |
| India | 6,4 | 6,8 | 10,1 | 7,8 | 7,5 |
| Medio Oriente y Norte de África | 5,3 | 2,5 | 4,4 | 4,2 | 4,4 |
| Brasil | 5,1 | -0,6 | 7,5 | 3,8 | 3,6 |
| México | 1,5 | -6,2 | 5,4 | 3,8 | 3,6 |

Fuente: CEI en base a FMI (2011).

Gráfico 1

Evolución del comercio y el PIB trimestrales de la OECD

variación porcentual respecto del periodo anterior



Fuente: OECD.

A comienzos de 2010 aparecieron algunos signos de que la economía de los países desarrollados estaba entrando en una senda de crecimiento, lo cual fue dado en llamar “brotes verdes” por algunos analistas que sostenían que lo peor estaba quedando atrás. Transcurrido más de un año de estos acontecimientos es posible afirmar que se trató de una mera expresión de deseos. Las dificultades para hacer frente a la deuda pública que enfrentan España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal, en combinación con la ausencia de una política decidida por parte de la Unión Europea, precipitaron un nuevo episodio de incertidumbre generalizada. La crisis de deuda de la zona euro se puso de manifiesto cuando aun no había finalizado la asimilación de los costos del sobreendeudamiento privado. El balance es que, pese a los estímulos fiscales con que los Gobiernos del G-20 combatieron la recesión, las inyecciones de fondos públicos a las entidades financieras y la avalancha de liquidez suministrada por los bancos centrales, el peso de la deuda elevó sustancialmente las primas de riesgo en la periferia del euro.

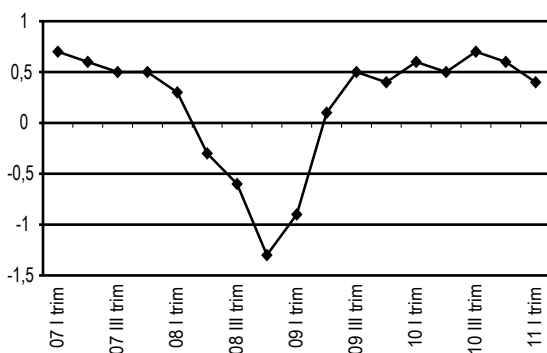
Luego de la contracción del comercio mundial acaecida durante 2009, en 2010 se registró un incremento del volumen de comercio superior al 12% (Cuadro 2). Para el corriente año, el FMI pronostica un aumento del 7,5%, mientras que para 2012 todo parece indicar que continuará la desaceleración del crecimiento de las exportaciones mundiales. Si bien se espera que tanto los países en desarrollo como los desarrollados moderen el ritmo de crecimiento, la desaceleración sería mayor en las naciones industrializadas. Al analizar los datos publicados por la OECD se observa que en dicho bloque se viene registrando una merma en el ritmo de crecimiento, tanto de las exportaciones como del PIB a partir del tercer trimestre del 2010, en coincidencia con el comienzo del retiro de los paquetes de ayuda fiscales (Gráfico 1).

Cuadro 2
Comercio mundial
Proyecciones del Fondo Monetario Internacional -
septiembre de 2011
en porcentaje

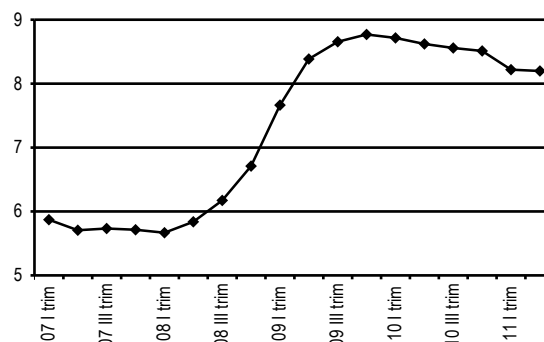
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------|------|-------|------|------|------|
| Volumen de comercio | 2,8 | -10,7 | 12,8 | 7,5 | 5,8 |
| Exportaciones | | | | | |
| Exportaciones países desarrollados | 1,8 | -11,9 | 12,3 | 6,2 | 5,2 |
| Exportaciones países en desarrollo | 4,5 | -7,7 | 13,6 | 9,4 | 7,8 |
| Importaciones | | | | | |
| Importaciones países desarrollados | 0,5 | -12,4 | 11,7 | 5,9 | 4,0 |
| Importaciones países en desarrollo | 8,6 | -8,0 | 14,9 | 11,1 | 8,1 |

Fuente: CEI en base a FMI (2011).

La disminución proyectada de la actividad obedece, en gran medida, al estancamiento del consumo privado que, junto con el desmantelamiento de las medidas de apoyo fiscal, contribuyó a desacelerar el crecimiento en los países desarrollados. Luego de cuatro trimestres sucesivos de caída, a partir de abril de 2009 el consumo de las familias se recuperó muy tenuemente (Gráfico 2). No obstante, desde la segunda mitad de 2010 comenzó a percibirse una desaceleración que se corresponde en gran medida con el crecimiento del precio de las materias primas, en especial el petróleo, que produjo una contracción del ingreso real de las familias. La caída del poder adquisitivo provocó un debilitamiento de la demanda de bienes, responsable de la ralentización de la actividad económica. Además, una buena parte de los hogares en los países desarrollados no sólo está profundamente endeudado sino que en muchos casos sufren una pérdida neta de riqueza por el efecto conjunto de la desvalorización de las propiedades y la pérdida de valor de los fondos de pensiones.

Gráfico 2**OECD: evolución del consumo privado**

Fuente: CEI en base a OECD (2011).

Gráfico 3**OECD: evolución del desempleo sobre la PEA* tasa porcentual**

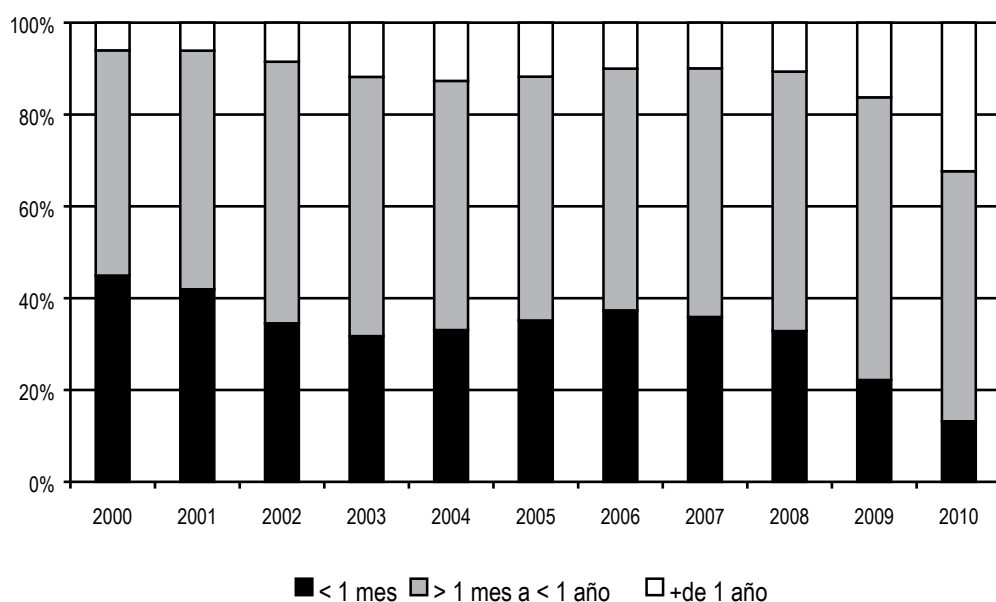
*PEA: Población Económicamente Activa.

Fuente: CEI en base a OECD.

La trayectoria del desempleo tampoco contribuyó con la recuperación de la demanda agregada entre los miembros de la OECD (Gráfico 3). En algunos países el nivel de desocupación duplica los registros previos a la crisis, haciéndose sentir con especial intensidad entre los menores de 25 años y aquellos que buscan su primer empleo. Asimismo, se detecta un incremento en el desempleo de largo plazo. En los Estados Unidos, por ejemplo, casi un tercio de los desempleados (unos 15 millones de personas) demoró más de un año en conseguir un nuevo empleo, mientras que el porcentaje de aquellos que consiguen empleo en menos de un mes disminuyó al 13% (Gráfico 4). Cabe mencionar que para principios de los 2000, el 45% estaba desempleado menos de un mes y tan sólo 6% más de un año.

Gráfico 4

Estados Unidos: desempleo según duración en porcentaje



Fuente: CEI en base a OECD.

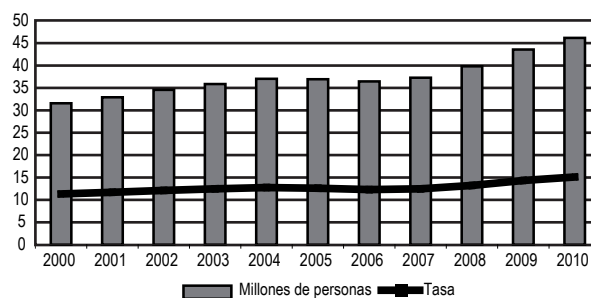
En los Estados Unidos, durante las últimas tres décadas se registró una transferencia de ingresos desde los pobres hacia los ricos (Cuadro 3), impactando en la evolución de la pobreza, que a fines de 2010 alcanzaba al 15% de la población estadounidense, es decir, unos 46 millones de personas (Gráfico 5). Durante este período se registró una transferencia de ingresos desde los asalariados hacia el sector financiero. A fin de mantener el consumo privado, y ante la paulatina caída en los ingresos de los trabajadores de menores recursos, las entidades financieras otorgaron créditos a muy bajo costo y con muy pocos requisitos. Sin embargo, la persistente caída de los ingresos en combinación con un aumento del endeudamiento desembocaron en una mayor fragilidad financiera de los hogares con el consecuente impacto sobre la evolución de la actividad económica.

Cuadro 3
Estados Unidos: Distribución del ingreso por quintiles en porcentaje

| Década | Primer quintil | Segundo quintil | Tercer quintil | Cuarto quintil | Último quintil |
|-----------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 1951-1960 | 41,2 | 23,8 | 17,8 | 12,4 | 4,9 |
| 1961-1970 | 41,1 | 23,8 | 17,7 | 12,2 | 5,3 |
| 1971-1980 | 41,0 | 24,1 | 17,6 | 11,8 | 5,5 |
| 1981-1990 | 43,2 | 24,2 | 16,9 | 11,0 | 4,8 |
| 1991-2000 | 46,6 | 23,3 | 15,9 | 10,1 | 4,3 |
| 2001-2010 | 47,9 | 23,1 | 15,4 | 9,6 | 4,0 |

Fuente: CEI en base a U.S. Bureau of the Census (2011).

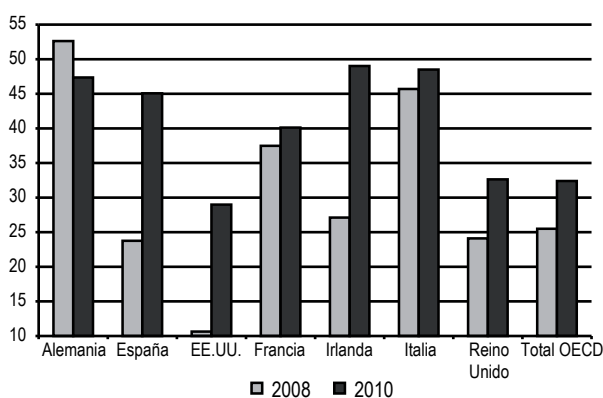
Gráfico 5
Estados Unidos: Pobreza millones de personas y tasa



Fuente: CEI en base a U.S. Bureau of the Census (2011).

En el resto del mundo desarrollado la situación del empleo no difiere demasiado. La crisis afecta con mayor virulencia a los jóvenes ya que en varios países miembros de la OECD la desocupación entre los menores de 25 años duplica la tasa general, siendo España el caso paradigmático con más del 40% de la población juvenil desempleada. Asimismo, y tal como se observa en el Gráfico 6, se ha incrementado sensiblemente el desempleo de larga duración en casi todos los principales países industrializados a excepción de Alemania. En consonancia con lo anterior, la tasa de empleo cae en casi toda la OECD, lo cual señala un fenómeno de desaliento por parte de los desocupados a la hora de salir a buscar un nuevo empleo (Gráfico 7). En un informe elaborado por la OECD y la OIT (2011) se advierte que, de no mejorar las actuales tasas de crecimiento de empleo, será prácticamente imposible recuperar los más de 15 millones de puestos de trabajo que se han perdido en los países miembros de la OECD desde comienzos de la crisis en 2008.

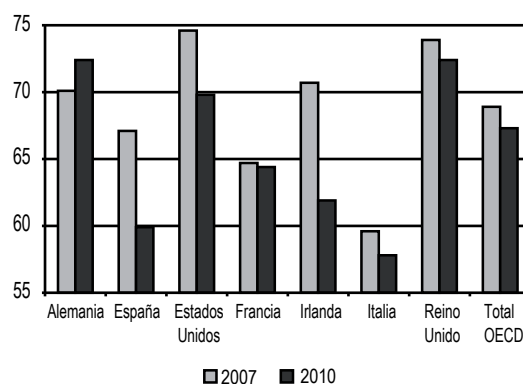
Gráfico 6
OECD: desempleo de larga duración* en el desempleo total en porcentaje



(*) más de un año de duración.

Fuente: CEI en base a OECD (2011).

Gráfico 7
OECD: tasa de desempleo en porcentaje



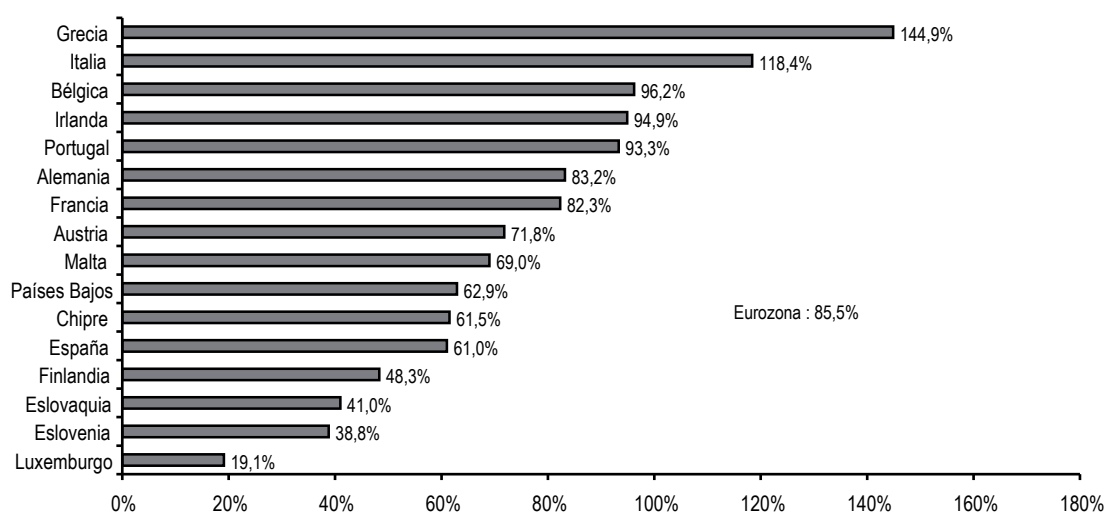
Fuente: CEI en base a OECD (2011).

3. Desequilibrios, endeudamiento y pérdidas de competitividad

La respuesta de los países desarrollados a la crisis de 2008 consistió, entre otras, en la adopción de una política fiscal expansiva. Si bien la expansión fiscal permitió remontar la actividad económica con relativa rapidez, fue a costa de una profundización del nivel de endeudamiento de las economías avanzadas, especialmente en lo que se refiere a los países europeos. Como puede observarse en el Gráfico 8, se alcanzó un nivel de endeudamiento significativo en estos países que se tradujo en niveles inmanejables para algunos, tal el caso de Grecia, Italia, Irlanda y Portugal. Merece destacarse que la mayoría de los países de la Eurozona registran una relación deuda pública/PIB muy por encima del compromiso asumido en el Tratado de Maastricht (60%).

Gráfico 8

Eurozona. Deuda/PIB, 2010 en porcentaje



Fuente: CEI en base a EUROSTAT.

El endeudamiento público de las economías avanzadas ha alcanzado niveles nunca registrados desde la finalización de la Segunda Guerra Mundial. El incremento de la deuda pública es consecuencia de sostenidos y repetidos ciclos de expansión y crisis. En muchos casos, las crisis bancarias coinciden o preceden a las crisis de deuda soberana: la necesidad de capitalizar a las entidades bancarias –debilitadas por el otorgamiento de créditos de difícil recupero– deterioran la solvencia fiscal (Reinhart y Rogoff, 2011).

Las razones últimas de esta crisis de endeudamiento soberano deben rastrearse en los desbalances macroeconómicos a nivel global. Un conjunto de países muestra un nivel de “absorción” de bienes y servicios que excede la oferta o producto nacional. En consecuencia, hay un exceso de demanda. Esta brecha o déficit se financia con ahorro externo y, además, se manifiesta en el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos.

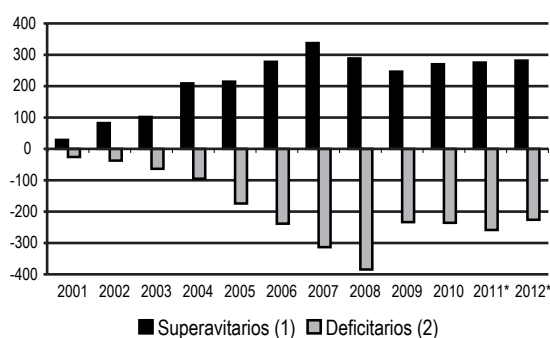
Los EE.UU. y muchos de los países de Europa son, en conjunto, economías con exceso de gasto en bienes y servicios a escala internacional, en tanto que Alemania, China y Japón se han constituido, en las últimas décadas, en los grandes ahorristas de la economía mundial. El incremento del gasto en las economías deficitarias se ha financiado merced a un paulatino incremento del endeudamiento –tanto de los hogares

como del sector público— que terminó horadando los cimientos del sistema financiero global. Morigerar los desequilibrios implica que los países deficitarios adopten una mayor frugalidad en su comportamiento económico; pero, a su vez, que los países con conductas austeras disminuyan su propensión al ahorro y aumenten su nivel de absorción a fin de contribuir a la reducción de los desbalances globales.

Al interior de la Eurozona es donde puede ahondarse en este fenómeno. Un conjunto de países —entre los cuales están los que han sufrido los embates más fuertes de la crisis financiera— exhibe déficit significativos en su cuenta ahorro-inversión. Estos desbalances vienen incrementándose sistemáticamente desde la entrada en vigencia del euro; mientras otro grupo, liderado por Alemania, viene aumentando —paralelamente— sus superávits (Gráfico 9 y Gráfico 10). La creación del euro había provocado un optimismo excesivo acerca de los beneficios de compartir la moneda y depositar la confianza del manejo de la política monetaria en manos del Banco Central Europeo.

Gráfico 9

Eurozona: cuenta corriente agregada
miles de millones de dólares



(*) proyecciones.

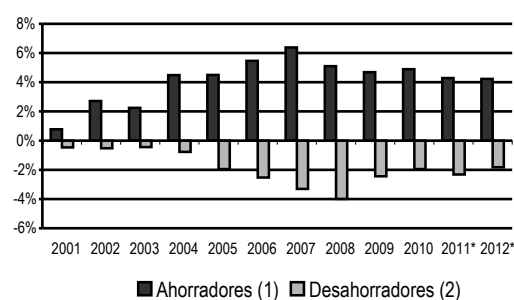
(1) Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Luxemburgo y Países Bajos.

(2) Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Malta y Portugal.

Fuente: CEI en base a FMI (2011).

Gráfico 10

Eurozona: diferencia entre ahorro e inversión
% del PIB



(*) proyecciones.

(1) Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Luxemburgo y Países Bajos.

(2) Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Malta y Portugal.

Fuente: CEI en base a FMI (2011).

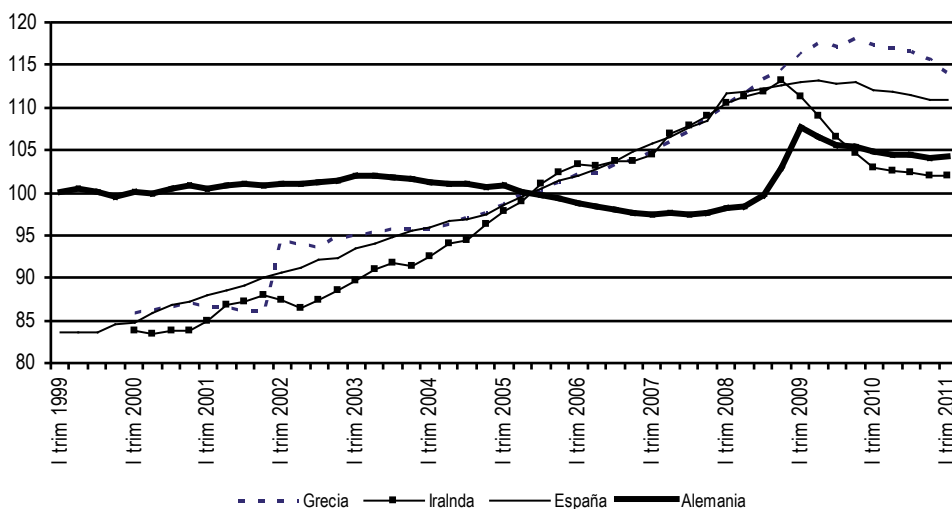
En virtud de ello, la pérdida de grados de libertad que representa ceder el manejo de la política monetaria a una institución supranacional no parecía implicar un problema para la recién estrenada Unión Monetaria. Sin embargo, el incremento de la actividad económica de la Eurozona provocada, entre otros factores, por una política fiscal laxa, fueron socavando sus fundamentos económicos.

La sostenida expansión también dio lugar a diferentes ritmos inflacionarios y de aumento de salarios. La conjunción de estos fenómenos junto con el desempeño de la productividad dio lugar a pérdida de competitividad de los socios de la Eurozona respecto de Alemania. En el Gráfico 10 se observa la evolución de los costos laborales unitarios (CLU). Mientras que en Alemania el CLU se incrementó por debajo del 10% entre 2000 y el comienzo de la crisis, en Grecia, Irlanda y España —durante el mismo período— aumentaron por encima del 30%. Las divergencias en las trayectorias de la inflación entre los países signatarios han conducido a desajustes de las tasas reales de cambio al interior de la Eurozona.

Gráfico 11

Costo laboral unitario

Índice 2005 = 100



Fuente: CEI en base a OECD (2011).

El anclaje del tipo de cambio que impone la unión monetaria dificulta enormemente la reversión de los desbalances. Sin la restricción cambiaria, sería posible recurrir al mecanismo clásico de reducir absorción –por ejemplo, a través del ajuste fiscal– y modificar los precios relativos mediante la alteración del tipo de cambio unilateral (devaluación). Pero este último mecanismo está vedado a los participantes de la Eurozona. La restricción a la utilización de los instrumentos de política monetaria y cambiaria obligaría a la alternativa de implementar un riguroso proceso de ajuste y reformas estructurales en la economía, con el objetivo de mejorar sustancialmente la competitividad. Claro que esta vía exigiría la aplicación de un severo ajuste de la economía a través de la deflación. Esta opción –de cuya eficacia caben enormes dudas– provocaría resultados fuertemente recesivos, elevando las tensiones sociales y las presiones políticas.

De cualquier manera, aún suponiendo un resultado exitoso de la alternativa deflacionista, quedaría un problema irresuelto. La insolvencia fiscal persistiría y, para muchos economistas, es el principal inconveniente que subsistiría luego de la contracción de la economía. El interrogante que surge es cómo reducir el “exceso de deuda”, ante el cual la política monetaria o fiscal están incapacitadas para actuar.

Una alternativa es una “quita” de deuda, mecanismo que se ha ofrecido a Grecia por parte de los bancos acreedores. Pero no cabría descartar la necesidad de una reestructuración de la deuda de los países fuertemente comprometidos. El alargamiento de los plazos de los préstamos conjuntamente con una reducción de la tasa de interés aparece como un requisito mínimo para aliviar el peso del endeudamiento de estos países.

Otra alternativa es la licuación de las deudas mediante una aceleración de las tasas de inflación. De todos modos, para evitar que las expectativas de inflación se incorporen a las tasas de interés, la mejor manera de licuar la deuda sería a través de un salto inflacionario relativamente alto y de corta duración. Pero en este caso, los riesgos económicos y políticos serían impredecibles. De cualquier manera, la licuación de la deuda a través de una aceleración de la tasa de inflación es una alternativa a considerar (Machinea, 2011).

4. Conclusiones

La insolvencia de Grecia intensificó la inestabilidad del sistema financiero y arrastró a la crisis a los países de la Eurozona –Italia fue otra de las víctimas–, aunque merece destacarse que la crisis económica devino en una profunda crisis política, generando dudas sobre la consistencia de la integración y la solidaridad entre los países miembros de la UE. La dicotomía entre la cesión del control de la política monetaria y cambiaria y la soberanía en materia fiscal, generó dudas sobre la determinación y liderazgo para resolver los desequilibrios. Los acontecimientos recientes constituyen una evidencia de que los problemas no se circunscriben al ámbito de las finanzas públicas sino que incluyen los déficit en cuenta corriente, el crecimiento endeble y las marcadas diferencias de competitividad al interior de la UE.

Uno de los problemas medulares y que deteriora la confianza es la inexistencia de un plan, de una estrategia y de un calendario de acciones que revierta la incertidumbre imperante y el declive de la economía. Indudablemente, la política económica se encuentra en un laberinto. Las posibilidades de la política fiscal activa para reactivar la demanda son bastante escasas. En lo que se refiere a la política monetaria, la limitación de la Reserva Federal para utilizar este instrumento tiene que ver con el bajo nivel de la tasa de interés en EE.UU. El nuevo presidente del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi, parecería tener una posición menos rígida que su antecesor –Jean-Claude Trichet– ya que a poco de haber asumido redujo la tasa de interés en un cuarto de punto. De todos modos, el BCE no ha mostrado una voluntad muy decidida a recurrir a una política monetaria expansiva.

De todos modos, como se señalara anteriormente, el problema crucial que no encuentra solución, por el momento, refiere a la sustentabilidad del alto endeudamiento soberano, especialmente de los países europeos. La reestructuración de la deuda pública de los países más comprometidos a tasas de interés bastante más bajas a las que están tomando deuda en la actualidad es un imperativo ya que si las perspectivas son de un lento crecimiento de las economías desarrolladas, cabría esperar un crecimiento de la relación deuda pública/PIB, agravándose el problema actual.

Por otro lado, no son pocos los economistas que consideran que una alternativa para reducir el excesivo endeudamiento sea recurrir a una aceleración de la inflación. Este cometido no aparece como una tarea sencilla. Por un lado, la recesión en las economías desarrolladas impone un escaso dinamismo a la demanda. Por otro, la globalización de los mercados financieros dificulta la licuación de la deuda, entre otros motivos porque la deuda privada estaría pactada a tasas de interés flotante y, en otros casos, la deuda contempla actualización por la tasa de inflación (Machinea, 2011).

Las naciones en desarrollo enfrentarían un escenario más favorable que los países industrializados; salvo que de no reducirse la incertidumbre y mejorar las condiciones de la demanda agregada en estos últimos, es factible que en el mediano plazo la inestabilidad termine por contagiarlos vía el comercio internacional y los movimientos de capitales. De todos modos, es probable que los precios de los productos básicos sigan un sendero deflacionario como resultado de la pérdida de dinamismo de la economía mundial. En cierta forma, el ciclo expansivo de los precios de los productos básicos parecería haberse agotado. Este fenómeno tendrá un impacto significativo sobre el desempeño de las economías de los países emergentes.

Referencias

Banco Mundial (2011). "Table A1: Commodity Prices and Price Forecast in Current US Dollars". *Commodity markets. Price forecasts*. http://siteresources.worldbank.org/INTPROSPECTS/Resources/334934-1304428586133/Price_Forecast.xls (10 de noviembre de 2011).

Reinhart, Carmen M. y Kenneth S. Rogoff (2011). "A decade of debt". Working Paper 16827. National Bureau of Economic Research.

EUROSTAT (2011). "General government gross debt". *Statistics. Browse / search database*. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1> (10 de noviembre de 2011).

FMI (2011). *World Economic Outlook Databases*. <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28> (10 de noviembre de 2011).

Machinea, José Luis (2011). "Desaceleración o recesión global: los márgenes de la política económica". Documento de Trabajo 05/2011. Escuela de Negocios, Universidad Torcuato Di Tella.

OECD (2011). *OECD.Stat Extracts*. <http://stats.oecd.org/index.aspx?> (10 de noviembre de 2011).

OECD y OIT (2011). "Short-term employment and labour market outlook and key challenges in G20 countries". http://www.ilo.org/public/libdoc/jobcrisis/download/g20_2011/stats1-en.pdf. (31 de octubre de 2011).

U.S. Bureau of the Census (2011). *2010 Census Data*. <http://2010.census.gov/2010census/data/> (10 de noviembre de 2011).