

# CRISIS MUNDIAL POR RECESIÓN DE BALANCES PRIVADOS

Richard  
**KOO**

COMENTARIOS DE  
RICHARD **WEBB** Y  
FÉLIX **JIMÉNEZ**

CON LA PRESENTACIÓN DE  
**VÍCTOR ISLA**

Presidente del Congreso de la República

Presidencia del Congreso de la República  
Departamento de Investigación y Documentación Parlamentaria  
Consortio de Investigación Económica y Social

Crisis mundial por recesión  
de balances privados  
(y recomendaciones para el Perú)

Richard Koo  
Comentarios de Richard Webb y  
Félix Jiménez

Presentación de  
Víctor Isla  
Presidente del Congreso de la República

Presidencia del Congreso de la República  
Departamento de Investigación y  
Documentación Parlamentaria  
Consortio de Investigación Económica y Social

# ÍNDICE

## **Presentaciones**

Víctor Isla

Presidente del Congreso de la República

Javier Portocarrero

Director Ejecutivo del Consorcio de Investigación Económica y Social

## **Nota Editorial**

Silvana Salazar

Jefa del Departamento de Investigaciones y Documentación Parlamentaria

1. Recesión económica global por hojas de balance privados

Richard Koo

Jefe de Instituto de Investigaciones Nomura del Japón

2. Comentario de Félix Jiménez

Profesor principal de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú

3. Comentario de Richard Webb  
Director del Instituto Perú
4. Comentario de Juan Carlos Eguren  
Segundo Vicepresidente del Congreso de la República
5. Respuesta de Richard Koo

### **Anexo**

Artículos de Richard Webb y Félix Jiménez

## PRESENTACIONES

VÍCTOR ISLA

*Presidente del Congreso de la República*

Promover la reflexión de la comunidad congresal y de la ciudadanía sobre temas cruciales de la coyuntura nacional y mundial fue un objetivo largamente alcanzado por la notable conferencia del profesor Richard Koo sobre la naturaleza de la crisis económica global y su impacto en el Perú.

Koo, profesor taiwanés-norteamericano es jefe del prestigioso Instituto Nomura de Estudios Económicos de Tokio, asesor del Consejo de Ministros del Japón y uno de los más innovadores e influyentes economistas dedicado al estudio de la crisis económica global.

Hoy es ampliamente debatida su interpretación sobre la crisis global a la que define como crisis de “recesión provocada por balances privados”.

A partir de la experiencia recesiva japonesa del 2008-2009, luego del estallido de la burbuja financiera, Koo analiza la coyuntura de la región occidental europea-norteamericana. Propone ver el origen de la crisis en el momento en el que estalladas las burbujas financieras y, en particular las originadas en la especulación inmobiliaria, las familias hacen un alto para hacer un balance y ponderan el valor de lo que tienen como activos respecto de sus deudas. Así, familias, empresas e incluso los propios bancos verifican que tienen las mismas obligaciones en momentos en que el precio de sus activos (sobre todo en el rubro de vivienda familiar) son menores.

Richard Koo propone que, ante esta situación de parálisis recesiva de familias y empresas, el mandato de los gobiernos debe ser ir contra la corriente y convertirse en fuentes de movilización económica de la inversión en proyectos de largo plazo, en estímulo al sector privado y en garantía de un control estricto de la regulación bancaria privada. Richard Koo sugiere aumentar la inversión privada en proyectos de infraestructura en la misma proporción en la que las familias y empresas dejan de gastar para pagar sus deudas. Formula así una de las más originales respuestas



a la recesión global al lanzar la consigna de que ante el estallido de las burbujas inmobiliarias y financieras las familias y las empresas reduzcan sus deudas y el gobierno gaste y garantice una sana y transparente circulación del capital.

Sobre la propuesta de Koo y el impacto de la crisis global en el Perú comentaron Félix Jiménez, destacado profesor de economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú y ex jefe del Plan de Gobierno de Gana Perú, y Richard Webb, ex presidente del Banco Central de Reserva y Presidente del Instituto Perú.

Somos conscientes que durante los próximos años, prevalecerá un contexto de elevada incertidumbre en la economía mundial. En donde las economías avanzadas tendrán que hacer frente a un entorno de bajo crecimiento, elevado desempleo, altos niveles de deuda pública y un lento proceso de desapalancamiento. Corriendo el riesgo incluso, de que vuelvan a entrar en recesión. Recordemos que entre el 2008 y 2009 el mundo experimentó una recesión sincronizada que generó una caída del PBI mundial de -2.3%.

De igual forma, las economías emergentes tendrán que enfrentar una menor demanda externa, presiones apreciatorias en sus monedas y volatilidad en sus flujos de capitales.

En el escenario interno, nuestro país ha cerrado el 2012 con 6.3 de crecimiento económico, previendo crecer para los próximos años entre 6.0% y 6.5%, crecimiento que se desacelerará si no se adoptan medidas para seguir incrementando la productividad y competitividad, o si no se fortalecen las instituciones o si se deja de lado la verdadera reforma del estado.

Expreso mi agradecimiento a Javier Portocarrero, director ejecutivo del Consorcio de Investigación Económica y Social por haber hecho posible que el profesor Richard Koo diera la conferencia en el Congreso de la República gracias al convenio de cooperación académica entre nuestras instituciones.

Celebro la difusión de la conferencia del profesor Koo y de los provechosos comentarios de Félix Jiménez, Richard Webb y Juan Carlos Eguren que fue posible por el esfuerzo conjunto del Consorcio de Investigación Económica y Social, de mi despacho y del Departamento

de Investigación y Documentación del Congreso de la República.

JAVIER PORTOCARRERO  
*Director Ejecutivo del Consorcio de  
Investigación Económica y Social (CIES)*

La conferencia “Nuevos enfoques de la recesión y perspectivas de la economía mundial” del Economista Jefe del Instituto de Investigación Nomura, Richard Koo, nos permitió mejorar nuestra comprensión de la evolución reciente de la economía mundial y de las fuerzas que afectan el nivel de actividad económica global. Las intervenciones de los profesores Félix Jiménez y Richard Webb examinaron los efectos de la coyuntura mundial sobre América Latina y el Perú.

La teoría de Koo se construyó sobre la experiencia del Japón. Durante los años ochenta, Japón experimentó un boom económico. El PBI real creció más de 60% durante la década, el precio de las viviendas en Tokyo se multiplicó por tres y el valor de los terrenos lo hizo por cinco. La burbuja inmobiliaria fue financiada por una enorme expansión del crédito a hogares y empresas, sobre todo durante la segunda mitad de la década. En 1990 estalló la burbuja, se desplomaron los precios y el país entró en un

estancamiento que duró 16 años. Este fenómeno ha sido llamado “recesión de hoja de balance” por Richard Koo.

Según Koo, este tipo de recesión ocurre cuando, al colapsar el precio de los activos, el sector privado se encuentra a sí mismo sobre endeudado, y busca el “desapalancamiento”, es decir disminuir su deuda para reconstituir un balance más equilibrado. Si se reduce el gasto en consumo e inversión para pagar la deuda, cae la demanda efectiva, y la economía entra en recesión. En esta situación la política monetaria pierde efectividad, pues el multiplicador bancario deja de operar: el Banco Central puede emitir más dinero, pero los bancos no logran expandir el crédito. Solo el estímulo fiscal sería el arma eficaz en tales circunstancias.

En Japón el desapalancamiento del sector privado demoró diez años, a pesar de la tasa cero de interés. En los años dos mil hubo una tendencia deflacionaria, y el PBI real no cayó precisamente por el estímulo fiscal. Koo relata que en un par de ocasiones (Hashimoto y Koizumi) se introdujeron –prematuramente- programas de “reforma fiscal”, que finalmente incrementaron el déficit público, al enfriar la economía y reducir la recaudación.

El fenómeno se ha repetido en los Estados Unidos y Europa, y todavía no se sale de él. Luego del estallido de la burbuja subprime, se incrementó sustantivamente el ahorro privado, deprimiendo la demanda. Ya se ha superado el shock de Lehman Brothers, pero la recuperación es frágil pues continúa el desapalancamiento. En la Eurozona la coyuntura es hoy mucho más complicada. El Banco Central Europeo ha desempolvado sus cañones, pero la austeridad fiscal y la desconfianza en la periferia están agudizando la recesión. El fantasma japonés recorre Europa.

Será pues muy interesante discutir hoy estos mecanismos y cómo están operando en la economía mundial y que, para bien de todos los peruanos, no operan en nuestro país. Este hecho nos debe llenar de alegría y orgullo. Esta conferencia ha sido coorganizada por el Congreso de la República y el Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES) gracias a un convenio entre ambas instituciones, el mismo que fue renovado en noviembre de 2011. Lo que permite este convenio es promover un acercamiento entre el Congreso y la comunidad académica, para el intercambio de información, actividades de capacitación y apoyo a la labor de las comisiones.

El CIES es una institución académica que reúne 48 universidades y centros de investigación en Lima y en once regiones. Nos complace que este convenio firmado originalmente en el 2004 haya sido renovado en múltiples oportunidades, pues ello significa estabilidad institucional y visión de largo plazo en la relación entre ambas instituciones. Es muy importante que las reglas del juego y los arreglos institucionales permanezcan en el tiempo, que haya solidez institucional, porque ahora el Perú, como gran parte de América Latina, está viviendo una bonanza de los precios del cobre, plata, oro, petróleo, etc. Pero estas bonanzas pasan y lo que quedan son las instituciones. Y si las instituciones son sólidas, las políticas pueden ser sólidas. Así podremos sobrevivir el paso de las bonanzas y adquirir habilidad para encarar los desafíos siempre cambiantes que nos depara el futuro.

La cooperación entre el Congreso de la República con sus funciones de representación, legislación y fiscalización, y la Academia Peruana, con sus funciones de creación y gestión del conocimiento, es fructífera y tiene mucho trecho por recorrer. No puedo concluir sin reconocer nuestra gratitud al Congreso por darnos la oportunidad de promover hoy día una reflexión conjunta sobre los

avatares de la economía mundial y los desafíos que plantea para nuestro país. Quiero agradecer en particular a los congresistas Víctor Isla, Presidente del Congreso y a Juan Carlos Eguren, Segundo Vicepresidente. Asimismo, debo reconocer el patrocinio de la cooperación canadiense, y su visión de largo plazo. Por último agradezco al profesor Richard Koo, y a los distinguidos comentaristas, los profesores Félix Jiménez y Richard Webb por su generoso apoyo al desarrollo de la conferencia.



## NOTA EDITORIAL

SILVANA SALAZAR

*Jefa del Departamento de Investigaciones y  
Documentación Parlamentaria*

Cumpliendo con la iniciativa del Presidente del Congreso, congresista Víctor Isla, el departamento de Investigación y Documentación del Congreso organizó con el Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES) la conferencia del profesor Richard Koo sobre la recesión económica global. Richard Koo es Jefe del Instituto Nomura del Japón y uno de los más influyentes economistas en los equipos económicos de los gobiernos que transitan por difíciles coyunturas recesivas y cuyas ideas son estudiadas por la academia especializada en crisis económicas globales.

La indicación del presidente era precisa: lograr la reflexión de la comunidad congresal, al más alto nivel académico, sobre temas prioritarios en la agenda nacional y de amplio interés ciudadano. El primer tema elegido fue el que dominaba la coyuntura de fines del 2012: la naturaleza de la crisis mundial y la respuesta peruana.

La calidad y novedad del planteamiento del profesor Richard Koo se puede apreciar en las páginas siguientes que muestran, además la claridad y precisión expositiva de quien es un reconocido académico en Japón y en Estados Unidos.

Para apreciar las ideas de Rochard Koo desde la experiencia peruana fueron invitados a comentar los profesores Félix Jiménez y Richard Webb. Félix Jiménez es Profesor principal del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Es doctor en economía por la Nueva Escuela de Estudios Sociales de Nueva York. Ha desarrollado una extensa labor de investigación y docencia en los campos de macroeconomía, economía y finanzas internacionales, y crecimiento económico. Autor de numerosos libros, presidió la Comisión que elaboró la sección económica del Plan de Gobierno del Partido Nacionalista en las elecciones generales de 2011. Richard Webb se doctoró en Economía por la Universidad de Harvard y en geografía por la Universidad de Saint Andrews del Reino Unido. Fue Presidente del Banco Central de Reserva del Perú en dos periodos y actualmente es Presidente del Instituto Perú. Es autor de numerosos

libros y uno de ellos titulado *Una economía muy peruana* fue publicado por El Fondo Editorial del Congreso.

El Congresista Juan Carlos Eguren, por encargo del Presidente del Congreso, presidió la conferencia y comentó sobre el tipo de inversión pública y sus límites ante una recesión por balances de los agentes privados.

El departamento de Investigación y Documentación, por indicación de la Presidencia del Congreso, publica la conferencia del profesor Richar Koo y así cumple con darle amplia difusión electrónica e impresa entre la comunidad congresal, la academia peruana y la ciudadanía en general.





RICHARD KOO

*Jefe de Instituto de Investigaciones*

*Nomura del Japón*



## 1. Recesión económica global por hojas de balance privados

RICHARD KOO

*Jefe de Instituto de Investigaciones Nomura del Japón*

Estoy muy honrado de que muchos de ustedes hayan apartado un tiempo de sus horarios para escuchar a un economista hablar acerca de la economía mundial.

Quiero felicitar al Perú por haber registrado tan excelente desempeño económico cuando el resto del mundo está cayéndose en pedazos. Ustedes tienen las más altas tasas de crecimiento de América Latina y las menores tasas de inflación. La pregunta es ¿cómo lo han logrado? Para mí este es realmente un viaje de aprendizaje, para aprender cómo hacen tan bien las cosas en el Perú.

Yo no soy experto en el Perú, pero les puedo hablar un poco acerca de lo que está sucediendo fuera del país. Cuando uno va a Madrid, Washington, Londres, Berlín, escucha mucho el debate.

La gente está diciendo que a la economía le va mal por estas y otras razones, y cuando uno escucha a todos estos economistas, observa que cada uno tiene una recomendación diferente, algunas de las cuales están a kilómetros de otras y de cualquier líder político de cualquiera de estos países: Estados Unidos, Alemania, España. Uno se confunde porque el economista tal dice hay que hacer esto, el otro economista dice otra cosa y se contradicen entre sí: debe haber más estímulo monetario, menos estímulo monetario; más estímulo fiscal, menos reformas estructurales, más rápidas, más lentas; reformas bancarias más o menos intensas; qué hacer con las agencias calificadoras de riesgo.

Todos estos debates han plagado a estas economías durante cuatro años. La catástrofe del Banco Lehman Brothers fue hace cuatro años, y después de cuatro años con las tasas de interés prácticamente a nivel cero, un estímulo monetario masivo por parte de los bancos centrales, las economías de estos países siguen siendo muy frágiles, ¿y por qué?

El Japón pasó por toda esta crisis y estos debates hace quince años. Se dijeron todos los argumentos y

se produjeron todas estas confrontaciones. Toda esta animadversión y animosidad se registró en el Japón hace quince años, y después de todo este debate descubrimos —por lo menos yo descubrí— que Japón estaba sufriendo una enfermedad diferente. No era una recesión común y corriente, era una enfermedad económica especial.

### **Descubriendo la “nueva enfermedad”**

Lo que sucedió fue que después del estallido de la burbuja, que en Japón fue enorme entre 1998 y 1999, el sector privado, las empresas, las familias, dejaron de maximizar sus utilidades y más bien se concentraron en minimizar sus deudas, en pagar sus deudas tan pronto como fuera posible. Y la teoría económica que nos enseñan en las universidades —por lo menos la que a mí me enseñaron en la universidad— se basa en la idea de que el sector privado tiene que maximizar sus utilidades, pero nunca nos enseñaron qué teníamos que hacer cuando el sector privado se dedica más bien a pagar sus deudas. Y cuando estalla una de esas burbujas, que en muchos casos fueron financiadas con deudas, con créditos, la gente se da cuenta de que tiene muchas deudas, de que el valor de sus activos está por acá, abajo, y sus obligaciones financieras están por acá, arriba. Se da cuenta de que, entonces, están en quiebra pues tienen una cantidad de deuda exagerada. Y

cuando uno está endeudado, uno tiene que reducir sus deudas hasta equilibrar de nuevo su balance. Así que todo el país se dedica a pagar sus deudas.

Eso está muy bien a nivel microeconómico. Si yo tengo una empresa y muchas deudas, los banqueros me dicen “mejor arregla tus cuentas”, y tienes que pagar tus deudas porque no tienes alternativa. Así que empiezas a pagar tus deudas para equilibrar tu balance y hacer que tus activos y obligaciones tengan el mismo nivel. Eso está bien a nivel micro, pero cuando todo el país se dedica a hacer lo mismo entramos en un problema enorme, a lo que yo llamo una **recesión por efecto de la hoja de balance**.

Desafortunadamente hasta este momento no había un nombre para este tipo de recesión en la que todo el mundo paga sus deudas y nadie toma préstamos, así que se me ocurrió este nombre para explicar este tipo de recesión: recesión por efectos de la hoja de balance general.

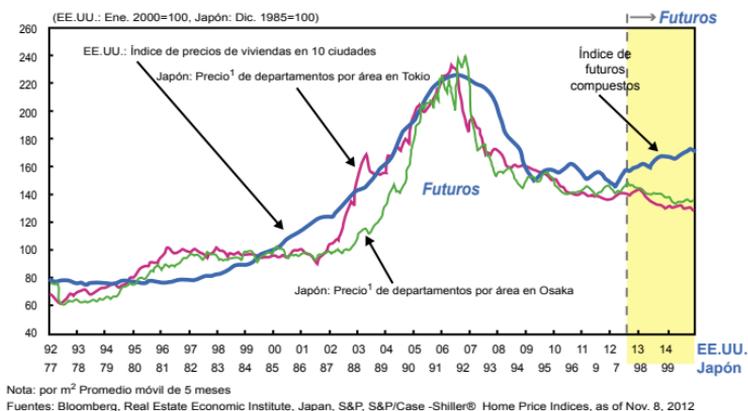
La burbuja inmobiliaria estalló en Europa, en Estados Unidos, y todo el mundo se ha ido dirigiendo en la misma dirección. Los americanos, los europeos, los británicos se han dado cuenta de que tienen el mismo problema que

tuvimos en el Japón hace quince años, por lo que, si uno escucha lo que pasó en el Japón debería poder resolver sus problemas más rápidamente.

Pero los americanos son muy orgullosos y los europeos también. Dicen “qué vamos a aprender nosotros del Japón”. “El Japón se equivocó completamente y nosotros hemos hecho todo muy bien, no tenemos nada que aprender de ellos”. Pero hay muchas cosas acerca del Japón sobre las que no se informaron bien en estos últimos 20 años. No puedo culpar a Occidente por no haber entendido o no haberse enterado bien de lo que sucedió realmente en el Japón.

A ustedes no les puedo contar toda la historia, por el límite del tiempo, así que simplemente voy a comenzar con las transparencias principales. El siguiente gráfico muestra lo que sucedió con los precios de los bienes inmuebles en los Estados Unidos. Aquí vemos lo que sucedió también con los precios de los bienes inmuebles en el Japón, y las curvas son muy parecidas la una a la otra. La forma de las dos curvas en el Japón hace quince años y en Estados Unidos recientemente, son exactamente iguales. (Gráfico 1)

**Gráfico 1.** Los precios de las viviendas en EE.UU. siguen la experiencia japonesa

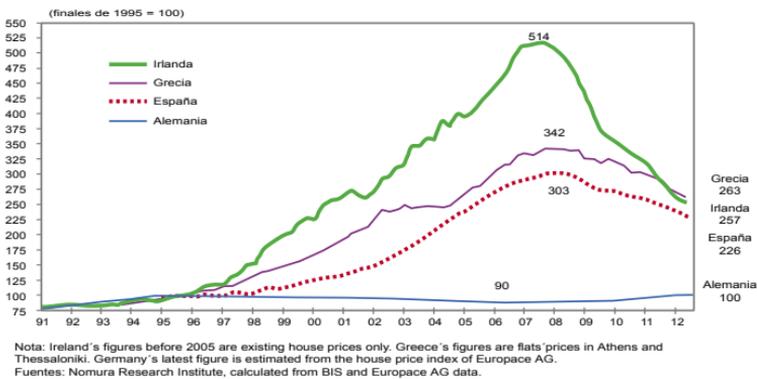


Cuando les muestro esto a los economistas norteamericanos, a todos los estadounidenses, se quedan callados y dicen que no sabían que les había pasado algo tan parecido a lo del Japón. No sabían que nos parecíamos tanto.

En este otro gráfico observamos una gran burbuja, y todas estas burbujas estallan más o menos al mismo tiempo en Grecia, Irlanda y España. Estas cosas que le está pasando ahora a Europa le sucedieron a Japón hace quince años. Todos los bancos centrales han disminuido las tasas de interés muy rápidamente, incluso en el Perú. Entiendo que el Banco Central ha disminuido las tasas de interés, y

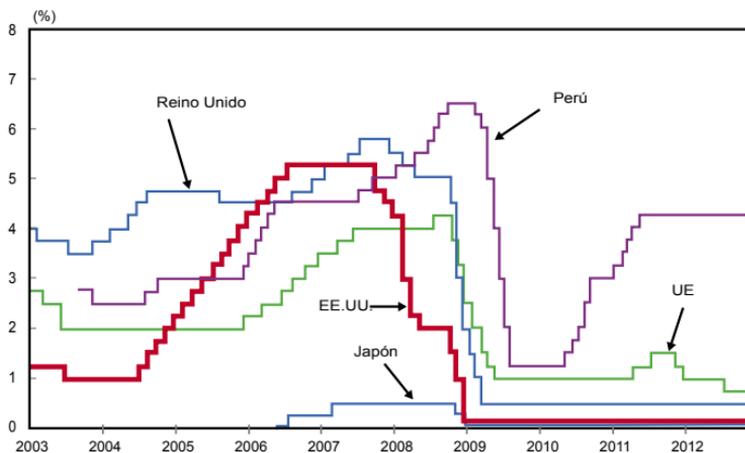
aunque al Perú le va bastante bien, al resto del mundo no le va muy bien que digamos. (Gráfico 2)

**Gráfico 2.** Los precios de las viviendas en Europa también experimentaron la burbuja



Durante los últimos cuatro años Estados Unidos ha tenido tasas de interés de casi cero por ciento. Si uno tiene cero por ciento de tasa de interés cuatro años, debería tener inflación, pleno empleo y una gran burbuja, y la economía debería ir a todo vapor. Pero realmente no van las cosas bien, más bien van bastante mal. Con una tasa de interés de 0,75% en Europa, que es la menor en toda la historia, también a las economías europeas les va mal. En Reino Unido también están casi cerca de cero por ciento y su recesión es de dos dígitos. (Gráfico 3)

**Gráfico 3.** Drásticas reducciones de la tasa de interés han sido poco eficaces para reactivar el empleo o precios de las viviendas en Occidente



Fuentes: BOJ, FRB, ECB, BOE and Central Reserve Bank of Peru. As of Nov. 8, 2012

Nos preguntamos entonces por qué les va tan mal a todas estas economías.

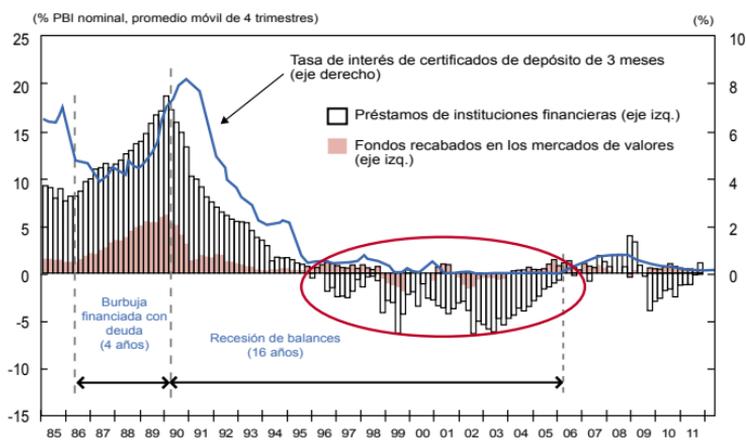
Veamos el ejemplo del Japón, que se está reproduciendo en la actualidad en todo el mundo. En el gráfico vemos la cantidad de fondos que las empresas japonesas tomaron prestados de los bancos y del mercado de capitales. Hubo esta enorme burbuja en los años ochenta, cuando las empresas estaban tomando muchos préstamos y la tasa de interés se llevó hasta ocho por ciento; y en 1999 la burbuja estalló y la economía empezó a contraerse. La

demanda de fondos de las empresas empezó a disminuir, el Banco Central se dio cuenta de que la economía estaba debilitándose y entonces hizo bajar las tasas de interés de ocho por ciento a casi cero por ciento en 1995.

Miren lo que sucedió después, inmediatamente después. La demanda empresarial de créditos pasó a terreno negativo. Es decir, todo el sector empresarial japonés se dedicó a pagar sus deudas en lugar de tomar préstamos para financiar inversiones. Pero estas cosas no las enseñan en las universidades ni en las escuelas de negocios. (Gráfico 4)

**Gráfico 4.** Despalancamiento de Japón con tasas de interés cero duró 10 años

(Fondos recabados por el sector empresarial no financiero)



No se supone que las empresas paguen sus deudas cuando las tasas de interés sean cero, sino que más bien deberían estar tomando créditos muy baratos. Pero durante diez años las empresas japonesas se dedicaron a pagar sus deudas. ¿Es que acaso se habían vuelto locos los empresarios japoneses? No, sino que todos los activos que habían adquirido con préstamos durante las épocas de la burbuja cayeron. El valor de los bienes inmuebles comerciales cayó 87% en todo el país. No solo en el distrito financiero de Tokio, sino en todo el país. El precio de los inmuebles cayó 87%, entonces todos sus balances pasaron a negativo.

Para poder pagar esta deuda que habían adquirido las empresas tuvieron que utilizar su flujo de ingresos, lo cual es correcto. Pero cuando todo el mundo lo hace al mismo tiempo, ¿qué sucede con la economía nacional? En una economía nacional, cuando alguien ahorra dinero o paga su deuda, tiene que haber otra persona que esté tomando préstamos y esté gastando el dinero.

En el mundo común y corriente hay un sector financiero, como la empresa para la que yo trabajo, el Citibank, el Banco Nomura, etcétera, que toma el dinero de los

ahorristas y se lo da a alguien que pueda invertirlo. De esa manera se mueve la economía. Si hay muchas personas que toman préstamos, entonces las tasas de interés aumentan, y al revés, para asegurarse de que el mercado se equilibre y de que todo el dinero se gaste.

Quisiera darles un ejemplo numérico.

Imagínense que yo tenga un ingreso de mil dólares. Gasto 900 y ahorro 100. 900 dólares van a pagar ingresos de otra persona. Eso no es problema, se gastan. Los 100 dólares de mis ahorros pasan por el banco, que se los presta a alguien para gastarlos. Entonces, yo gasto 900, él gasta 100, y en conjunto tenemos mil dólares, que es el monto inicial. Eso hace que la economía siga funcionando. Cuando hay muchos prestatarios sube la tasa de interés; y al contrario, si no es suficiente, baja la tasa de interés.

Pero, ¿qué pasa en la actual situación, cuando la tasa de interés es cero, nadie está tomando préstamos y todo el mundo se dedica a pagar sus deudas? Si tengo mil dólares de ingresos, gasto 900 y ahorro 100, estos 100 dólares nadie los toma como crédito. No obstante la tasa de interés cero, nadie quiere crédito. Entonces, esos 100 dólares se quedan estacionados, atracados en los bancos, porque nadie

los quiere tomar. Por lo tanto, la economía se encoge, se contrae de mil a 900, porque solo se ha gastado 900.

Ahora, que otra persona reciba esos 900 dólares como ingresos y ahorre 10%, gasta 810 y ahorra 90, y que esos 90 dólares se queden de nuevo estancados en el banco. Si ese proceso se repite durante 10 años y no se hace nada, entonces la economía se encoge y se encoge, de 810 a 730, etcétera, con las tasas de interés iguales a cero, lo cual es contradictorio.

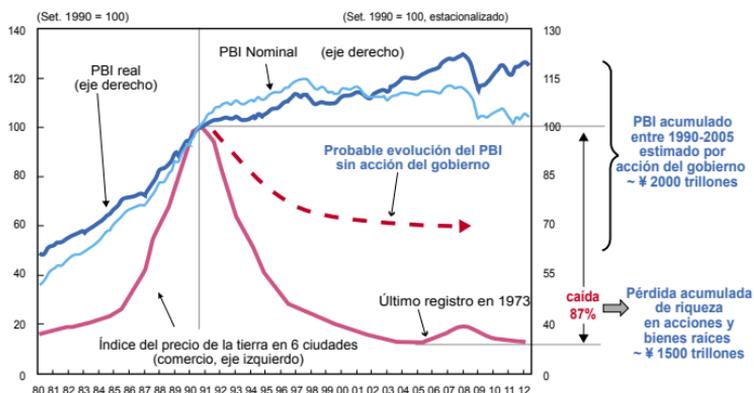
Parecería increíble. ¿Ha sucedido algo así alguna vez en la historia del mundo? Sí. La Gran Depresión de Estados Unidos de 1929 a 1933 fue exactamente así. La gente había tomado muchos préstamos para invertir en bienes raíces, en acciones, y cuando colapsó la Bolsa de Valores de Nueva York, la economía se fue contrayendo en este proceso. En cuatro años, Estados Unidos perdió el 46% de su PBI. Esa fue la gravedad de la situación, cuando todo el mundo se dedicó a pagar sus deudas y nadie tomaba créditos.

### **La reacción japonesa**

Ahora, ¿cómo es que Japón pudo superar este período de encogimiento económico? El gráfico muestra el PBI

japonés, en las líneas superiores, y la línea roja muestra lo que pasó con los precios de los activos: los bienes inmuebles. Cuando todo el mundo está gastando, la gente viene contenta y el PBI aumenta rápidamente. Eso es lo que sucede en las épocas de las burbujas. No es inusual. Pero lo interesante es lo que sucede después: estalla la burbuja, cae el precio de los bienes inmuebles 87% en todo el país. Imagínense, qué sucedería si los precios de las casas en Lima cayeran 87%, si en el Cusco cayera 87% o si el precio de Machu Picchu cayera 87% --bueno, lo de Machu Picchu es una broma--; ello crearía un pánico en el Perú. (Gráfico 5).

**Gráfico 5.** PBI de Japón creció a pesar de la considerable pérdida de riqueza y despalancamiento del sector privado



Fuentes: Cabinet Office, Japan Real estate Institute

Lo que sucedió es que el PBI japonés nunca cayó por debajo de ese pico de la burbuja. Esa línea horizontal en el gráfico es el pico de la burbuja. Siempre el PBI se mantuvo por encima. ¿Y cómo lograron mantener su PBI por encima del pico de la burbuja cuando todo el mundo está pagando sus deudas? La razón es sencilla. **Lo que pasa (siguiendo con el ejemplo) es que el gobierno japonés tomó esos 100 dólares prestados y los prestó.**

Así que con mis 900 dólares más los 100 dólares que tomó el gobierno japonés, nos mantuvimos en los mil dólares. Y no hay razón para que el PBI caiga. Al año siguiente, igual las empresas seguían pagando sus deudas, los hogares seguían ahorrando dinero y año tras año el gobierno japonés gastaba dinero; de tal manera que se evitaba que cayera el PBI hasta que las empresas pudiesen recuperar su equilibrio, que reparasen su balance; de tal manera que no tuvieran ninguna deuda con tasas de interés iguales a cero por ciento. Y esto les demoró como 10 años. ¡Imagínense todo el tiempo que les demoró!

Ahora, la cuestión es cuánto de esta lección pueden aprovechar Europa, Estados Unidos y el Reino Unido, porque todos están pasando por el mismo proceso: hay un colapso de los precios de los activos, las obligaciones se mantienen y todo el mundo tiene que dedicarse a pagar sus deudas.

El gráfico 6 muestra el panorama para los Estados Unidos. Lamento que se vea un poco enredado, pero no es tan complicado como parece, en realidad.

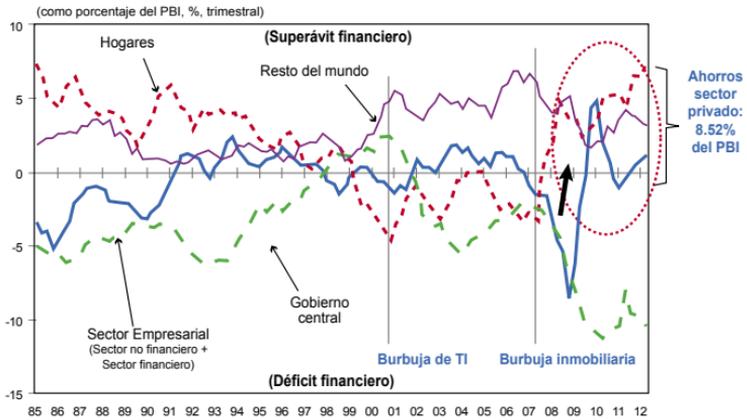
Aquí vemos una línea horizontal a nivel cero, lo que está encima de cero representa a la gente que está ahorrando, en tanto que lo que está debajo de cero supone la gente que está gastando, tomando préstamos. Tenemos al sector privado, las familias, el gobierno y el sector externo: las exportaciones e importaciones. Las cuatro en conjunto tienen que darnos igual a cero.

Este gráfico nos muestra quiénes en la economía americana estaban ahorrando y quiénes estaban gastando. Ven aquí que las familias y las empresas están muy por debajo del cero, lo que significa que los americanos están tomando muchos préstamos y gastando mucho dinero. Pero luego viene el estallido de la burbuja, y aquí es donde están ahora: tanto el sector empresas como el sector familia están por encima de cero, con tasas de interés iguales a cero. Eso significa que hoy día los estadounidenses están ahorrando muchísimo dinero a tasas de interés cero, igual que los japoneses hace 15 años.

¿Y cuánto están ahorrando? Están ahorrando 8,5% de su PBI, a tasas de interés cercanas a cero. Nunca en la historia

de Estados Unidos el sector privado ha ahorrado tanto con tasas de interés tan bajas. Por esto es que me parece que los Estados Unidos está en una recesión de balances. (Gráfico 6)

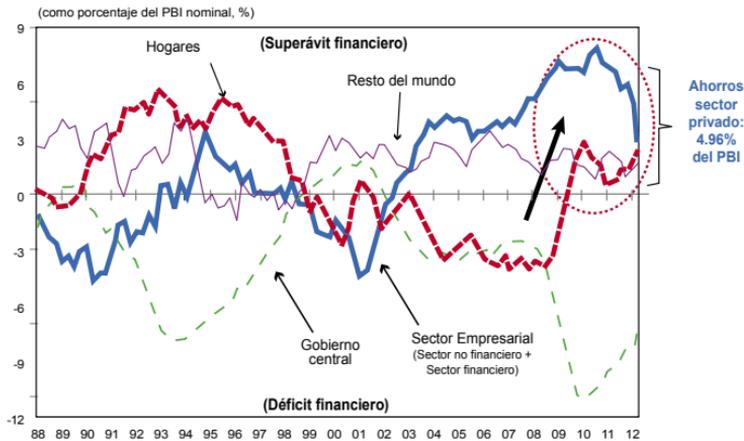
**Gráfico 6.** EE.UU. en la Recesión de Balances: sector privado estadounidense incrementó los ahorros considerablemente después de la burbuja (Superávit o déficit financiero por sector)



Nota: All entries are four-quarter moving averages. For the latest figures, four-quarter averages ending with 2Q/12 are used. Fuentes: FRB, US Department of Commerce

Y la situación en el Reino Unido es igual. Sigue el mismo patrón: el sector privado está por encima de cero, las empresas están también, con tasas de interés que son las más bajas en toda la historia del Reino Unido. Así que el Reino Unido también está en una recesión de balances. (Gráfico 7)

**Gráfico 7. Reino Unido en *recesión de balances*:**  
sector privado británico aumentó considerablemente  
los ahorros después de la burbuja  
(Superávit o déficit financiero por sector)



Nota: All entries are four-quarter moving averages. For the latest figures, four-quarter averages ending with 2Q/12 are used.  
Fuentes: Office for National Statistics, UK

Y estos países, ¿qué pueden aprender del Japón? Que el gobierno no puede suspender su estímulo fiscal, monetario, porque si lo corta se les cae el edificio. Esa experiencia ocurrió en 1997 en el Japón.

En 1997, el Fondo Monetario Internacional -- esta gente que no sabe nada de nada en realidad--, le dijo al Japón que estaba construyendo carreteras, puentes, que la economía no iba a ninguna parte, que tenía un montón de población y que tenía que cortar el déficit. El gobierno japonés dijo: “Ok, vamos a recortar el gasto”.

El gobierno japonés recortó el gasto, pretendiendo disminuir el déficit, aumentó los impuestos, ¿y qué le pasó al déficit? Se suponía que tenía que disminuir en 3% del PBI, pero más bien aumentó 3%. Aumentó el déficit porque colapsó la economía, y cuando la economía colapsa, hay una crisis bancaria. El déficit aumentó en lugar de disminuir. El Japón se demoró 10 años en recuperarse de este error de política económica.

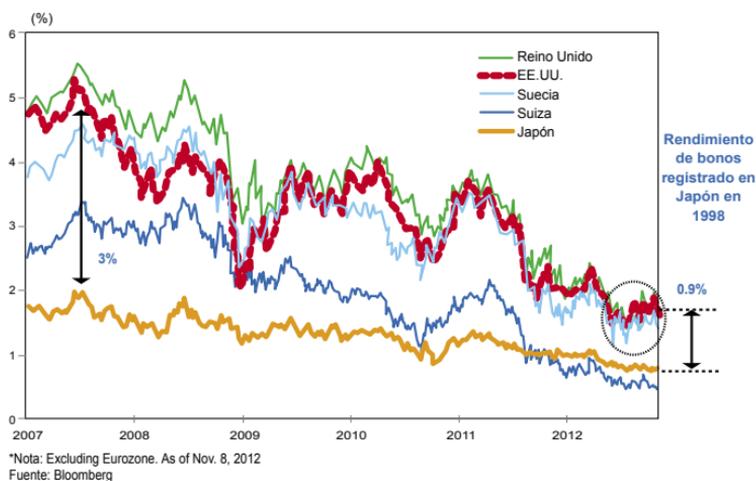
Y cuando uno mira lo que está pasando ahora en el mundo, en Europa, Estados Unidos, Reino Unido, todas esas economías están enfrentando el mismo problema que los japoneses hace 15 años. El sector privado está ahorrando con tasas de interés cero. Así que se tiene que mantener el estímulo fiscal del gobierno para evitar que colapse la economía, mientras el sector privado paga sus deudas. Por lo menos en los Estados Unidos y en el Reino Unido, los políticos ahora se están dando cuenta de este riesgo. Y les aseguro que conozco al Presidente de la Reserva Federal, Ben Shalom Bernanke. Él ha leído mi libro, hemos conversado, se ha dado cuenta del riesgo, y ahora le está diciendo al Congreso de los Estados Unidos que no es momento de cortar el déficit, porque si lo hace se va a derrumbar la economía. Ese es precisamente el

abismo fiscal del que se está hablando en estos días, porque el sector privado no está tomando créditos. Y en el Reino Unido tienen el mismo problema.

Bueno, en el Reino Unido el gobierno del señor David Cameron trató de cortar, lo hizo y la economía colapsó, entraron en una recesión exactamente como se les había advertido que iba a suceder. Ahora están tratando de salir del problema que están enfrentando. Por lo menos el Reino Unido y Estados Unidos.

El rendimiento de los bonos de los gobiernos ha caído significativamente. Esto es lo que sucedió con los bonos de los gobiernos de los Estados Unidos y del Reino Unido, y también con los de Suecia, que son las tres curvas de arriba (gráfico 8). Antes estaban a un nivel muy alto, con alto rendimiento, y ahora se están acercando al rendimiento de los bonos japoneses, que es la línea amarilla de abajo. Esas tasas están cayendo a los niveles japoneses, porque en este tipo de recesión los fondos que ahorra el sector privado —el sector privado no está tomando préstamos— tienen que ir al mercado de bonos del gobierno. (Gráfico 8)

**Gráfico 8.** El rendimiento de bonos globales\* se acerca a los niveles japoneses



En un país los inversionistas, generalmente, son los que administran los fondos de pensiones, son las empresas de seguros, estos son los grandes inversionistas. Y estos inversionistas tienen que seguir ciertas reglas del gobierno. Estoy seguro de que el gobierno peruano también tiene esas regulaciones dictadas por la Superintendencia.

Es decir que los inversionistas no pueden tomar demasiados riesgos de capital. No puedes poner todos los huevos en la misma canasta. No puedes poner todos los fondos de pensiones en acciones solamente, sino

que tienes que tener una canasta que incluya bonos y obligaciones externas. Si eres gerente de un fondo de pensiones o de una aseguradora en el Perú, en Estados Unidos, en el Reino Unido, tienes que seguir estas reglas.

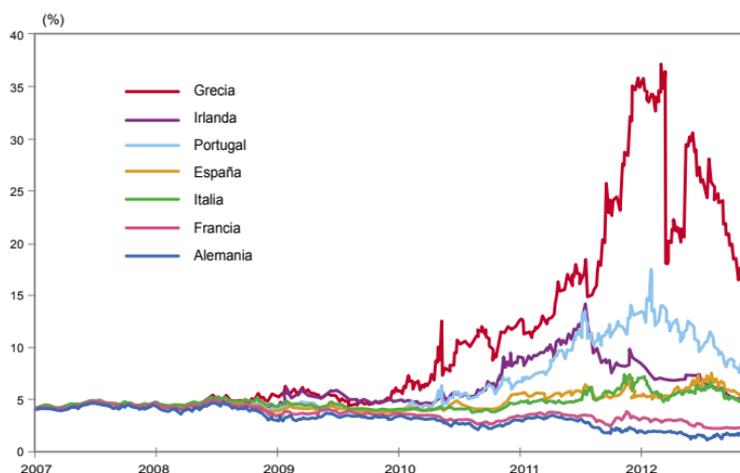
¿Y si nadie quiere usar tu dinero?, ¿qué haces con él?, ¿dónde lo vas a invertir? En lo único que puedes invertirlo es en los bonos de tu gobierno, porque es el único agente de la economía que quiere tomar estos préstamos.

En este tipo de recesiones de balance todos los fondos se dirigen al mercado de bonos del gobierno, y los rendimientos empiezan a disminuir a estos niveles ridículamente bajos. El mercado de bonos quiere que el gobierno gaste más para poder sacar a la economía de su recesión de balances privados.

Entonces aquí tenemos la pregunta sobre los 64 mil millones de euros: ¿porqué los rendimientos de los bonos en Europa, Irlanda, Portugal, España no están bajando, sino que están subiendo, cuando hay una gran cantidad de fondos? Esa es la pregunta de los 64 mil millones de euros.

Si los rendimientos de los bonos irlandeses, españoles, estuvieran al nivel de Estados Unidos, a todo el mundo le iría muy bien; pero en Europa los rendimientos de los bonos más bien están subiendo, no están bajando; y esto le preocupa mucho a la gente. Estos son los rendimientos de los bonos europeos. La línea superior es la de Grecia, pero Grecia no entra en este cuento. (Gráfico 9)

**Gráfico 9.** El rendimiento de bonos de la Eurozona difiere considerablemente



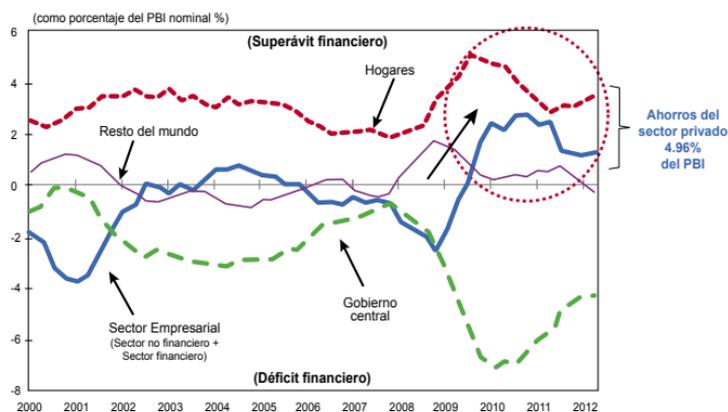
Nota: As of Nov. 8, 2012  
Fuente: Bloomberg

El gobierno griego ha hecho cosas horribles. Durante años y años le han mentado a los inversionistas, han cocinado sus cifras, y ahora están pagando el precio. Así

que los griegos no tienen alternativas. Sí, van a tener que cortar su déficit de todas maneras. Pero España, Irlanda, Portugal, están en una recesión de balance, como les he dicho.

Este es el conjunto de la Eurozona. Aquí ven que las empresas están por encima del cero y que las familias están muy por encima del cero, a pesar de que tienen las menores tasas de interés de la historia de Europa. Así que Europa también está en una situación como la japonesa, de recesión de balances privados. (Gráfico 10)

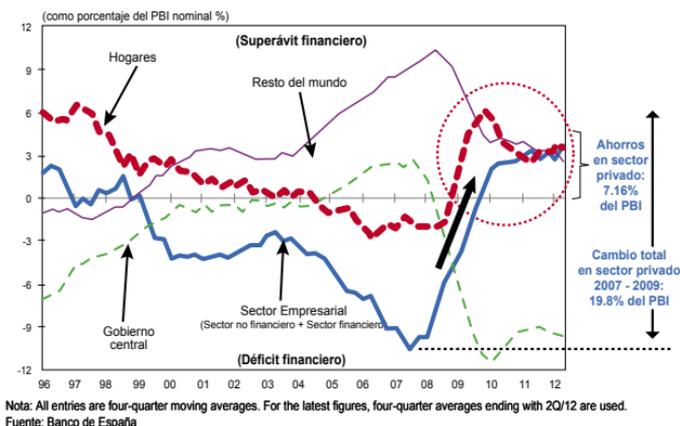
**Gráfico 10.** Eurozona en *recesión de balances*: el sector privado de la Eurozona aumentó los ahorros considerablemente después de la burbuja (Superávit o déficit financiero por sector)



Nota: All entries are four-quarter moving averages. For the latest figures, four-quarter averages ending with 2Q/12 are used.  
Fuente: ECB

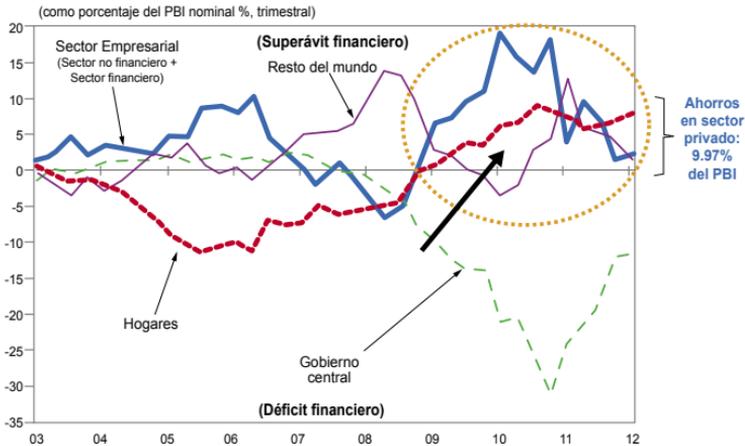
Este es el caso de España, por ejemplo, que recientemente ha estado en todas las primeras planas. Ven aquí a las empresas y las familias en la época de la burbuja, que estaban muy por debajo de cero. En esa época las familias y las empresas estaban tomando muchos préstamos, estaban invirtiendo, comprando casas, departamentos, fábricas; pero luego estalló la burbuja. ¿Y ahora dónde están en este gráfico? Aquí tenemos a las empresas y a las familias que están en la zona positiva, en territorio positivo. Si sumas a las familias y a las empresas, es el sector privado, y resulta que el sector privado está ahorrando en España 7,5% de su PBI. No obstante que las tasas de interés son mínimas, cero, siguen ahorrando. Entonces esta es una muestra de que están en una recesión de balance. (Gráfico 11)

**Gráfico 11.** España en *recesión de balances*: el sector privado español aumentó los ahorros considerablemente después de la burbuja (Superávit o déficit financiero por sector)



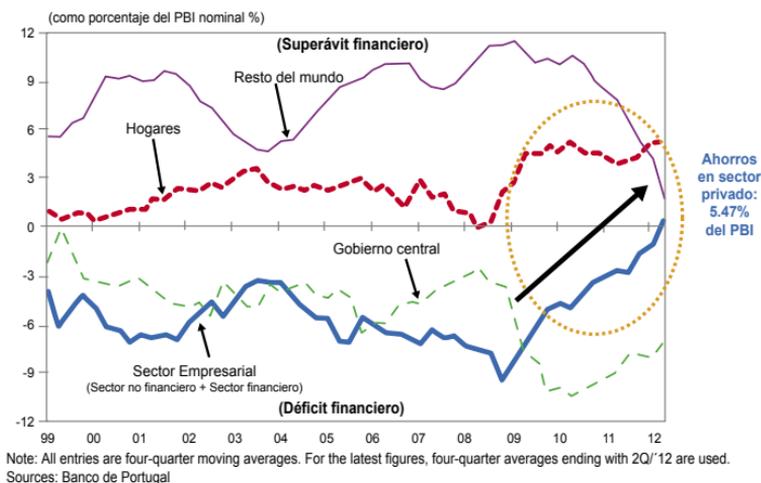
Veamos Irlanda. La misma historia. Ambas curvas están por encima del cero, a pesar de las bajísimas tasas de interés. El sector privado irlandés está ahorrando el 10% de su PBI con tasas de interés cercanas a cero. Hasta en Portugal, el mismo patrón. Son las menores tasas de interés de la historia del Portugal, y el sector privado está ahorrando 5% de su PBI. (Gráficos 12 y 13)

**Gráfico 12.** Irlanda en recesión de balances: El sector privado irlandés aumentó los ahorros considerablemente después de la burbuja (Superávit o déficit financiero por sector)



Note: All entries are four-quarter moving averages. For the latest figures, four-quarter averages ending with 1Q/'12 are used.  
Sources: The Central Bank of Ireland and Central Statistics Office, Ireland

**Gráfico 13.** Portugal en *recesión de balances*: el sector privado portugués aumentó los ahorros considerablemente después de la burbuja (Superávit o déficit financiero por sector)



Entonces, todos estos países, desafortunadamente, están siguiendo la ruta japonesa en su fase recesiva.

Pero si este es el caso, deberían estar cayendo las tasas de interés en lugar de estar subiendo. Pero como vimos, las tasas de interés en estos países están subiendo, y por eso hay una crisis. ¿Y por qué hay tasas de interés tan altas en estas economías? Aquí también hay una razón bastante sencilla. Y es que si tú eres un gerente de fondos español que no puede asumir muchos riesgos en moneda extranjera

ni en acciones, y el sector privado no quiere tu dinero, no está tomando tus préstamos, ¿tienes que comprar bonos españoles? La respuesta es no. Puedes comprar bonos holandeses, finlandeses o alemanes, porque todos usan la misma moneda, usan el euro. Entonces ¿qué está pasando?

Este es el caso español (Gráfico 11). Todos estos fondos que se están ahorrando en España -- que representan el 7% del PBI-- no van al mercado español, sino al mercado alemán. Y entonces, se produce una fuga de capitales de España, porque como dicen “Oye, España tiene este enorme déficit, el país está muy mal”, la gente se asusta y dice “De repente tengo que sacar mi dinero de España”. Si eres una sola persona, no hay problema. Pero cuando todo el país lo hace, entonces ahí hay un problema enorme, porque este 7% de ahorros no va al mercado de bonos español sino al mercado de bonos alemán, y entonces aumentan los rendimientos de los bonos españoles. Luego todo el mundo dice: “Tenemos que reducir el déficit”. Tratan de cortar el déficit, y el sector privado no toma préstamos. Este es precisamente el error que cometió el Japón en 1997: se debilita la economía porque estás sacando esos 100 dólares que debieron entrar a la

economía, y entonces empiezan los 900, 810, 730, empieza la contracción de la economía. Y cuando colapsan estas economías los gerentes de los fondos se asustan más todavía, y dicen: “La economía está colapsando, ya no podemos invertir más dinero aquí”. Entonces sacan su dinero, aumentan los rendimientos de los intereses de los bonos y empeora el problema.

### **La cura oriental del occidente europeo**

Así que para arreglar el problema europeo tenemos que arreglar esto, ¿Cómo podemos mantener estos fondos que se escapan a Alemania? Este es un fenómeno único de la Eurozona, no sucede en ningún otro país.

En el Perú, si tratas de invertir en otra moneda hay un riesgo de cambio de moneda; en el Japón y Estados Unidos también, pero no en la zona del euro, donde puedes invertir en cualquier país.

Así que esto he sugerido a la región europea y no se aprobó. Lo que deberían hacer es crear algún tipo de incentivo para que los gobiernos europeos, los bancos europeos, las empresas de seguros, los fondos de pensiones, inviertan en los mercados de bonos de sus propios países, y así no habría

crisis, porque la gente tendría más confianza, no pensaría que hay graves problemas como en Estados Unidos. El gobierno seguiría manteniendo este estímulo monetario y fiscal y tarde o temprano las economías europeas saldrían de sus problemas.

Le he sugerido esto a unos cuantos gobiernos europeos, que de todas maneras son muy europeos; ¿Que alguien venga del Asia para decirle qué tiene que hacer? No te escuchan.No te hacen caso.

Sin embargo, he visto algunos cambios en el último año. Incluso los alemanes tan orgullosos están empezando a escuchar. No están haciendo nada todavía, pero por lo menos están escuchando. Se me invitó cuatro veces este año a Alemania, por organizaciones de investigación y otras. Después de Lima me voy a Berlín, precisamente, para explicar una vez más a los alemanes que están tomando el camino equivocado. Pero hasta que lo entiendan los alemanes, no hay nada que los españoles o los portugueses o los irlandeses puedan hacer. Así es que me estoy concentrando en que los alemanes entiendan que la austeridad es el camino equivocado en este tipo de recesión.

Si fuese una recesión ordinaria y el sector privado estuviera relativamente saludable, si se presentan problemas cíclicos, problemas de déficit, estaría de acuerdo en que hay que cortar el déficit. Generalmente el sector privado es muy disciplinado, pero cada cincuenta o sesenta años algo les sucede en la cabeza, se vuelven locos, empiezan a gastar un montón, se crea esta burbuja y la burbuja estalla y entras en este tipo de recesión. Y cuando entras en este tipo de recesión, el gobierno tiene que dedicarse a gastar para evitar que colapse la economía, que se contraiga el PBI, tiene que evitar que todo el mundo se dedique a pagar deudas, el gobierno tiene que seguir gastando hasta que todo el mundo pueda restaurar el equilibrio de sus balances.

Esta es la lección que podemos sacar del Japón. Un tipo muy especial de recesión causado por la reducción de deuda del sector privado, cuando entonces el gobierno tiene que gastar para resolver este problema. Desafortunadamente, este tipo de recesión todavía no está en los libros de economía.

¿De dónde salió este señor Koo para decirnos estas ideas? Esta es generalmente la reacción cuando hablo de

esto. Pero no cuando entienden el problema, que es muy difícil sacar a las economías del tipo de crisis que están atravesando.

### **Recomendaciones para el Perú**

Estoy consciente de que hay una preocupación en el Perú acerca de que se pueda estar creando una burbuja en el sector inmobiliario o en el mercado de valores. Lo que puedo decirles es que si estas burbujas, estas compras se han financiado con efectivo y no con deuda, el problema no es tan grave, incluso si estalla la burbuja se recupera la salud de la economía en un par de años. Pero si se ha financiado esa burbuja con muchísima deuda, les sugiero que tengan mucho cuidado con los prestatarios para que no se endeuden demasiado. Cuidado con los bancos para que no den demasiados créditos, porque si entran en este tipo de recesión, salir de ahí, reparar, recuperar el equilibrio de los balances, es un proceso largo y difícil.

Yo no sé suficiente acerca del Perú para decirles que están camino a una burbuja o no. Pero si ustedes piensan que están camino a una burbuja, tengan cuidado de que los bancos no presten demasiado, que los consumidores no se endeuden demasiado.

Los sistemas generalmente tienen suficiente margen como para que si se presenta el problema, si los precios se caen, todavía el sistema pueda absorverlo. Esta es la lección que hemos aprendido en el Japón, esta es la lección que ahora Estados Unidos y Europa están aprendiendo. Espero que si ven que sucede algo parecido en el Perú tomen las medidas más prudentes posibles para seguir creciendo, y tengan mucho cuidado con estas burbujas, porque si crecen demasiado y estallan, podrían verse en un problema similar.

Muchísimas gracias.



FÉLIX JIMÉNEZ  
*Profesor principal de Economía  
de la Pontificia Universidad  
Católica del Perú*



## 2. Comentario

FÉLIX JIMÉNEZ

*Profesor principal de Economía de la Pontificia Universidad  
Católica del Perú*

Buenas tardes, señor Juan Carlos Eguren, Vicepresidente del Congreso de la República, muchas gracias; y por su intermedio, mil gracias también a Víctor Isla, Presidente del Congreso de la República, por haberme invitado a participar en este evento.

Realmente es un honor comentar la excelente exposición del profesor Richard Koo, de la que ya podemos extraer algunas conclusiones; por ejemplo, que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP y el Banco Central de Reserva deben adoptar medidas oportunas para evitar el sobreendeudamiento del sector privado y la generación de burbujas de precios de activos asociados al crédito.

Pero también uno puede concluir de la exposición del profesor Richard Koo que nos espera un largo estancamiento de la economía mundial por la proclividad de los gobiernos respectivos a la consolidación fiscal.

Haré dos comentarios a esta exposición y luego otros dos comentarios sobre los efectos de la recesión global en la economía peruana respecto de las respuestas de política y los efectos de estas respuestas de política.

Mi primer comentario es sobre el papel de la política monetaria. El profesor Koo dice que la política monetaria de llevar la tasa de interés a cero y de inyectar liquidez al sistema bancario no funciona cuando hay una recesión de balance; es decir, cuando el sector privado que estuvo sobreendeudado cuando revienta la burbuja empieza a minimizar su deuda ahorrando y pagando esa deuda y los bancos no prestan.

Pregunto al profesor Koo, ¿por qué a pesar de esta política practicada por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo continúa la paralización del crédito bancario? ¿No será que los bancos comerciales siguen dominados por el pesimismo después de la quiebra del Lehman

Brothers, porque los efectos de la política monetaria están contrarrestados por la austeridad fiscal y los conflictos sociales que ella genera?

Si la respuesta es positiva, podemos decir que los bancos comerciales continúan adversos al riesgo y por eso utilizan las inyecciones de liquidez del Banco Central como un medio para reducir el riesgo de sus activos, y como los bancos mantienen efectivo sin prestarlo, no pueden bajar sus tasas de interés para préstamos a familias y empresas.

Si esto es así, doctor Koo, no puede negarse que la política monetaria actual ha impedido un pánico bancario de envergadura, y lo que ha faltado, o lo que falta, es acompañar esta política con un incremento sostenido del gasto de los gobiernos.

Considero, por lo tanto, que la política monetaria de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo, que es el marco adecuado para incrementar el gasto fiscal y salir de la recesión.

Mi segundo comentario tiene que ver con la institucionalidad que dio lugar al sobreendeudamiento

del sector privado, hay ciertamente un marco institucional que estimuló el sobreendeudamiento del sector privado.

El marco institucional y regulatorio que se constituyó después de la depresión de los años treinta se basó en el convencimiento de que los mercados no pueden ser autorregulados y en la idea de que el gobierno tiene que ponerle un piso a la caída de los ingresos del producto y del empleo y que el Banco Central, como prestamista de última instancia, tiene que aliviar las presiones en el mercado financiero. Este marco institucional y regulatorio es el que ha sido degradado y desmantelado por el neoliberalismo desde fines de los años setenta; por lo tanto, pregunto, ¿se puede decir que la actual crisis económica representa el fracaso del modelo neoliberal que promueve la autorregulación de los mercados?

Paso a mis dos últimos comentarios, ¿cómo afecta la recesión global a la economía peruana? La recesión global a la economía peruana se trasmite a través de dos canales: el canal comercial, caen los precios de las materias primas que vendemos de los mercados externos y disminuyen las cantidades de productos no tradicionales que exportamos; y el financiero, salen abruptamente capitales del país. La

caída de las exportaciones y la salida abrupta de capitales tienen dos efectos: recesan a la economía y presionan al alza del tipo de cambio.

Esto ocurrió con la crisis rusa de 1998, pero aprendimos de esa crisis. En el período 2001-2003 se reformaron los esquemas institucionales de política monetaria y fiscal, que hoy se exhiben como fortalezas.

Los equipos del Banco Central de Reserva y del Ministerio de Economía y Finanzas —en el que participamos— introdujeron una política monetaria basada en metas de inflación, con sus respectivas reglas sobre la tasa de interés; y una política cambiaria con una regla de intervenciones esterilizadas para morigerar las fluctuaciones del tipo de cambio, y que ha permitido acumular reservas internacionales de manera notable. Pero también se introdujeron algunas normas anticíclicas en el manejo de la política fiscal, y se creó el mercado de deuda pública interna en moneda local.

La crisis nos enseñó que no había que repetir el pecado original de seguir endeudándonos en moneda extranjera y en los mercados internacionales. Es el mismo pecado

en el que han incurrido los países de la periferie europea, no se endeudaron en su propio mercado, como dice el profesor Koo.

Ahora el Banco Central de Reserva tiene reservas para morigerar los efectos de salida de capitales, pero también para bajar su tasa de interés sin peligro de exacerbar esta salida. El Ministerio de Economía y Finanzas también tiene recursos ahora, quizás sea por eso que nos espere un estancamiento prolongado de la economía internacional o una profundización de la crisis, y que no ocurrirán las quiebras bancarias ni saltos abruptos del tipo de cambio, como los que se registraron con la crisis rusa de 1998.

Pero estas respuestas de política harán énfasis en la demanda interna, por lo tanto, tenemos que analizar sus efectos tomando en cuenta la estructura productiva que se ha construido en nuestro país en las tres últimas décadas del neoliberalismo.

Mi último comentario. ¿Qué puede generar un impulso al crecimiento mediante el aumento sostenido de la demanda interna, como respuesta a los efectos de la crisis internacional o al largo estancamiento de la economía mundial?

Para responder a esta pregunta debo mencionar lo siguiente: El actual estilo de crecimiento es impulsado por los altos precios de los minerales y por los sectores no transables de comercio, servicios y construcción. Estos tres sectores explican el 70% del PBI y emplean el 59% de los trabajadores.

Si le adicionamos la agricultura, que fundamentalmente sigue siendo tradicional, los cuatro sectores explican el 79% del PBI y emplean el 88% de los trabajadores.

De otro lado, sabemos que en el 74% de la PEA ocupada se encuentran empresas de 1 a 10 trabajadores, con un ingreso promedio mensual de 797 nuevos soles. Estos trabajadores de baja calificación y de bajos ingresos se encuentran en su mayoría en los cuatro sectores que he mencionado.

En resumen, el crecimiento está basado fundamentalmente en exportaciones primarias y en la producción de no transables de baja productividad. A esto hay que adicionarle la enorme dependencia que ahora tiene la economía respecto de las importaciones.

En los años 1974-1975, cuando se hablaba del apogeo de una industria adicta a importaciones, los bienes de consumo duradero, los insumos y los bienes de capital importados, representaban el 55% de la producción manufacturera. Hoy esos bienes importados representan el 124% de la producción manufacturera. Importamos mucho más del total de bienes manufacturados que producimos.

Las importaciones de bienes de consumo no duradero también han aumentado como porcentaje de la producción agrícola y pesquera. En los años 1974-1975 representaban el 7% y hoy representan cerca del 30% de la producción agrícola y pesquera. Es claro, pues, que hay una notable penetración de las importaciones en el mercado interno junto al predominio de exportaciones tradicionales, que representan cerca del 78% del total exportado.

Por último, hay que mencionar que las intervenciones esterilizadas del Banco Central en el mercado cambiario no han impedido la apreciación de la moneda, como sí lo hicieron en los años 2001-2006. De julio 2006 a setiembre de 2012 el tipo de cambio real bilateral se redujo en 16% y el multilateral en 34%. El tipo de cambio real bilateral

actual tiene un valor parecido al que tuvo en enero de 1998 y el tipo de cambio real multilateral actual es 11% menor que el registrado en enero de 1998.

Yo me imagino que esta apreciación notable de la moneda está exacerbando la desaceleración de las exportaciones no tradicionales provocada por el actual estancamiento de la economía mundial.

En conclusión, estas respuestas al estancamiento o a la profundización de la crisis internacional de política fiscal y monetaria, que harían énfasis en la demanda interna, correrían el riesgo de derivar en una crisis de balanza de pagos.





RICHARD WEBB

*Director del Instituto Perú*



### 3. Comentario

RICHARD WEBB

*Director del Instituto Perú*

Señores congresistas, señor Vicepresidente, damas y caballeros: Es un verdadero privilegio el poder participar en esta conversación con ustedes y con el señor Richard Koo, un comentarista y analista extraordinario que nos ha dado una exposición, una aclaración, una explicación, creo que excepcionalmente clara.

Es una explicación de la situación financiera productiva que vive el mundo ahora, que no descansa en teorías particulares ni menos en ideologías, sino en un análisis básicamente contable, de sentido común, expuesto con una enorme claridad. Verdadero modelo de análisis y de exposición. Para mí se va a volver un estándar, un modelo al que yo aspiraré alcanzar.

Hay algunas preguntas que podrían ser una continuación de la explicación que él ha hecho, que tienen que ver,

de un lado, con la implementación del remedio que él recomienda, que es el aumento del gasto fiscal. Otras preguntas tendrían que ver con el cómo ha surgido este problema, que, según su explicación, es un problema de un nivel extraordinario de mal diagnóstico, así lo entiende él, así he entendido su explicación; y señalando nombres de personas, les ha puesto el dedo a personas y a gobiernos y entidades específicas que han venido equivocándose en el análisis del diagnóstico del problema de crisis financiera y productiva que viven los países más desarrollados del mundo.

Quizás sería ya un tema para conversar en el futuro el cómo puede surgir tanta equivocación.

Uno podría, para ir más allá de la exposición, preguntarse dos cosas: una es, ¿cómo poner en práctica esa política, que es el remedio, que descansa esencialmente en el gasto fiscal?, pero acompañada también de muchísima paciencia, porque él ha puesto énfasis en el plazo largo de convalecencia, que es parte del proceso de una crisis de este tipo. Y nos ha ilustrado cómo en el caso de Japón, si bien estaban implementando el remedio correcto y lo hicieron por un largo tiempo y estaban saliendo de su

problema, había pasado tanto tiempo que como perdieron la fe en el remedio, intentaron cambiar el remedio y el resultado fue una recurrencia, una segunda caída, y ahora han alargado el problema.

Entonces, hay un problema aquí algo psicológico, diría, en términos de abdicar al remedio. Pero no es solo eso, sino en parte el problema. La dificultad para aplicar el remedio creo que tiene que ver con que el mundo no puede decir que no ha vivido este problema antes, pero sí rara vez, y no ha tenido mucha experiencia, y ha tenido otros tipos de crisis financiera y productiva y recesión, para el cual hay otros remedios. Pero esta crisis es diferente. Esa es la esencia de su argumento: esta crisis es diferente y requiere un remedio diferente.

Pero da el caso que el remedio de este tipo de crisis es precisamente el déficit fiscal, ese es el remedio, da el caso que el déficit fiscal muchas veces ha sido la causa de crisis de otro tipo. Entonces, las sociedades y las mentalidades se han acostumbrado a tratar de minimizar ese otro tipo de problema, y parte de eso ha llevado a que institucionalicen mecanismos para evitar, por ejemplo, déficits fiscales. Así como tenemos reglas en el Perú con relación al tamaño

de déficit fiscal, Europa también tiene reglas, y estamos viendo ahora que Estados Unidos tiene reglas y que está llegando a una situación en la que va a explotar la regla, porque, o se olvidan de la regla o agravan el problema.

Entonces, hay esta otra dimensión de este análisis, e ir más allá de la explicación concisa, clara, tan bien sustentada estadísticamente, que nos ha hecho, lo cual ya sería para conversaciones futuras a tener: cómo se causa un problema de este tipo y cómo lograr la salida cuando hay tanta institucionalidad creada que hace difícil poner en práctica el remedio del déficit.

Pensando qué significa esto para el Perú, una cosa que yo deduzco, a mí me hace darme más cuenta de la vulnerabilidad que todos tenemos, es decir, la vulnerabilidad en general de los sistemas económicos del mundo. Parece que aquí estamos lejos de eso, estamos en una situación tan sólida. Tememos quizás que el dinamismo de la economía peruana se reduzca, pero no estamos imaginándonos caer en el nivel de crisis que está describiendo el señor Koo y que existe en otros países.

Pero yo deduzco de su análisis que esa posibilidad sí existe, hay un mayor nivel de peligro del que nos damos cuenta.

Lo otro que nos hace ver es lo increíblemente costoso y cuánto daño resulta del mal manejo que él está describiendo. Las grandes naciones del mundo, de Europa, Japón, Estados Unidos, ya lo están pasando y lo van a seguir pasando. Japón ya 20 años, y posiblemente Europa va a entrar ahora en un período de por lo menos 10 años, quizás 20, para salir de esta crisis. El daño es extraordinario, y eso no es parte al menos de cómo los economistas normalmente piensan de este tipo de manejo o desmanejo.

La mayoría de la atención de la teoría económica está dirigida al tema de la eficiencia, de cómo sacarle el jugo a los pocos recursos que tenemos, cómo no malgastar, cómo hacer más eficiente el aparato productivo de un país, y en vez de crecer a 4%, crecer a 5%.

Pero aquí vemos que un país que está creciendo más o menos y de repente cae en una crisis, ya no entra en una situación de en vez de crecer a 5%, crecer a 4%, sino que cae en una situación de crisis y crece cero por ciento o quizás negativamente durante 10 años. Entonces, eso es muchísimo más grave que crecer a 4% en vez de 5%, que podría ser el resultado, por ejemplo, de políticas más

cautelosas. Podría haber políticas para evitar caer en una crisis, no deberíamos excedernos.

Entonces, esas son algunas reflexiones que quería compartir con relación a la exposición del señor Koo.

Muchas gracias.



JUAN CARLOS EGUREN  
*Segundo Vicepresidente del  
Congreso de la República*



#### 4. Comentario

JUAN CARLOS EGUREN

*Segundo Vicepresidente del Congreso de la República*

Profesor Koo, usted plantea una crisis de balance de una manera la lógica, que ante las burbujas se produce una caída dramática de precios y las familias y las empresas se descapitalizan, ante ello se hipersensibilizan y tienen una aversión a tomar crédito y, por el contrario, ansias por pagar deudas. Entonces, no se toma crédito, se paga deudas, se reduce consumo.

Ante ello, lo que plantea, profesor, es que el Estado tiene que suplir de alguna manera ese desbalance y gastar.

La primera pregunta es con relación a que, cuando usted se refiere a que el Estado debe pisar el acelerador del gasto para compensar la retracción privada, ¿nos referimos a gasto de inversión, a gasto corriente, a desarrollar activos productivos de bien público o seguir manteniendo o

incrementar, por ejemplo, subsidios? ¿Los subsidios al transporte, a la agricultura, a la salud, etcétera? Porque creo que hay una importante diferencia entre lo que es gasto corriente y gasto de capital.

La segunda pregunta es cuanto al escenario y en el entendido de que debe seguir gastando independientemente de si es inversión o gasto corriente, ¿cuál es el límite? Porque estamos hablando de economías o de Estados que tienen gravísimos problemas de endeudamiento a resultas del déficit fiscal. Hay déficit fiscal, gasto más de lo que percibo, y esa es también una de las razones de la crisis de los Estados, ya no de los privados, sino de los Estados. ¿Hay algún límite o no lo hay?, ¿tienen que seguir endeudándose eternamente?, ¿hasta qué momento?



RICHARD KOO

*Jefe de Instituto de Investigaciones*

*Nomura del Japón*



## 5. Respuesta de Richard Koo

Muchas gracias por los comentarios, que me parecen muy útiles.

En primer lugar, quiero referirme a los comentarios acerca de la política monetaria y lo que puede hacerse o debería hacerse en política monetaria, incluso en mayor grado de lo que se ha estado haciendo hasta el momento.

Cuando estalla la burbuja hay dos grupos de víctimas: los prestatarios y los acreedores. Cuando los acreedores, los bancos, tienen problemas con sus capitales, cuando los bancos tienen problemas de morosidad y de falta de pago, generalmente llamamos a esto “crisis financiera”; y en una crisis financiera, que es un problema de los acreedores, los gobiernos centrales pueden hacer varias cosas: pueden inyectarles liquidez a los bancos, inyectarles capitales; y en un año o dos, si se hacen bien las cosas, los bancos, los acreedores, empiezan a prestar de nuevo, a dar créditos.

Japón y Estados Unidos ya han pasado por ese tipo de experiencias, en dos o tres años esos problemas se

resuelven si el gobierno toma las acciones correctas rápidamente y en montos suficientes. Pero si el problema es más bien con los prestatarios, con el público, ahí el Banco Central puede hacer poco, el gobierno puede hacer poco, excepto mantener el PBI a flote para que el sector privado pueda pagar sus deudas.

Así que desde el punto de vista de los acreedores se puede hacer mucho en términos de política monetaria, y se debe hacer, para evitar la bancarrota del sistema financiero. Pero por el lado de los prestatarios, que es lo que yo llamo recesión de balance, no me parece que el Banco Central pueda hacer mucho, porque la oferta monetaria se multiplica negativamente en el margen. Me disculparán por el tecnicismo, pero no hay mucho que pueda hacer el Banco Central o, en este sentido, el gobierno.

Ahora bien, cuando se tiene una institucionalidad que colapsa, definitivamente hay un efecto que la mayor parte de las crisis de este tipo son precedidas por algún tipo de innovación financiera que los reguladores no pueden manejar bien, a tiempo. Y lo que sucede es que los sistemas financieros son muy hábiles para engañar, en utilizar estos mecanismos que el regulador todavía

no puede manejar, y cuando el regulador ya puede manejarlos, ya es muy tarde.

Usted habló, por ejemplo, de la naturaleza autorregulatoria del mercado. En esta crisis hemos perdido un elemento clave de la autorregulación, y es las agencias de calificación de créditos Standard & Poor's y Moody's.

Se supone que estas calificaciones actúan como policías del control de calidad del sector privado, nos aseguran que las transacciones financieras se hagan de manera decente, nos dicen que los productos financieros son decentes, correctos. Pero en esta última crisis, las agencias de calificación de crédito les estaban dando calificación "Triple A" a activos que eran basura. Sin estos calificativos no hubiera habido manera de que agentes del sistema financiero vendieran tantos bonos y acciones basura al público. El regulador tiene que entender rápidamente qué está pasando y ponerle coto a estas acciones.

En lo que se refiere al Perú, yo no soy experto en la economía peruana y no quisiera comentar nada porque podría cometer un error.

Por otro lado, hubo una pregunta acerca de si el estímulo fiscal podría crear otro tipo de problemas adicionales. Si se trata de una recesión común y corriente, yo estaría en contra de utilizar el estímulo fiscal para luchar contra esta recesión, porque los balances del sector privado estarían más o menos sólidos y saludables y entonces la política monetaria debería ser la herramienta clave para manejar estas recesiones.

Pero lo que sucede es que cada 60 o 70 años entramos en estas recesiones de balance y la política monetaria es prácticamente inútil, hay que usar más bien política fiscal; y la cantidad de montos que tiene que prestarse el gobierno para estabilizar la economía es exactamente la misma cantidad que los ahorros del sector privado que no se pueden colocar. Así que si el gobierno no los usa, esos recursos se quedan ahí estancados sin usar.

Voy a contestar la pregunta del congresista. Si estás en una recesión de balance, las tasas de interés son muy bajas. Me parece que sería interesante que se gasten estos fondos en proyectos de largo plazo, porque esto te permite construir aeropuertos, carreteras, con tasas de interés muy bajas con un financiamiento de muy largo plazo.

Si se trata de una recesión cíclica, no de hoja de balance, en primer lugar, no les recomiendo utilizar el estímulo fiscal. Me parece que el Perú tampoco está en una recesión de balance, así que esta pregunta es muy académica en realidad, teórica completamente. No tienen que usar estímulo fiscal ahora. Pero si el Perú cayese en este tipo de recesión y cayeran las tasas de interés —pero el Perú tiene su propia moneda, no es como el euro—, sería buena idea construir, invertir en estos proyectos de largo plazo porque tienes fondos a muy baja tasa de interés, te resulta barato invertir en bienes de capital.

Tengo más preguntas por aquí. Voy a ver cuáles son.

El límite, el tiempo durante el cual se puede seguir subsidiando, financiando, si el país está en una recesión de balance y cuando se recupera la salud del sector privado, todo intento de reducir el déficit va a fallar, porque lo que va a suceder es que si el sector privado sigue ahorrando y el gobierno saca esos 100 dólares que mencioné, la economía va a entrar a 900, 810, 730; así que uno termina con más problemas que con menos problemas.

El déficit fiscal puede aumentar como en el caso del Japón, y esto se demora años en reequilibrarse, así

que mi respuesta a esta pregunta sería la siguiente: si estás pensando en los límites, será mejor que arregles el problema primero, porque para que tenga éxito la autoridad fiscal, los fondos que el gobierno no está utilizando, el sector privado debería estar utilizándolos. Si se cumple esta condición, entonces el PBI no va a caer; si el gobierno no gasta los 100 dólares, los gasta el sector privado y la economía va a tener sus mil dólares iguales.

Entonces, ahí sí funcionaría la austeridad fiscal. Los casos en que ha tenido éxito la austeridad fiscal, me parece que en el Perú, pero también en los Estados Unidos después de 1992, siempre sucede que cuando el gobierno deja de tomar prestado, entonces entra el sector privado y se los empieza a gastar. Así que no colapsa el PBI y tienes mayores ingresos de impuestos, mayor capacidad de gasto el gobierno y se puede salir de todo problema fiscal.

Pero si el sector privado no está tomando créditos a pesar de que la tasa de interés es cero por ciento, la situación empeora y empeora, evidentemente.

Así que si están en una recesión de balance, mi recomendación es que hagan todo lo posible desde el

lado del estímulo fiscal para solucionar el problema del sector privado, y cuando el sector privado esté sano nuevamente, va a comenzar a usar los créditos para empezar nuevamente a hacer crecer la economía.



*Anexo*



## Artículos sobre la propuesta de Richard Koo y la economía peruana

### Los KKK<sup>1</sup>

RICHARD WEBB

*Director del Instituto del Perú de la USMP*

La economía mundial se hunde por un exceso de deuda. ¿Qué hacer? Pues, más deuda, dicen los tres K: Keynes, Krugman y Koo. Nada de cortar gastos, subir impuestos o ser ahorrativo. Martin Wolf, el influyente columnista del “Financial Times”, de Londres, apoya a los KKK con una frase elíptica: “La única manera de reducir la deuda es aumentándola”. ¿El mundo al revés?

La teoría radical viene del británico Keynes, quien la propuso para sacar al mundo del colapso de la década de 1930. Krugman, premio Nobel, repite el mensaje casi a

---

<sup>1</sup> Artículo publicado en el diario *El Comercio*. Lima, 19 de noviembre del 2012.

diario desde que empezó la crisis en el 2008. Y Koo, el economista principal de Nomura Securities, la empresa de bolsa más importante de Japón, es el nuevo abanderado de esa idea, a quien esta semana tendremos el privilegio de escuchar en persona, pues llegará al Perú para exponer en la reunión anual del Consorcio de Investigación Económica y Social (CIES). Koo ha sido invitado además para explicar sus ideas en el Congreso de la República.

Para nosotros, este no es simplemente un lío de blancos. Ciertamente, el Perú ya no tiene exceso de deuda, y todos hemos aprendido el valor de la austeridad y la disciplina financiera. Los textos escolares insinúan la revolución maoísta, pero en cuanto al manejo económico son totalmente ortodoxos. Sin embargo, el Perú no es una isla en el mundo. Si se hundieren los gringos, nos hundiremos también los cobrizos. Pero si eso nos ocurre, por lo menos debemos saber a quién echarle la culpa.

La propuesta de Keynes produjo escándalo desde el día uno. Fue criticada simultáneamente por poner en peligro la estabilidad monetaria, por favorecer el estatismo, por inmoral y por no decir nada nuevo. Con el tiempo, amainaron las críticas y el tema parecía volverse de

interés meramente histórico, pero hoy descubrimos que los anticuerpos a su teoría no estaban enterrados sino simplemente en hibernación.

Estos se deben en parte a una confusión entre la microeconomía y la macroeconomía. El ahorro de un trabajador es bueno en sí mismo, pero si todos ahorran, se vende menos, se produce menos y, al final, todos terminan más pobres. Sucedió hace un siglo, creándose la Gran Depresión, sucedió en Japón hace dos décadas y está sucediendo en Europa y Estados Unidos hoy. Cada individuo intenta reducir sus gastos y su deuda, pero colectivamente no funciona; el ahorro de uno empobrece al otro. La solución de los KKK es que, mientras los individuos se adaptan a una vida más frugal, el Estado debe reemplazarlos en el mercado, gastando más de sus ingresos, aunque sea con déficit. Así, el ahorro maligno (en su efecto colectivo) del público es compensado por un desahorro benigno del Estado.

La receta tiene una lógica innegable, pero choca con religiosidades. Los KKK atentan contra la ideología del capitalismo, que valora la frugalidad, la disciplina financiera y el individualismo. En Estados Unidos, la

legislación actual responde a esa ideología y presiona para una masiva reducción del gasto público, que —según los KKK— agravará la recesión. ¿Qué nos dirá el señor Koo?

**Economía Política Peruana**  
**Crítica a las políticas neoliberales y propuestas**  
**alternativas<sup>2</sup>**

FÉLIX JIMÉNEZ

*Profesor principal*

*Pontificia Universidad Católica del Perú*

**Menos deuda privada=Recesión, dice Richard Koo**

Richard Koo, del Nomura Research Institute, vendrá la siguiente semana para el XXIII Seminario Anual del CIES dedicado ahora al tema *Economía Global, Crecimiento e Industrias Extractivas*.

Según Koo las economías de EE.UU y Europa están sufriendo una *recesión por balance*. El sector privado (familias y empresas) está reduciendo su deuda al mínimo, para así reparar sus balances afectados por la explosión de la burbuja de precios de los activos en 2007-2008. Con

---

<sup>2</sup> Artículo publicado el 17 de noviembre del 2012 en el blog de Félix Jiménez: felixjimenez.blogspot.com

este fin ahorra o gasta menos en consumo e inversión, dando lugar a una reducción de la demanda agregada y, por lo tanto, a una desaceleración del crecimiento. Para salir de esta recesión, que ya ocurrió en Japón hace 16 años, la política monetaria – dice Koo – no es útil; los gobiernos tienen que hacer lo contrario a lo que hace el sector privado: aumentar su gasto deficitario.

*La política monetaria impidió el colapso del sistema bancario*

Friedman y Schwartz responsabilizaron injustamente a la Reserva Federal de la Gran Depresión de los años 1930 porque, según ellos, no aumentó la oferta monetaria. Pero en realidad la Reserva Federal inyectó liquidez (base monetaria) al sistema bancario comercial. Que aún así no haya crecido la oferta monetaria se debió a que los bancos, por temor al pánico, acumularon dinero en efectivo en lugar de prestarlo, mientras las familias y empresas pagaban sus deudas; y, como no prestaban, tampoco aumentaron los depósitos bancarios. La contracción del crédito y la contracción del gasto en consumo e inversión fue la causa de la depresión. *Si la Reserva Federal no hubiera inyectado liquidez al sistema bancario y el gobierno no hubiera empezado a gastar, la depresión habría sido aún más catastrófica.*

Koo no le reconoce importancia alguna a las inyecciones de liquidez y a la disminución de las tasas de interés efectuados por los bancos centrales de EE.UU. y Europa para combatir la recesión mundial actual.

Es verdad que los balances del sector privado están técnicamente quebrados por la caída de los precios de sus activos. Pero el origen de todo está en el sobreendeudamiento de este sector. Después que revienta la burbuja, el deseo de reducir sus deudas (ahorrando), es acompañado por lo que Fisher llamó *la deflación de la deuda y por la deflación del crédito bancario*. El sector privado vende sus activos o utiliza sus flujos de fondos para pagar sus deudas, y los bancos comerciales no prestan a familias y empresas a pesar que reciben (chorros) de liquidez. Koo reconoce que esto está pasando en Europa, y en EE.UU. en menor medida; pero lo usa como argumento para invalidar la utilidad de la política monetaria.

Los bancos comerciales siguen dominados por el pesimismo después de la quiebra de Lehman Brothers, porque los efectos de la política monetaria están contrarrestados por la austeridad fiscal y los conflictos sociales que ella genera. Como continúan adversos al riesgo (sus tasas

para préstamos siguen altas), utilizan las inyecciones de liquidez del banco central- como dice De Grauwe- como un medio para reducir el riesgo de sus activos. Si los bancos mantienen efectivo sin prestarlo, no pueden bajar sus tasas de interés para préstamos a familias y empresas.

No puede negarse entonces que la política monetaria actual ha impedido un pánico bancario de envergadura y lo que ha faltado, o lo que falta, es acompañar esta política con un incremento sostenido del gasto del gobierno.

### *La crisis actual y el neoliberalismo*

La política monetaria actual es el marco adecuado para incrementar el gasto fiscal y salir de la recesión. Pero hay un marco institucional que estimuló el sobre-endeudamiento del sector privado. Después de la depresión de los años 1930 se construyó un marco institucional y regulatorio para impedir su repetición. Se pasó de un gobierno que representaba el 3% de la economía a otro con capacidad de estabilizarla. Durante parte importante de la segunda post guerra, el gasto deficitario de este gobierno-Minsky lo llama *big government*—se orientó a compensar la caída de la inversión privada y a amortiguar de esta manera las recesiones. También se constituyó una Reserva Federal

que fijaba las tasas de interés, regulaba y supervisaba el sistema bancario y actuaba como prestamista de última instancia. La idea era que el gobierno le pusiera un piso a la caída de los ingresos del producto y del empleo, y que el banco central, como prestamista de última instancia, aliviara las presiones en el mercado financiero.

Este marco institucional y regulatorio es el que ha sido degradado y desmantelado por el neoliberalismo (según el cual los mercados libres se auto-regulan), desde fines de los años 1970. Como dice R. Wray “La actual crisis representa el fracaso del modelo neoliberal que promueve la desregulación, la reducción de la supervisión y fiscalización, la privatización, y la consolidación del poder de mercado. Las reformas del New Deal fueron sustituidas por la auto-supervisión de los mercados, y las políticas monetaria y fiscal desatendieron los objetivos de pleno empleo y de un crecimiento económico que mejore los estándares de vida de las personas”.

### *A modo de conclusión*

No hay duda que la llamada consolidación fiscal impuesta a la periferia europea y el posible abismo fiscal (recorte de gasto y subida de impuestos) que le espera a los EE.UU. al

inicio del próximo año, junto a los conflictos sociales que ello genera, constituyen los principales frenos para salir más rápido de la actual recesión mundial.