



**CENTRO  
DEL SUR**

Documento de  
Investigación  
Febrero de 2014

**50**

**CONSECUENCIAS DE LA MALA  
GESTIÓN DE LA CRISIS EN  
EUROPA Y LOS ESTADOS  
UNIDOS PARA LOS PAÍSES EN  
DESARROLLO**

Yilmaz Akyüz





# DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN

50

## CONSECUENCIAS DE LA MALA GESTIÓN DE LA CRISIS EN EUROPA Y LOS ESTADOS UNIDOS PARA LOS PAÍSES EN DESARROLLO

*Yılmaz Akyüz\*\**

**CENTRO DEL SUR**

**FEBRERO DE 2014**

---

\* Economista jefe del Centro del Sur, Ginebra, (Suiza). Este documento es una versión revisada de un artículo preparado para el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DAES) como parte del seguimiento de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Desarrollo Sostenible (Río+20) y de la agenda de las Naciones Unidas para el desarrollo después de 2015. Esta versión actualiza y amplía el documento elaborado por Y. Akyüz (2013) en el que se brindan más detalles sobre las políticas aplicadas en respuesta a la crisis y sus efectos en los países en desarrollo. Una versión anterior fue presentada en la reunión de un grupo de expertos sobre las repercusiones del entorno macroeconómico mundial en las políticas de desarrollo después de 2015 celebrada los días 5 y 6 de diciembre de 2013 en la Sede de las Naciones Unidas en Nueva York. Agradezco a los participantes de la reunión, sobre todo a Diana Alarcón y a sus colegas de la División de Políticas y Análisis del Desarrollo, y a Manuel Montes del Centro del Sur, por sus comentarios y sugerencias. Se aplica la advertencia general. Última revisión: 31 de enero de 2013. <http://www.southcentre.int/yilmaz.akyuz@bluewin.ch>.

\* Traducido del inglés por Giorgina Cerutti



## **EL CENTRO DEL SUR**

En agosto de 1995 se estableció el Centro del Sur como una organización intergubernamental permanente de países en desarrollo. El Centro del Sur goza de plena independencia intelectual en la consecución de sus objetivos de fomentar la solidaridad y la cooperación entre los países del Sur y de lograr una participación coordinada de los países en desarrollo en los foros internacionales. El Centro del Sur elabora, publica y distribuye información, análisis estratégicos y recomendaciones sobre asuntos económicos, políticos y sociales de orden internacional que interesan al Sur.

El Centro del Sur cuenta con el apoyo y la cooperación de los gobiernos de los países del Sur, colabora frecuentemente con el Grupo de los 77 y China, y el Movimiento de los Países No Alineados. En la elaboración de sus estudios y publicaciones, el Centro del Sur se beneficia de las capacidades técnicas e intelectuales que existen en los gobiernos e instituciones del Sur y entre los individuos de esta región. Se estudian los problemas comunes que el Sur debe afrontar, y se comparten experiencia y conocimientos a través de reuniones de grupos de trabajo y consultas, que incluyen expertos de diferentes regiones del Sur y a veces del Norte.

## **ADVERTENCIA**

Se autoriza la citación o reproducción del contenido del presente documento para uso personal siempre que se indique claramente la fuente. Se agradecerá el envío al Centro del Sur de una copia de la publicación en la que aparece dicha citación o reproducción.

Las opiniones expresadas en este documento son las opiniones personales del autor y no necesariamente representan las opiniones del Centro del Sur o de sus Estados miembros. Cualquier error u omisión en este documento es de la exclusiva responsabilidad del autor.

Centro del Sur  
Ch. du Champ-d'Anier 17  
POB 228, 1211 Ginebra 19  
Suiza  
Tel. (41) 022 791 80 50  
Fax (41) 022 798 85 31  
[south@southcentre.org](mailto:south@southcentre.org)  
[www.southcentre.org](http://www.southcentre.org)

## ÍNDICE

<b>I.</b>	<b>Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>Panorama económico mundial .....</b>	<b>4</b>
<b>III.</b>	<b>Medidas de respuesta en los Estados Unidos y en la zona del euro: creencias erróneas y fijaciones neoliberales .....</b>	<b>7</b>
	<i>III.1. ¿Por qué se está tardando tanto en salir de la crisis? .....</i>	<i>7</i>
	<i>III.2. Sobreendeudamiento .....</i>	<i>8</i>
	<i>III.3. Ortodoxia fiscal.....</i>	<i>11</i>
	<i>III.4. Política de gran expansión monetaria.....</i>	<i>14</i>
<b>IV.</b>	<b>REPERCUSIONES EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO.....</b>	<b>18</b>
	<i>IV.1. Perturbaciones y desequilibrios comerciales .....</i>	<i>19</i>
	<i>IV.2. Repercusiones financieras y vulnerabilidad en las economías emergentes .....</i>	<i>21</i>
<b>V.</b>	<b>Perspectivas a más largo plazo .....</b>	<b>26</b>
<b>VI.</b>	<b>Conclusiones y recomendaciones .....</b>	<b>31</b>
	<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>35</b>



## **I. INTRODUCCIÓN**

Antes de que la economía mundial haya logrado recuperarse por completo de la crisis que comenzó hace más de cinco años, hay un temor generalizado de que comience una nueva crisis. Esto se debe en gran medida a que las causas profundas de los problemas (inestabilidad financiera sistémica, desigualdad y posiciones insostenibles en la balanza de pagos) siguen sin solucionarse e incluso se han agravado, debido a las políticas erróneas aplicadas en respuesta a la crisis en los Estados Unidos y en Europa.

En efecto, las tibias políticas impulsadas en respuesta a la crisis tanto en los Estados Unidos como en Europa no han estado a la altura de los problemas. En primer lugar, los Estados han sido renuentes a eliminar el sobreendeudamiento mediante una reestructuración oportuna, organizada y exhaustiva imponiendo quitas de la deuda para evitar la contracción y la deflación. Han preferido rescatar a los bancos acreedores imponiendo austeridad a los deudores. Esto ha implicado un desapalancamiento y recortes en el gasto público prolongados. También ha agravado la desigualdad de la riqueza y de la renta, lo cual ha ensanchado la brecha deflacionaria.

En segundo lugar, los Gobiernos han recurrido a la austeridad presupuestaria y han abandonado las medidas de reflación tomadas inicialmente. Aunque el valor neto de la deuda pública ha bajado de forma significativa como resultado de las fuertes caídas de las tasas de interés y del aumento de las remesas de utilidades de los bancos centrales sobre sus tenencias de deuda pública en aumento, el temor de que la deuda pública se vuelva insostenible cuando las tasas de interés y los balances de los bancos centrales vuelvan a la normalidad ha dominado las políticas presupuestarias. Los bancos centrales siguen aferrados a sus prejuicios contra la financiación monetaria de los déficits presupuestarios y contra la monetización permanente de la deuda pública para superar este dilema. Tampoco han considerado la posibilidad de proporcionar estímulos fiscales sin incurrir en déficits aprovechando el llamado multiplicador de presupuesto equilibrado mediante el aumento de los impuestos en los grupos de mayores ingresos para financiar el gasto adicional.

El resultado de todo esto ha sido una utilización excesiva de la política monetaria y la incursión de las autoridades monetarias en terrenos desconocidos como la fijación de tasas de interés de intervención de límite cero y la puesta en marcha de programas de expansión cuantitativa mediante importantes adquisiciones de bonos públicos y privados a largo plazo. Esta política de gran expansión monetaria no ha sido muy eficaz a la hora de reducir el sobreendeudamiento y estimular el gasto. Por lo tanto, la crisis está tardando demasiado tiempo en resolverse, lo cual acarrea pérdidas de ingresos y de empleos que habrían podido evitarse, y, al mismo tiempo, profundiza las desigualdades. Además, la expansión monetaria ha generado fragilidad financiera a nivel nacional e internacional lo cual ha expuesto a los

países en desarrollo<sup>1</sup> a un nuevo ciclo de auge y caída<sup>2</sup>. Este es especialmente el caso de las políticas aplicadas en los Estados Unidos dada la condición de este país de emisor de la principal moneda de reserva.

Los Estados Unidos en sí se encuentran en una situación difícil porque puede que, por una parte, el Sistema de la Reserva Federal (la Reserva Federal) no logre abandonar esta política de gran expansión monetaria y regularizar el tamaño y la estructura de su balance sin afectar el mercado y por otra parte, no puede mantenerla sin crear burbujas. La retirada gradual de estímulos aún no indica una vuelta a la restricción monetaria y a la normalización de los balances de la Reserva Federal y no reduce el nivel de activos a largo plazo en el balance de la Reserva Federal, sino las compras mensuales. Además, la Reserva Federal se comprometió a mantener las tasas de interés de intervención en mínimos históricos durante algún tiempo. Por lo tanto, no es el fin de las políticas de gran expansión monetaria. Sin embargo, los mercados ya han comenzado a considerar factible que se normalice la política monetaria, lo que explica el aumento de las tasas a largo plazo y de la turbulencia en economías emergentes.

La crisis ha acabado con el mito de que el Sur se ha desacoplado de los caprichos de las economías del Norte, y que las economías emergentes más importantes se han convertido en nuevos motores del crecimiento mundial. El repunte repentino del crecimiento en el Sur antes de la crisis fue impulsado principalmente por condiciones económicas mundiales excepcionales pero insostenibles, las cuales estaban estrechamente vinculadas con burbujas de crédito y de gasto en los Estados Unidos y en Europa, y su fuerte recuperación después de 2009 se debió a factores extraordinarios. Para los países en desarrollo las perspectivas a mediano plazo no son optimistas, debido a que los Estados Unidos y Europa no han logrado establecer las condiciones necesarias para que se produzca un crecimiento sólido y estable y a que una política de gran expansión monetaria genera vulnerabilidad. Es poco probable que vuelvan a gozar pronto de las mismas tasas de crecimiento que tenían antes de la crisis e inmediatamente después del estallido de la misma. Para lograr un cambio hacia un crecimiento sólido y sostenible, así como para ser más autónomos en lo que respecta a su desarrollo, deberán consolidar sus pilares económicos fundamentales, reequilibrar sus fuerzas de crecimiento internas y externas, y depender menos de mercados y de capitales extranjeros.

Las medidas de respuesta que busquen hacer frente al agravamiento de la turbulencia financiera actual en el Sur deberán alejarse de prácticas anteriores. Las economías emergentes deben evitar usar sus reservas para financiar salidas de capitales sustanciales y constantes y, en lugar de ello, deben intentar involucrar a prestamistas e inversionistas privados para resolver la crisis. Para ello tal vez sea necesario aplicar restricciones cambiarias y moratorias temporales de la deuda. Si procede, el Fondo Monetario Internacional (FMI)

---

<sup>1</sup> En este artículo, el término “países en desarrollo” corresponde a la definición del mismo en las Naciones Unidas, mientras que el término “economías emergentes” se refiere a lo que el FMI llama “economías de mercado emergentes”.

<sup>2</sup> Desde el principio de la crisis podía preverse que se produciría un ciclo así; véase Akyüz (2011a).

debería apoyar estas medidas con concesiones de préstamos a países con atrasos. Sin embargo, el FMI no cuenta actualmente con los recursos necesarios para tratar de forma eficiente una contracción brusca en la liquidez internacional que pueda resultar de una restricción monetaria en los Estados Unidos. Ahora bien, podría ser útil asignar grandes cantidades de derechos especiales de giro (DEG) a los países según sus necesidades y no según sus cuotas. Sin embargo, los bancos centrales de las economías avanzadas, sobre todo la Reserva Federal de los Estados Unidos, tienen una responsabilidad aún mayor, ya que pueden y deben (habida cuenta de que son los que han generado inicialmente los impulsos desestabilizadores que ahora amenazan al Sur) actuar como prestamistas casi internacionales de última instancia para las economías emergentes que enfrentan graves problemas de liquidez, a través de créditos recíprocos (acuerdos de *swaps*) o mediante la compra directa de sus bonos del Estado.

## II. PANORAMA ECONÓMICO MUNDIAL

Más de cinco años después del estallido de la crisis financiera, la economía mundial no parece expandirse de forma sólida y sostenible. Tras la recuperación de 2010, el crecimiento ha comenzado a flaquear en prácticamente todo el mundo. Es muy probable que en los próximos años este crecimiento permanezca debajo de su potencial en las economías avanzadas y que en los países en desarrollo sea muy inferior a las tasas de crecimiento excepcionales alcanzadas durante los años anteriores a la crisis.

Aun cuando la crisis tuvo su origen en los Estados Unidos, la economía de este país ha salido mejor librada que otras economías avanzadas, como las de la zona del euro, el Japón y el Reino Unido. En primer lugar, la recesión de 2009 fue menos grave en los Estados Unidos que en estas últimas economías. En segundo lugar, la economía estadounidense ha gozado de una recuperación continua con una media anual de un 2,3 %, registrando un crecimiento positivo en cada trimestre a partir del final de la recesión a mediados de 2009 (gráfico 1). Sin embargo, el crecimiento registrado es muy inferior a la media de un 4 % registrada en los primeros cuatro años de los períodos anteriores de recuperación de la posguerra. En consecuencia, la brecha de producción solo se ha reducido un poco. Aunque el índice de desempleo ha disminuido respecto de su nivel máximo de un 10 % alcanzado en octubre de 2009 a un 7 %, parte de esta disminución se debe que se excluyen los trabajadores desalentados que llevan un largo tiempo desempleados, así como a la caída de la tasa de actividad (Cohen, 2013). A este paso, tomaría muchos años para que los Estados Unidos solucionen el déficit en la producción con respecto a la tendencia anterior a la crisis. Según algunas estimaciones, solo se volverá a los mismos niveles de empleo anteriores a la crisis (2007) hasta agosto de 2018, a condición de que se creen tantos puestos de trabajo como en el mejor año de creación de empleos en la década de 2000 (Hamilton Project, 2013). Esto no es mejor de lo sucedido durante la Gran Depresión, cuando se tardó 10 años para que el empleo se recuperara completamente.

La mayoría de las otras economías avanzadas importantes se han vuelto a contraer después de 2009. Tras una recesión grave en 2009, la zona del euro en conjunto alcanzó un crecimiento positivo en los dos años siguientes, a pesar de caídas constantes en la producción y en el empleo en la periferia europea, gracias a una fuerte recuperación en Alemania impulsada por las exportaciones. Sin embargo, a medida que las repercusiones de la crisis se propagaban en la región, el núcleo de la zona del euro y Alemania en particular, no pudieron mantener el impulso. La región registró seis trimestres consecutivos de crecimiento negativo hasta el segundo trimestre de 2013 cuando alrededor de la mitad de los países se hallaban en recesión. La tasa media de desempleo ha excedido el 12 %. De hecho, en España y en Grecia supera el 25% y excede los niveles registrados durante la Gran Depresión. A fines de 2013 la región sufría de una deflación absoluta, y los precios pagados al productor, el suministro de dinero y el crédito privado caían en picada. Las estimaciones de la publicación *Perspectivas de la economía mundial* del FMI (actualizadas a enero de 2014) registraron un crecimiento negativo en 2013 para la región en su totalidad. Incluso si la recuperación esperada para 2014

se hace realidad, la producción y el empleo permanecerán por debajo de su potencial por muchos años.

Aunque la tensión financiera en la zona del euro haya disminuido considerablemente, la austeridad continua y la fatiga del ajuste en la periferia europea podrían volver a causar tensiones en la zona e incluso conducir a una desintegración. Sin embargo, es difícil predecir no solo la evolución de la zona del euro en un futuro cercano, sino también el efecto de una posible desintegración, puesto que los antiguos vínculos económicos y financieros no ayudarían demasiado a predecir las consecuencias de un acontecimiento tan inédito. No obstante, incluso sin hablar una desintegración, un aumento en la tensión financiera podría tener repercusiones graves para los países en desarrollo, como se ilustra en varios panoramas pesimistas sobre la base de simulaciones realizadas por el FMI (2012), la Organización de Naciones Unidas (ONU) *Situación y perspectivas de la economía mundial* (2013) y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos u OCDE (2012).

En lo que se refiere a otras importantes economías avanzadas, cabe señalar que el Japón no logró sostener un crecimiento positivo después de recuperarse de la recesión de 2009 y recayó en 2011. En el último trimestre de 2012 experimentó su séptima contracción trimestral desde la quiebra de Lehman Brothers. En 2013 repuntó gracias a la denominada «Abeconomía», lo que a fin de año le permitió volver a tener los mismos ingresos anteriores a la crisis. Sin embargo, puede perder impulso debido al ajuste presupuestario previsto. Por otra parte, desde 2009 hasta finales de 2012, el Reino Unido registró tasas de crecimiento negativas en 9 de 20 trimestres y perdió 3,7 millones de empleos. En 2013 registró el crecimiento más rápido de los últimos seis años y el mejor de las cinco grandes potencias europeas, pero el producto interno bruto (PIB) todavía estaba por debajo del punto máximo alcanzado antes de la crisis.

Los países en desarrollo gozaban de un crecimiento excepcional antes del inicio de la crisis gracias a condiciones mundiales altamente favorables pero insostenibles, y no gracias a mejoras en sus propios parámetros fundamentales de crecimiento (Akyüz, 2012). Durante los primeros meses de la crisis se esperaba que se desacoplaran de las dificultades que enfrentaban las economías avanzadas. El mito del desacoplamiento volvió con fuerza cuando los países en desarrollo se recuperaron rápidamente después de una desaceleración de breve duración en 2009, mientras que la recuperación de los Estados Unidos seguía siendo débil y Europa recaía en la recesión.

El FMI ha sido uno de los mayores defensores de la teoría del desacoplamiento. Sus análisis y proyecciones muestran una gran incompreensión de los principios fundamentales de crecimiento del Sur y su relación con la economía mundial. El FMI subestimó no solo la profundidad de la crisis financiera, sino también sus consecuencias en los países en desarrollo, al mantener que la dependencia del crecimiento del Sur en el Norte se había debilitado perceptiblemente (*Perspectivas de la economía mundial* del FMI de abril de 2007 y abril de 2008). Desde 2010 no ha dejado de sobrestimar el crecimiento en los países en

desarrollo. Con el tiempo ha tenido que reconocer que «el reciente incumplimiento de los pronósticos es un síntoma de problemas estructurales más profundos», y revisar a la baja las perspectivas a medio plazo de estas economías (*Perspectivas de la economía mundial* del FMI de abril de 2013; 19). En un informe más reciente presentado durante la reunión del Grupo de los Veinte (G-20) en San Petersburgo (Federación de Rusia), el FMI «abandonó su opinión de que las economías emergentes son el motor dinámico de la economía mundial» y tuvo que «dar muestras de humildad en una serie de retractaciones de su evaluación de la economía mundial» (Giles, 2013). Ahora ha llegado a la conclusión de que durante lo peor de la crisis financiera internacional, las economías del mundo actuaron en unísono como nunca lo habían hecho en los últimos tiempos. Según el FMI, este mayor conmovimiento no estuvo limitado a las economías avanzadas, sino que se observó en todas las regiones geográficas y tanto en países emergentes como en países en desarrollo. (*Perspectivas de la economía mundial* del FMI de octubre de 2013: 81).

De hecho, como han finalizado las fuertes tendencias ascendentes en las corrientes de capital y los precios de las materias primas, la recuperación de las economías avanzadas ha permanecido débil, los efectos puntuales de las políticas anticíclicas en los países en desarrollo han comenzado a desaparecer y el margen para implementar políticas de expansión se ha reducido, el crecimiento en el Sur, incluidos China y otros grandes países en desarrollo se ralentizó considerablemente (gráfico 2). Asia, la región en desarrollo más dinámica, en 2013 se encontraba a 5 puntos porcentuales por debajo de la tasa alcanzada antes del inicio de la crisis, y América Latina registraba una tasa de crecimiento de menos de la mitad de la que tenía antes de la crisis. En las proyecciones actuales para el 2014-2015 no se prevé ninguna mejora significativa en ningunas de estas regiones (*Perspectivas de la economía mundial* del FMI actualizadas a enero de 2014).

### III. MEDIDAS DE RESPUESTA EN LOS ESTADOS UNIDOS Y EN LA ZONA DEL EURO: CREENCIAS ERRÓNEAS Y FIJACIONES NEOLIBERALES

#### III.1. *¿Por qué se está tardando tanto en salir de la crisis?*

Haciendo referencia a la situación de la economía mundial, el economista jefe del FMI, Olivier Blanchard, habría dicho que no es aún una década perdida, pero que sin duda se necesitarán al menos diez años más a contar desde el comienzo de la crisis para que la economía mundial vuelva a estar en forma (Reuters, 2012). Es probable que esta observación refleje un juicio no solo sobre la naturaleza y la profundidad de la crisis, sino también sobre la eficacia de las intervenciones públicas realizadas para resolverla.

No cabe duda de que el proceso de recuperación tras una recesión ocasionada por una crisis financiera es prolongado y deficiente debido a que se necesita tiempo para sanear los balances generales, es decir, para solucionar el sobreendeudamiento y liquidar las inversiones excesivas e inviables generadas durante las burbujas que dieron como resultado tales crisis. Durante la recuperación de una crisis suele haber una tasa de desempleo elevada y un nivel de inversión bajo. Esto fue lo que sucedió en los Estados Unidos a principios de la década de 1990 y, sobre todo, a principios de la década de 2000, cuando el país se recuperaba de las recesiones provocadas por el estallido de la burbuja de las instituciones de ahorro y préstamo y de la burbuja de las empresas puntocom respectivamente. En la recuperación actual, la economía estadounidense alcanzó su nivel de ingreso anterior a la crisis en el segundo trimestre de 2011, pero el mercado de trabajo contaba con 6,5 millones de empleos menos. En las economías en desarrollo, los períodos de recuperación tras recesiones ocasionadas por crisis financieras también están caracterizados por un ritmo de crecimiento lento del empleo y de la inversión (Akyüz, 2006).

Sin embargo, el ritmo de la recuperación también depende de la gestión de la crisis. En este sentido, las medidas de respuesta tanto en los Estados Unidos como en Europa presentan dos principales deficiencias. En primer lugar, los Gobiernos han sido renuentes a eliminar el sobreendeudamiento mediante una reestructuración oportuna, organizada y exhaustiva de la deuda, así como a redistribuir la riqueza entre acreedores y deudores. En lugar de ello, han recurrido a importantes operaciones de rescate de los acreedores, lo cual ha aumentado el riesgo moral y las vulnerabilidades en el sistema financiero y, a su vez, ha impuesto austeridad a los deudores (Kuttner, 2013). En segundo lugar, las medidas de respuesta macroeconómicas para respaldar la demanda agregada, el crecimiento y el empleo han sido ineficaces. Los Gobiernos han abandonado las políticas de reflación que habían adoptado inicialmente y han recurrido a la austeridad presupuestaria y utilizado medios monetarios de manera excesiva para hacer frente a la recesión. Esto no solo ha provocado pérdidas de empleos y de producción que habrían podido evitarse, sino que también ha causado una fragilidad financiera que podría comprometer la estabilidad y el crecimiento en el futuro.

### **III.2. Sobreendeudamiento**

Una medida de intervención clave en la crisis en los Estados Unidos fue el Programa de Alivio de Activos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Programme*) de 2008-2009 por el cual se inyectaron 700.000 millones de dólares de los Estados Unidos en bancos cuyo valor neto estaba por alcanzar valores negativos como resultado de la pérdida en el valor de los activos, así como en algunas grandes empresas de la industria automotriz para prevenir que cayeran en bancarrota. Además, después de reducir de manera brusca su tasa de interés de intervención, la Reserva Federal puso en marcha una política de expansión cuantitativa, comprando bonos del Estado de los Estados Unidos y bonos de titulación hipotecaria para aumentar sus precios. En diciembre de 2012, la Reserva Federal emitió nuevos mensajes sobre sus orientaciones y anunció que mantendría las tasas de interés de los fondos federales próximas a cero y que seguiría comprando bonos de un valor de 85.000 millones de dólares hasta que el desempleo se encontrara por debajo del 6,5% o hasta que la inflación superara el 2,5%, lo cual se conoce como QE3, es decir, tercera ronda de expansión cuantitativa.

Uno de los principales objetivos de la expansión cuantitativa es reducir el costo de la deuda disminuyendo las tasas a largo plazo. El Gobierno también introdujo dos sistemas voluntarios para incentivar a los prestamistas a reducir los pagos hipotecarios de los propietarios en riesgo de ejecución hipotecaria y para ayudar a los propietarios con un patrimonio negativo a refinanciar sus hipotecas. Sin embargo, hasta ahora no ha decidido reducir las hipotecas sobre la vivienda en consonancia con la capacidad de pago de los propietarios obligando a los acreedores a condonar la deuda.<sup>3</sup>

Estas intervenciones han prevenido un colapso del sistema bancario y, por lo tanto, le han puesto fin a la crisis financiera, pero no a la económica. En efecto, les han permitido a los bancos primero recuperar su rentabilidad anterior a la crisis y, luego, alcanzar niveles de ingresos récords. Los cuatro bancos más grandes de los Estados Unidos han crecido un 30 % después de la crisis y los bancos que eran demasiado grandes para quebrar, ahora son aún más grandes (Warren, 2013). Sin embargo, las medidas adoptadas no han ayudado mucho a reducir el sobreendeudamiento, a evitar las ejecuciones hipotecarias ni a aumentar los préstamos. Aunque la deuda de los hogares se ha reducido en aproximadamente un 10 % del PIB desde el comienzo de la crisis, esto se debe en gran parte a ejecuciones hipotecarias y, por lo tanto, refleja una disminución equivalente de la riqueza de los hogares. El valor de las viviendas de muchos hogares es inferior a los saldos de capital de sus hipotecas. Como afirmó el expresidente de la Reserva Federal Ben Bernanke (2013), el aumento del

---

<sup>3</sup> La Agencia Federal de Crédito para la Vivienda que regula la Asociación Federal de Crédito Hipotecario y la Sociedad Nacional de Préstamos Hipotecarios, prestamistas hipotecarios regulados por el Gobierno, ha estado siempre en contra de la reducción del capital de la hipoteca. A mediados de 2012 se presentó un proyecto de ley bipartidista para permitirles a los propietarios en dificultades cuyas viviendas valían menos que su deuda reducir sus mensualidades a cambio de una parte de cualquier apreciación futura de la vivienda (lo que se conoce como apreciación compartida), lo cual efectivamente implica una conversión de la deuda en capital –véase Griffith (2012). Cuando se redactó el presente documento la ley aún no había entrado en vigor.

patrimonio neto de los hogares se concentró en los hogares más ricos, mientras que muchos hogares situados en las partes medias o bajas de la distribución han sufrido disminuciones en su patrimonio desde el comienzo de la crisis. En los Estados Unidos la disparidad de ingresos entre los ricos y los pobres también ha aumentado. En efecto, entre 2009 y 2011, el ingreso del 1 % superior de la población creció un 11,2 %, mientras que el del 99 % inferior disminuyó un 0,4 % (Saez, 2012). En la actualidad, los hogares situados en el medio perciben ingresos reales inferiores a los que obtenían en 1996, lo cual enlentece la recuperación, ya que impide que aumente el gasto agregado (Stiglitz, 2013).

Las medidas de respuesta a la crisis en la zona del euro se han basado en un diagnóstico erróneo, lo cual ha agravado la recesión. En efecto, los países de la periferia europea deben hacer frente a una crisis de deuda externa y de la balanza de pagos, que resulta de un gasto interno y de una contratación de préstamos del exterior excesivos, como ocurrió en varios países en desarrollo en los últimos decenios. Contrariamente a lo que determinan los diagnósticos oficiales, esto no tuvo mucho que ver con el derroche presupuestario, excepto en Grecia (Lapavistas y otros, 2010; De Grauwe, 2010). Es la deuda externa total, tanto pública como privada, y no la deuda pública total, el factor clave a la hora de entender la crisis de la zona del euro. Por ejemplo, Bélgica tenía un coeficiente de endeudamiento público mucho más elevado que el de la mayoría de los países de la periferia europea, pero no debió hacer frente a presiones porque registraba un superávit en cuenta corriente sostenido y una posición neta de activos externos positiva (Gros, 2011).

Todos los países de la periferia azotados por la crisis registraban déficits en cuenta corriente más elevados que los de los otros países de la zona del euro en el período anterior a la crisis. En España e Irlanda, los déficits eran consecuencia del déficit de ahorro privado. Dos factores interrelacionados desempeñaron un papel importante en el rápido aumento de los déficits externos y el crecimiento de la deuda en los países de la periferia. En primer lugar, tras concluirse la unión monetaria, los salarios y los precios empezaron a variar de manera muy dispar entre los países de la periferia europea y los países centrales (gráfico 3). Desde comienzos de la década de 2000, Alemania ha implementado un proceso de «desinflación competitiva», manteniendo los salarios reales prácticamente estancados, reduciendo los costos laborales unitarios y recurriendo cada vez más a las exportaciones como motor del crecimiento (Akyüz, 2010; Palley, 2013). En cambio, en los países de la periferia europea, los salarios aumentaron más que la productividad, lo que ocasionó una apreciación del tipo de cambio efectivo real. Esto provocó un aumento brusco de las importaciones, sobre todo de otros países de la Unión Europea (UE).

Este proceso fue estimulado en gran medida por el fuerte crecimiento de las corrientes de capital desde los países centrales hacia los países de la periferia europea, lo que incluye préstamos de bancos alemanes, desencadenado por la moneda común y por la abundante liquidez internacional (Sinn, 2011). Las corrientes de capital impulsaron el auge de la demanda interna, redujeron el ahorro privado y aumentaron los déficits en cuenta corriente en los países de la periferia europea (Atoyan y otros, 2013). Al igual que sucedió en América Latina a comienzos de la década de 1980, este proceso finalizó con una perturbación

proveniente de los Estados Unidos. Esta vez se trató de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, la cual ocasionó una reducción significativa de los créditos.

La estrategia adoptada por los responsables de la formulación de políticas para tratar el problema de la deuda fue parecida a la del fallido Plan Baker adoptado en respuesta a la crisis de la deuda de los años ochenta en América Latina. Este plan consistió en conceder préstamos oficiales para que los deudores pudieran pagar sus deudas a los acreedores privados y en aplicar medidas de austeridad (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Informe sobre el comercio y el desarrollo (TDR) 1988, -, capítulo 4). Para ello se crearon y se utilizaron varios fondos de rescate junto con préstamos del FMI. El Banco Central Europeo (BCE) también ha adquirido bonos del Estado con el fin de disminuir los costos de los préstamos para los deudores en dificultades y de proporcionar préstamos a largo plazo a los bancos a tasas de interés bajas, lo que les permitía adquirir bonos del Estado de alto rendimiento y obtener amplios diferenciales.

Si bien esporádicamente se ha hecho alusión a la necesidad de involucrar a los acreedores en la resolución de la crisis, las iniciativas tomadas en este aspecto han servido sobre todo para rescatar a los bancos acreedores. Como señaló el presidente de la Autoridad Bancaria Europea (ABE), Andrea Enria, muy pocos bancos europeos han desaparecido y demasiados han sobrevivido (Reuters, 2013). El dinero público se ha utilizado para rescatar bancos, lo cual ha aumentado la deuda soberana. Por el contrario, las iniciativas para reestructurar la deuda han aliviado muy poco a los deudores. La renegociación de la deuda de Grecia en 2012 no logró eliminar el sobreendeudamiento. En este momento, Grecia necesita una condonación de la deuda más elevada. Sin embargo, alrededor del 70% de su deuda soberana está en manos del sector oficial, lo que incluye el BCE, el FMI, los bancos centrales nacionales y otros Gobiernos de la zona del euro; y el BCE y Alemania se oponen a la condonación de esta deuda. Además, tampoco se han adoptado medidas coherentes para lograr que participen todos los acreedores en las operaciones de rescate. En Irlanda y España, donde la crisis se originó en el sistema bancario, los acreedores y los depositantes de bancos en problemas han logrado evitar las quitas. Irlanda otorgó una cobertura ilimitada a sus depositantes bancarios, y en la renegociación de la deuda de Grecia tampoco se impusieron medidas sobre los depositantes en el país ni en el extranjero. En la mayoría de estos casos, las operaciones de rescate consistieron en cuantiosas cantidades de dinero destinadas a apuntalar y recapitalizar los bancos. En cambio, en Chipre, el programa inicial de rescate ocasionó grandes pérdidas a los depositantes, sobre todo rusos.<sup>4</sup>

Los coeficientes de endeudamiento público han aumentado en los países de la periferia europea como resultado de la recesión, de diferenciales relativamente elevados y del fracaso a la hora de hacer que los acreedores participen en las operaciones de rescate (gráfico

---

<sup>4</sup> Paradójicamente, si bien el objetivo de las medidas tomadas en Chipre era sancionar a los «blanqueadores de capitales rusos», la conversión forzada de depósitos en acciones les permitió a los rusos tomar el control del Banco de Chipre (Higgins, 2013).

4). Un problema importante surge cuando el coeficiente de endeudamiento es elevado y la tasa de interés real supera la tasa de crecimiento por un margen considerable, por lo cual la cuantía del superávit primario necesaria para estabilizar el coeficiente de endeudamiento es bastante elevada, pero los recortes realizados sobre el presupuesto primario con el fin de alcanzar esta cuantía ocasionarían una contracción considerable de la producción, lo que haría la labor aún más difícil. Así, los coeficientes de endeudamiento en España e Irlanda, que se rondaban el 40% en vísperas de la crisis, han alcanzado en la actualidad el 100% y el 120% respectivamente. Por ese mismo motivo, la consolidación presupuestaria no siempre ha dado como resultado déficits presupuestarios más bajos.

Sin embargo, no todos los países afectados por el estallido de la burbuja especulativa han fracasado en su intento de eliminar el sobreendeudamiento. En este sentido, las medidas de Islandia para resolver la deuda se encuentran a las antípodas del enfoque adoptado en los Estados Unidos y en la UE. Si se tiene en cuenta el tamaño de su economía, Islandia enfrentó la mayor quiebra bancaria de la historia económica. Sin embargo, ha logrado reestructurar su sistema bancario dejando que algunos bancos quiebren y logrando que los acreedores privados participen en las operaciones de rescate, lo cual ha evitado que los contribuyentes o los depositantes nacionales tuvieran que pagar el precio de la quiebra. Asimismo, ha impuesto controles de capital para contener la salida de capitales y ha trasladado gran parte de la carga a los acreedores internacionales, incluidos los obligacionistas y los depositantes.<sup>5</sup> Más importante aún, desde finales de 2008 hasta 2013, los bancos islandeses condonaron la deuda de más de un cuarto de la población, lo que representaría un 13 % del PIB de 2012. Una parte importante de esta condonación concierne la deuda hipotecaria que excede el 110% del valor de las viviendas, lo cual ha desempeñado un papel importante en la recuperación islandesa de una recesión profunda. Islandia ha logrado un crecimiento anual de un 2 % desde 2011, con una tasa de desempleo de alrededor del 5 %, mientras que en la periferia europea la recesión continúa y la tasa de desempleo alcanza cifras de dos dígitos.<sup>6</sup>

### ***III.3. Ortodoxia presupuestaria***

La falta de intervención directa para solucionar el sobreendeudamiento de una manera oportuna y ordenada ha ocasionado un desapalancamiento lento y un recorte del gasto tanto en los Estados Unidos como en Europa. Por consiguiente, las políticas monetarias no han

---

<sup>5</sup> Sin embargo, no se han resuelto los problemas de los bancos en quiebra y aún quedan varias cuestiones polémicas por resolver, sobre todo en lo que se refiere a los reclamos de los acreedores y de los depositantes en el Reino Unido y en Holanda, lo cual amenaza la estabilidad financiera islandesa –véase Bowers (2013) y Baldursson y Portes (2013).

<sup>6</sup> En noviembre de 2013 el Gobierno anunció, contrariamente a lo que aconsejaron el FMI y las agencias de calificación crediticia, otro conjunto de medidas de alivio de la deuda para titulares de hipotecas con el objetivo de ayudar a más de 100.000 hogares, el cual se financiaría mediante aumentos impositivos sobre instituciones bancarias y mediante recortes en la deuda de los bancos quebrados islandeses contraída con inversionistas extranjeros, ahora en manos de fondos de alto riesgo que la adquirieron con un importante descuento, véase Reuters «Iceland government launches debt relief package for households», 30 de noviembre de 2013.

logrado aumentar los créditos ni estimular el gasto privado. La política presupuestaria se ha vuelto decisiva, pero tanto los Estados Unidos como Europa han recurrido a la austeridad pese a haber tomado inicialmente medidas de reflación. En la zona del euro, los países centrales también han apelado a la austeridad impuesta sobre los países periféricos afectados por la crisis.

Los argumentos a favor de la austeridad presupuestaria se basan en dos ideas. La primera es que los déficits presupuestarios contribuyen en mayor medida a la deuda pública que al PIB, por lo que la proporción entre la deuda pública y el PIB aumenta. La segunda es que una proporción entre la deuda pública y el PIB elevada tiene un efecto negativo sobre el crecimiento. Por consiguiente, se estima que la austeridad presupuestaria no socava el crecimiento y podría incluso estimularlo al reducir la proporción entre la deuda pública y el PIB, de ahí que se la denomine «austeridad expansiva».

La primera idea supone que los multiplicadores fiscales son bajos. Esto se deduce de teorías muy controvertidas según las cuales un mayor aumento del gasto público conlleva una disminución del gasto privado al aumentar las tasas de interés. Como resultado, el sector privado comenzaría a gastar menos y a ahorrar más en previsión de futuros aumentos impositivos que se aplicarían para cumplir el servicio de la deuda pública. Sin embargo, en una situación de trampa de liquidez y de disminución de los ingresos, estas teorías no tienen ningún sentido. Aun así, en los primeros años de la crisis, la recomendación del FMI sobre política presupuestaria se basó en multiplicadores extremadamente bajos y en políticas invariablemente procíclicas. Debido a que el FMI subestimó los multiplicadores fiscales, sus proyecciones de crecimiento resultaron ser más optimistas que los resultados de crecimiento en varios países de la periferia europea donde se aplicaron programas del FMI (Weisbrot y Jorgensen, 2013). Sin embargo, al hacerse cada vez más evidente el freno fiscal, el FMI ha reconocido finalmente que los multiplicadores son mucho mayores de lo que se creía, que dependen de cada Estado y que son especialmente altos en períodos de recesión, lo que significaría que la austeridad presupuestaria podría incluso aumentar el coeficiente de endeudamiento al disminuir los ingresos (*Perspectivas de la Economía Mundial*, FMI, octubre de 2012; Blanchard y Leigh, 2013).

La segunda idea que mantiene que unos coeficientes de endeudamiento elevados podrían impedir el crecimiento, cuenta con el respaldo de un estudio empírico realizado por Reinhart y Rogoff en 2010 según el cual el crecimiento económico se desacelera significativamente cuando la proporción entre la deuda pública y el PIB supera el 90%. Sin embargo, en general se reconoce que dicha relación no demuestra en absoluto una causalidad, ya que es posible que una ralentización del crecimiento provoque un aumento de la deuda pero también que un elevado nivel de deuda ocasione la desaceleración del crecimiento. Más importante aún, en investigaciones ulteriores realizadas por Herndon y otros (2013) se ha encontrado que varias de las conclusiones fundamentales del estudio de Reinhart y Rogoff (2010) son erróneas, y que, en realidad, un coeficiente de endeudamiento del 90% está vinculado a una tasa de crecimiento muy superior a la indicada por estos autores.

En todo caso, una política presupuestaria expansiva no conlleva necesariamente un déficit y una deuda públicos mayores. La progresividad tributaria junto con un mayor gasto público podía impulsar la actividad económica sin crear déficits ni deudas y sin desplazar perceptiblemente el gasto privado. Cuando en una situación deflacionaria el gasto privado permanece bajo, el llamado multiplicador de presupuesto equilibrado tiende a ser relativamente elevado, sobre todo si el gasto público se financia con mayores impuestos en los grupos de mayores ingresos. Esto es válido sobre todo en los Estados Unidos y en el Reino Unido, donde la desigualdad de ingresos y de riqueza es mucho mayor que en otros países de la OCDE y la progresividad tributaria es mucho menor.<sup>7</sup> Sin embargo, la ideología detrás de la intervención en caso de crisis ha excluido ese tipo de soluciones socialmente progresistas y beneficiosas económicamente.

No hay duda de que en los Estados Unidos el estímulo fiscal que se introdujo de inmediato en respuesta a la crisis de las hipotecas de alto riesgo ha contribuido a iniciar el proceso de recuperación (Blunder y Zandi, 2007). Sin embargo, tan pronto como la economía comenzó a mostrar indicios de recuperación, se volvió a la ortodoxia fiscal y la política fiscal discrecional no ha contribuido mucho a esta recuperación (Yellen, 2013a: 4). Los recortes de empleos y gastos del sector público redujeron el crecimiento del PIB entre 0,6 y 0,8 puntos porcentuales durante 2011 y 2012. El recorte del gasto público ha continuado en 2013, lo cual, según se prevé, ocasionará una disminución importante en el crecimiento del PIB (The Conference Board, 2013).

En la zona del euro, los préstamos a los países deudores se tradujeron en austeridad bajo la forma de aumentos impositivos y de recortes de gastos y de salarios, lo cual ha empeorado la contracción. En una evaluación posterior del acuerdo de derecho de giro para Grecia en 2010, el FMI (2013a) admitió haber subestimado los efectos negativos que los recortes de gastos y los aumentos impositivos impuestos en el rescate tuvieron sobre la economía. Asimismo, reconoció haberse desviado de sus propios parámetros de evaluación de la sostenibilidad de la deuda y haber tenido que insistir más y con mayor antelación para que los prestamistas aceptaran quitas para reducir la deuda de Grecia. Sin embargo, Grecia sigue sufriendo de un sobreendeudamiento grave, y seguramente deban pasar muchos años para que logre recuperar las pérdidas de ingresos y de empleos registradas desde 2008.

---

<sup>7</sup> Véase Piketty y otros (2011), quienes señalan que la tasa máxima del impuesto para el 1 % con mayores ingresos podría aumentarse y fijarse por encima del 80 % sin perjudicar el crecimiento y recaudando ingresos tributarios significativos.

### **III.4. Política de gran expansión monetaria**

La reticencia a valerse de políticas presupuestarias para aumentar la demanda agregada ha hecho que se recurra cada vez más a la política monetaria, en especial a medida que la austeridad presupuestaria se ha vuelto contraproducente ya que disminuye el crecimiento. Sin embargo, los programas expansión cuantitativa de gran envergadura y las tasas de interés históricamente bajas no han ayudado a impulsar los préstamos al sector no financiero ni el gasto privado. Aunque los aumentos rápidos del exceso de reservas de los bancos en los bancos centrales que genera la compra de bonos, en particular en los Estados Unidos y en el Reino Unido, otorgaron a los bancos un amplio margen para ampliar la oferta monetaria y crediticia sin tener que recurrir al mercado interbancario ni a préstamos de los bancos centrales, el aumento de la aversión al riesgo los ha hecho reticentes a otorgar préstamos a los hogares y a las empresas pequeñas, mientras que las grandes empresas tienen poca necesidad de tomar préstamos y, en vista de la debilidad de la demanda, no tienen la intención de incurrir en nuevos gastos de mano de obra y equipos.<sup>8</sup> Tampoco se percibe un efecto de riqueza significativo sobre el gasto como resultado de un aumento en el precio de los activos, dado que las ganancias se las queda sobre todo el sector más rico de la sociedad.

No obstante, al reducir las tasas de interés a largo plazo y al aumentar rápidamente la deuda pública a largo plazo en manos de los bancos centrales, esta política de gran expansión monetaria ha ampliado el margen de implementación de políticas presupuestarias. Esto, por un lado, ha reducido significativamente el pago de intereses sobre la deuda pública. Sin embargo, por otro lado, una parte significativa de los pagos de intereses sobre la deuda en poder de los bancos centrales ha vuelto a formar parte del presupuesto en forma de remesas de utilidades. Se estima que, para finales de 2012, el beneficio total de los Gobiernos de los Estados Unidos, del Reino Unido y de los países de la zona del euro alcanzó 1,6 billones de dólares como resultado de una disminución del pago de servicio de la deuda y de un aumento en las utilidades remitidas por los bancos centrales (Dobbs y otros, 2013). Este margen no se ha utilizado con eficacia y la ortodoxia fiscal ha prevalecido. Tan solo en los Estados Unidos, entre 2007 y 2012 los beneficios totales superaban el billón de dólares y excedían el estímulo fiscal total por unos 800.000 millones de dólares proporcionados a lo largo de este período (Amadeo, 2013). En otras palabras, más allá del margen de maniobra creado por la política de gran expansión monetaria, la política presupuestaria discrecional en los Estados Unidos ha sido restrictiva.

La política monetaria no solo ha fallado a la hora de impulsar una fuerte recuperación al aumentar el gasto privado, sino que ha ocasionado un aumento considerable de la fragilidad financiera al desencadenar una búsqueda de rentabilidad en «el sector más riesgoso del espectro crediticio», que incluye bonos de alto rendimiento, deuda subordinada y préstamos sindicados apalancados, «un fenómeno que evoca la exuberancia previa a la crisis

---

<sup>8</sup> Los aumentos bruscos en los coeficientes de capital de los bancos también frenaron los créditos. Si bien esto puede ser útil para prevenir la próxima crisis, es una medida procíclica en lo que refiere a la crisis actual.

financiera mundial» (Banco de Pagos Internacionales (BPI) 2013: 1, 7). También ha habido una creciente disposición a tomar posiciones apalancadas en activos a largo plazo mediante una financiación a corto plazo, tanto en los Estados Unidos como en el resto del mundo. Estas posiciones han causado una fuerte recuperación, e incluso una burbuja de cotizaciones de las acciones, tras lo cual el índice de acciones de referencia de los Estados Unidos, índice medio Dow Jones de valores industriales, ha alcanzado máximos históricos.<sup>9</sup>

Estos acontecimientos han preocupado a la Reserva Federal e incluso Bernanke (2013) advirtió que los precios de los activos pueden desvincularse de los fundamentos económicos, lo que generaría una valoración incorrecta de los precios (véase también el Informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI de abril de 2013 y Yellen, 2013b). En efecto, las consecuencias futuras de la aplicación a largo plazo de una política de gran expansión monetaria sobre la estabilidad financiera son muy inciertas, puesto que se trata de un terreno inexplorado (White, 2012). Si se tarda demasiado en abandonar esta política monetaria, podrían empezar a formarse burbujas crediticias y de activos que alcanzarían niveles peligrosos, lo cual causaría un nuevo ciclo de auge y caída (Roubini, 2013). Como ha señalado la presidenta entrante de la Reserva Federal, Janet Yellen, aunque aún no haya burbujas en el mercado de valores ni el mercado inmobiliario, cuanto más dure la expansión cuantitativa, mayor será el riesgo para la estabilidad financiera (Fontevicchia, 2013). Sin embargo, también puede ser difícil abandonar la expansión cuantitativa sin perturbar los mercados o entorpecer el crecimiento (Stein, 2013). Aunque la Reserva Federal y el FMI parecen haber reconocido los riesgos a largo plazo de esta política sobre la estabilidad y el crecimiento, es probable que no logren identificarlos correctamente ni ser más oportunos y eficaces que durante la gestación de la crisis de las hipotecas de alto riesgo.

Dado que con la gran cantidad de liquidez suministrada al sistema bancario mediante la expansión cuantitativa no se ha logrado reimpulsar los préstamos bancarios y el consumo privado, una posible solución puede ser darles dinero directamente a aquellos que quieren gastar pero no pueden debido a limitaciones presupuestarias y al sobreendeudamiento. Milton Friedman sugirió hace tiempo lanzar dinero de helicópteros para evitar la deflación. En un discurso pronunciado en 2002 antes de asumir como presidente de la Reserva Federal, Bernanke dijo que el dinero lanzado desde un helicóptero podía revertir la deflación. Explicó que el Gobierno de los Estados Unidos tiene una tecnología, llamada imprenta (o, hoy en día, su equivalente electrónico) que le permite producir tantos dólares como desee por prácticamente ningún costo y que un Gobierno decidido siempre puede generar un mayor nivel de gasto y, por tanto, una inflación positiva. Según él si las autoridades monetarias y

---

<sup>9</sup> Esto implica que las condiciones monetarias son demasiado restrictivas para la economía real, pero demasiado permisivas para los mercados financieros. Para decirlo de forma más convencional, debido al límite inferior igual a cero, la política monetaria no logró reducir la tasa de interés al nivel necesario para crear una demanda suficiente para acortar la brecha deflacionaria en el supuesto de que, claro está, dicho nivel exista. No logró aumentar la inflación en los mercados de bienes y servicios, pero podría hacerlo en los mercados de activos. Por lo tanto, la capacidad para evitar burbujas y para asegurar el crecimiento dependerá en gran medida de la expansión presupuestaria y de la redistribución entre ricos y pobres.

presupuestarias trabajan juntas se podría aumentar la eficacia de una política antideflacionaria y las reducciones de impuestos financiadas por la creación de dinero equivalen al famoso dinero lanzado desde un helicóptero de Milton Friedman. También señalo que en vez de reducir los impuestos el Gobierno podría optar por usar ese dinero para financiar el gasto en bienes y servicios (Bernanke, 2002: 4, 6).

Sin embargo, la expansión cuantitativa es un intercambio de activos, de dólares recién impresos a cambio de bonos entre los que se incluyen activos tóxicos en los balances generales de los bancos, no dólares que se lanzan de un helicóptero esquivando al sistema bancario. Los bonos del Tesoro a largo plazo que la Reserva Federal ha comprado no provee al Gobierno de recursos que no generen deudas ni intereses a menos que esta deuda se monetice indefinidamente. Mientras los bonos adquiridos por la Reserva Federal permanezcan en su balance general, no implican un costo neto para el Gobierno gracias a las remesas de utilidades mencionadas anteriormente. No obstante, tan pronto como se revierta la expansión del balance general de la Reserva Federal y estos bonos salgan de este balance (es decir, si maduran sin ser sustituidos o si se liquidan), estos beneficios se acabarían. Esto, junto con la vuelta a la normalidad de las tasas de interés, aumentaría significativamente el costo del servicio de la deuda. Por lo tanto, la monetización permanente de la deuda pública constituye una respuesta viable a la deflación y a la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.<sup>10</sup> Los argumentos a favor de una financiación monetaria manifiesta también se aplican a los déficits resultantes de condonaciones de deudas y de operaciones de rescate para recapitalizar bancos insolventes. Esta financiación monetaria permite estabilizar el sistema bancario sin aumentar la deuda pública y, por lo tanto, trasladar los problemas de solvencia de los bancos a los Estados, como ha sucedido en los países de la periferia europea (Turner, 2013b).

En condiciones deflacionarias, los gastos o reducciones de impuestos «financiados por la creación de dinero» no tienen por qué representar un riesgo mayor para la estabilidad financiera que la política de gran expansión monetaria, dado que el dinero creado en consecuencia no entraría directamente en los mercados de activos. Como el expresidente del Organismo de Servicios Financieros del Reino Unido ha indicado, utilizar en exceso una política monetaria laxa como medio para escapar de la trampa del desapalancamiento podría ocasionar varias vulnerabilidades graves en el futuro. Además, señaló que la idea de que la monetización de los déficits presupuestarios no es por naturaleza más inflacionista que otros instrumentos de política utilizados para estimular la demanda carece de base técnica.<sup>11</sup> En realidad, según él, el desafío principal consiste en definir los obstáculos y las normas

---

<sup>10</sup> Esto se podría hacer de dos maneras. El Gobierno puede emitir deuda directamente al banco central para financiar sus gastos adicionales o bien el banco central puede adquirir la deuda adicional mediante operaciones de expansión cuantitativa. En ambos casos el banco central se comprometería a no revertir la expansión de su balance general resultante de la adquisición adicional de bonos del Estado.

<sup>11</sup> Si un aumento permanente en la oferta de dinero resultante del financiamiento de la economía mediante déficit presupuestario resulta ser inflacionista, puede reducirse recurriendo a coeficientes de encaje bancarios en vez de vendiendo bonos del Estado -véase Turner (2013).

institucionales que protejan contra el uso indebido de esta poderosa solución. (Turner, 2013a: 24; véase también White, 2013; Turner, 2013b; Wolf, 2013a). Sin embargo, ninguno de los Gobiernos de las economías avanzadas en crisis ha estado dispuesto a romper el tabú y abandonar su renuencia a la financiación directa de los déficits presupuestarios y a la monetización permanente de la deuda pública, aunque al parecer algunos bancos centrales, entre los que se incluye el Banco de Inglaterra, han considerado recurrir a esta solución.<sup>12</sup>

Muchos estudios han demostrado que sin una política de gran expansión monetaria, en las economías avanzadas afectadas por la crisis la recesión habría sido más grave y el desempleo más elevado.<sup>13</sup> Aunque esto es innegable, dichos estudios no analizan qué habría sucedido con el desempleo y con la producción si se hubieran tomado otras medidas como una reestructuración oportuna y organizada de la deuda, una monetización permanente de la deuda y de los déficits públicos o un mayor gasto público financiado por una progresividad tributaria, en lugar de haber recurrido a las políticas que realmente se adoptaron, las cuales combinaron una ortodoxia tributaria, operaciones de rescate de los acreedores y una política de gran expansión monetaria. Los estudios tampoco examinan cuáles serán los posibles futuros costos resultantes de las vulnerabilidades que ocasionó esta mezcla de políticas.

---

<sup>12</sup> Véase *Financial Times*, «Waiting for Growth. Bank of England must get its Money into the Economy» del 12 de agosto de 2012. En 2011 Bernanke descartó los préstamos directos al Estado y a los Gobiernos locales argumentando que la Reserva Federal tenía una competencia jurídica limitada para ayudar y no se mostraba muy dispuesto a utilizar dicha competencia, véase *Wall Street Journal* «Bernanke Rejects Bailouts» del 8 de enero de 2011.

<sup>13</sup> Véase, por ejemplo, FMI (2013b). Dobbs y otros (2013) presentan un análisis y el efecto de políticas monetarias poco convencionales sobre la distribución y la estabilidad. Un estudio de la Reserva Federal de San Francisco concluyó que la segunda ronda de expansión cuantitativa agregó tan solo 0,13 puntos porcentuales al crecimiento en 2010 y que los mensajes del banco central sobre la orientación de la política monetaria relativos a las tasas de interés dieron más resultados que las compras de activos; véase Curdia y Ferrero (2012). Según un estudio publicado por Reinhart y Rogoff (2014) de 100 crisis bancarias sistémicas en los Estados Unidos y en el resto del mundo, se necesitan ocho años en promedio para recuperar los ingresos per cápita anteriores a la crisis, mientras que en la crisis actual los Estados Unidos han logrado recuperarse por completo en seis años. Sin embargo, en el estudio se dejan de lado los empleos y los salarios y no se plantea la pregunta de de quiénes son los ingresos que aumentan y cuánto aumentan.

#### IV. REPERCUSIONES EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Dado que las economías avanzadas no han logrado recuperarse rápidamente de la crisis ni eliminar sus diferencias de ingresos y de empleos, se han generado perturbaciones comerciales sustanciales y prolongadas en los países en desarrollo, sobre todo en los principales exportadores de productos manufacturados, así como como en países más pequeños con una gran dependencia de los mercados estadounidenses y europeos. Sin embargo, hasta hace poco tiempo el crecimiento en los países en desarrollo había demostrado una resiliencia considerable después de una desaceleración inicial en 2009, lo cual responde a tres factores importantes.

En primer lugar, los países en desarrollo lograron responder con políticas anticíclicas firmes y rápidas sin precedentes, mediante medidas monetarias y presupuestarias, basando su crecimiento cada vez más en la demanda interna. Esto se debió a que durante la expansión precedente se generaron situaciones favorables de la balanza de pagos, de las reservas y de las finanzas públicas (Akyüz, 2012). En segundo lugar, la respuesta a la crisis de China, mediante inversiones masivas en infraestructura y en bienes inmuebles con el objetivo de compensar la reducción de sus exportaciones hacia las economías avanzadas, constituyó un gran impulso para los exportadores de productos básicos. En tercer lugar, a pesar de las protestas ocasionales contra las presiones sobre sus monedas debidas al aumento rápido de la liquidez en las economías avanzadas más importantes, las consecuencias de la política de gran expansión monetaria sobre los países en desarrollo han sido en general positivas. Esto ha desempeñado un papel importante en la recuperación rápida de las corrientes de capital privadas después de la reversión repentina ocasionada por la quiebra de Lehman Brothers, lo cual les permitió a varios países en desarrollo deficitarios ampliar su demanda interna sin hacer frente a limitaciones impuestas por la balanza de pagos.

Sin embargo, no se pudo mantener el impulso. En los países en desarrollo, excepto en China y en algunos otros países, las limitaciones presupuestarias y de la balanza de pagos comenzaron a afectar a la mayoría de los países en desarrollo como resultado del cambio hacia un crecimiento impulsado por la demanda interna, lo que conllevó un ajuste presupuestario.<sup>14</sup> En segundo lugar, China no podía seguir colmando la falta de demanda con inversiones debido a los numerosos problemas creados por las medidas de estímulo implementadas anteriormente, entre las cuales se incluyen una capacidad excedentaria y un sobreendeudamiento. En tercer lugar, las entradas de capitales se han debilitado y se han vuelto muy inestables, como resultado, primero, del agravamiento de la crisis en la zona del euro y, después, de la posibilidad de que la Reserva Federal disminuya gradualmente la compra de bonos. En consecuencia, los países en desarrollo comenzaron a tener más dificultades para mantener un crecimiento fuerte después de la crisis que cuando esta

---

<sup>14</sup> Según Ortiz y Cummins (2013), muchos países en desarrollo adoptaron también una austeridad presupuestaria después de 2010 y se generalizaron los recortes de gasto prematuros.

comenzó. De hecho, de 2011 en adelante perdieron el impulso, por lo cual el crecimiento cayó por debajo de las tasas alcanzadas antes del inicio de la crisis y tras la quiebra de Lehman Brothers.

#### ***IV.1. Perturbaciones y desequilibrios comerciales***

El comercio ha sido el principal circuito de transmisión de los impulsos contraccionistas derivados de la crisis financiera y de la recesión desde los Estados Unidos y Europa hacia los países en desarrollo. Si bien todos los países en desarrollo se han visto afectados directa o indirectamente por la contracción y la ralentización de las importaciones de las economías avanzadas, la incidencia ha variado de país en país, según su dependencia de las exportaciones, la importancia relativa de sus mercados en las economías avanzadas y la proporción de insumos importados en sus exportaciones.<sup>15</sup> Los recortes en las exportaciones de los países en desarrollo hacia los Estados Unidos y Europa también han conllevado una reducción significativa de las importaciones utilizadas tanto para las exportaciones como para la inversión y el consumo internos. Como resultado de estas repercusiones acumuladas, el volumen del comercio mundial disminuyó en la misma medida en que se redujo el volumen de importaciones de las economías avanzadas.

Las perturbaciones comerciales han sido particularmente graves para China debido a su dependencia de las exportaciones a las economías avanzadas. Entre 2002 y 2007, las exportaciones chinas crecieron más de un 25 % por año, lo que representaba un tercio del crecimiento del PIB, teniendo en cuenta los insumos importados en las exportaciones. Los pequeños exportadores asiáticos de productos manufacturados dependían aún más de las exportaciones a las economías avanzadas de manera directa y por medio de la exportación de piezas y componentes a China. Tras el estallido de la crisis en las economías avanzadas, las exportaciones de los países en desarrollo asiáticos se desaceleraron significativamente en 2008 y luego cayeron en 2009, con lo que se convirtieron en un lastre importante para la actividad económica y redujeron el crecimiento entre 5 y 6 puntos porcentuales (Akyüz, 2012). La caída de las importaciones en Europa también ha afectado a África de una manera particularmente significativa debido a sus fuertes vínculos comerciales (FMI 2011, OECD 2012, Massa y otros, 2012).

Las medidas anticíclicas de respuesta en la mayoría de los países importadores de productos básicos, sobre todo en China y en menor medida en la India, desempeñaron un papel importante en la rápida recuperación de los precios de los productos básicos después de una fuerte caída en 2008 (gráfico 5). En China, la sustitución del crecimiento impulsado por las exportaciones por el crecimiento impulsado por la inversión ha conllevado un aumento enorme en las importaciones de productos básicos, dado que las inversiones inmobiliarias y

---

<sup>15</sup> Para obtener más información sobre variaciones en la dependencia de la exportación en los países en desarrollo, véase UNCTAD (2009).

de infraestructura requieren muchos más productos básicos, sobre todo metales, que las exportaciones de productos manufacturados, las cuales dependen en gran medida de la importación de piezas y componentes. Las importaciones de productos primarios por parte de China se duplicaron entre 2009 y 2011, comparado con las importaciones de manufacturas, que se incrementaron alrededor de un 50 %. Durante este mismo periodo, los precios de los metales se multiplicaron por 2,4, con lo que aumentaron mucho más rápidamente que los precios de otros productos primarios. Como resultado de una disminución en el crecimiento de China y de la India después de 2011, los precios de los productos básicos se han estabilizado y, en algunas categorías, como en la de los metales, han disminuido de forma abrupta.

Todo esto ha provocado cambios significativos en la estructura del comercio mundial. Antes de la crisis, el comercio Sur-Sur dependía en gran medida del comercio entre los países en desarrollo y las economías avanzadas. Las importaciones chinas de insumos provenientes de países en desarrollo representaban una gran proporción del comercio Sur-Sur y se utilizaban principalmente, directa o indirectamente, para sus exportaciones de manufacturas a las economías avanzadas (Akyüz, 2012). El cambio de China a un crecimiento impulsado por la inversión ha conllevado que el país importe menos manufacturas y más productos básicos, así como que utilice una mayor proporción de las importaciones para satisfacer la demanda interna. Por esta misma razón, China se ha convertido en el mercado principal para muchos países en desarrollo que dependen de la exportación de productos básicos. Por ejemplo, en 2007, las exportaciones del Brasil a la zona del euro y a los Estados Unidos fueron cuatro veces y dos veces superiores al nivel de sus exportaciones a China respectivamente. En cambio, en la actualidad, las exportaciones brasileñas a China y Europa registran el mismo nivel, y las exportaciones brasileñas a los Estados Unidos representan la mitad de las exportaciones a China.

La crisis no ha eliminado los desequilibrios comerciales y de la balanza de pagos mundiales, sino que los ha redistribuido. En el período anterior a la crisis, los países en desarrollo tenían un superávit total en cuenta corriente de más de 700.000 millones de dólares, mientras que los Estados Unidos y, en menor medida, la zona del euro registraban déficits. Alemania, el Japón y China tenían superávits considerables, ya que basaban su crecimiento en las exportaciones. El PIB crecía más rápidamente que la demanda interna y la participación del consumo privado en el PIB disminuía en los tres países (cuadro 1) (Akyüz, 2011b). Después del inicio de la crisis, la demanda interna en Alemania permaneció baja y su superávit total aumentó rápidamente, con lo cual alcanzó 260.000 millones de dólares o más del 7 % del PIB a finales de 2013 a pesar de una reducción significativa de su superávit con la zona del euro, lo que quiere decir que Alemania registra un superávit creciente frente a al resto del mundo. Esto, junto con los enormes recortes en las importaciones en los países de la periferia europea, ha hecho que la cuenta corriente de la zona del euro pasara de registrar un déficit de 100.000 millones de dólares a un superávit de 300.000 millones de dólares. Por el contrario, el superávit de China bajó del pico del 10 % de PIB alcanzado en 2007 a 2,5 %, lo cual ha sido un factor importante en la caída drástica del superávit de los países en desarrollo,

mientras que el Japón comenzó a registrar déficits comerciales en el segundo semestre de 2013.

#### ***IV.2. Repercusiones financieras y vulnerabilidad en las economías emergentes***

Aunque el aumento de la entrada de capitales privados en las economías emergentes que había comenzado a principio de los años 2000 finalizó con la búsqueda de refugio en activos sin riesgo desencadenada por el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la recuperación fue rápida gracias a las políticas monetarias aplicadas en los Estados Unidos y en Europa, así como a un cambio en la percepción de riesgo en las economías avanzadas (gráfico 6). Entre 2010 y 2012, la entrada de capitales en términos nominales absolutos se encontraba apenas por debajo del máximo alcanzado en 2007. Sin embargo, su porcentaje respecto del PIB del país receptor era mucho más bajo, ya que este pasó del 8 % en 2007 al 4 %. Esta debilidad relativa de la entrada de capitales privados reflejó, en gran medida, las marcadas disminuciones de entradas de capitales hacia las economías emergentes como resultado de las importantes repercusiones que ha tenido la crisis de la zona del euro. En cambio, la entrada neta de capitales en Asia y en América Latina ha excedido los niveles máximos alcanzados en vísperas de la crisis (gráfico 7).

El aumento de la entrada de capitales dio lugar a una fuerte recuperación de los mercados de divisas, valores y bonos de los principales países en desarrollo, los cuales se vieron sometidos a una enorme presión en cuanto comenzaron a manifestarse los efectos de la quiebra de Lehman Brothers. Si bien la mayoría de los países en desarrollo han acogido favorablemente la fuerte recuperación de la entrada de capitales y el auge de los precios de los activos que esta ha generado, muchos de ellos, sobre todo los países en desarrollo en déficit, se han mostrado ambivalentes con respecto a la importante presión al alza que han ejercido sobre los tipos de cambio (gráfico 8). La política de gran expansión monetaria que han aplicado las economías avanzadas ha sido interpretada como una estrategia de empobrecimiento del vecino basada en devaluaciones competitivas, con el fin de impulsar las exportaciones y la recuperación en un contexto de un bajo nivel de demanda interna. El ministro de finanzas del Brasil ha descrito la situación como una «guerra de divisas», mientras que el presidente del Banco de la Reserva de Sudáfrica ha dado a entender que los países en desarrollo se encontraban en medio de un fuego cruzado entre el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal de los Estados Unidos (Marcus, 2012).

La mayoría de los países en desarrollo asiáticos realizaron intervenciones significativas en los mercados de divisas, absorbieron las entradas de capital en forma de reservas e intentaron esterilizar las intervenciones emitiendo deuda pública. Estos países evitaron apreciaciones marcadas de sus monedas. Otros países, en particular los que perseguían objetivos de inflación, como el Brasil, Sudáfrica y Turquía, se abstuvieron de realizar intervenciones significativas, por lo que sus monedas experimentaron apreciaciones

considerables. Sin embargo, dado que las presiones al alza sobre las divisas de los países en desarrollo persistieron, estos países comenzaron a aplicar medidas de control de capitales sin precedentes. En términos generales, este control se realizó no por medio de restricciones directas, sino a través de medidas compatibles con las leyes del mercado, como coeficientes de encaje, impuestos y períodos mínimos de estadía.

Estas medidas se diseñaron para evitar la apreciación de las divisas, más que para impedir la creación de burbujas de activos. En general, no lograron limitar el volumen de entrada de capitales debido a que se hicieron excepciones en varios sectores. En muchos casos, la entrada de capitales cambió su composición y pasó a estar formada por vencimientos a más largo plazo y por tipos de inversión no cubiertos por las medidas. Además, los impuestos y otras restricciones establecidas fueron demasiado débiles como para igualar el margen de arbitraje.

Es cierto que algunos países en desarrollo tienen las manos atadas por tratados bilaterales de inversión (TBI) y tratados de libre comercio (TLC) suscritos con economías avanzadas que prohíben los controles sobre las corrientes de capital. Sin embargo, no fueron las obligaciones internacionales, sino el hecho de que este enfoque se aplicó a medias lo que hizo que no se pudiera gestionar la entrada de capitales de forma eficiente. Por ejemplo, a pesar de no estar sometido a tales obligaciones, el Brasil no pudo evitar la apreciación brusca de su moneda ni el empeoramiento de su situación de pagos externos. Corea, en cambio, logró gestionar la entrada de capitales y evitar las apreciaciones, a pesar de ser miembro de la OCDE, lo cual significa que debe obrar conforme a lo dispuesto en el Código de Liberalización de los Movimientos de Capitales de la OCDE (Chamon y Garcia, 2013; Singh, 2010). De hecho, el won coreano ha sido una de las divisas más débiles del período posterior a la crisis, por lo cual se ha comentado que Corea, junto con el Reino Unido, es el país que ha adoptado la postura más «belicosa» con respecto a la «guerra de divisas» en los últimos cinco años y medio (Ferguson, 2013).

La entrada de capitales en los países en desarrollo se ha debilitado y se ha vuelto muy inestable, como resultado, primero, del agravamiento de la crisis en la zona del euro y, segundo, de la posibilidad de que la Reserva Federal reduzca su compra mensual de bonos en el marco de su tercera ronda de expansión cuantitativa. No obstante, aunque la mayoría de las economías en desarrollo comenzaron a enfriarse después de 2011, en muchas de ellas aumentaron los déficits en cuenta corriente. Por lo tanto, cuando los países en desarrollo más necesitaban capitales extranjeros, la entrada de capitales se volvió más débil e inestable. Esto hizo que se revirtieran las presiones al alza sobre las monedas y los activos en varias economías emergentes. Los controles sobre la entrada de capitales se han desmantelado y las protestas contra la política de gran expansión monetaria de las economías avanzadas se han acallado. Algunos países incluso han introducido medidas para atraer capital extranjero.

La crisis de la zona del euro ha ocasionado un aumento de la aversión mundial al riesgo y una mayor preferencia por activos relativamente seguros. Asimismo, ha afectado

directamente el volumen de las corrientes de capital mundial. Antes de la crisis, Europa era la principal fuente de corrientes de capital brutas hacia el resto del mundo, con un total de 1,6 billones de dólares por año entre 2004 y 2007, una cifra que supera las salidas de capital totales de los Estados Unidos y el Japón juntos. Tras el estallido de la crisis, la salida de capital de Europa cayó significativamente, al registrar apenas 300.000 millones por año entre 2008 y 2011.<sup>16</sup> La crisis de la zona del euro también ha ocasionado una volatilidad a corto plazo y mensual de la entrada de capitales en los países en desarrollo, los cuales se han vuelto cada vez más sensibles a las noticias regionales.

Posteriormente, en 2013, las entradas de capitales también se vieron influenciadas por las declaraciones de los funcionarios de la Reserva Federal de los Estados Unidos relativas a compras de bonos e información financiera estadounidense. Paradójicamente, los datos sobre el crecimiento y el empleo que describen una realidad más desalentadora que la esperada, con frecuencia han dado lugar a un repunte de los mercados de divisas y de activos de las economías emergentes, sobre todo en aquellas que dependen del capital extranjero, dado que esto implica una retirada gradual ulterior y la normalización de las políticas monetarias. Esto muestra que estos países están mucho más expuestos a perturbaciones financieras resultantes de una retirada gradual de la compra de bonos y de un ajuste monetario que a perturbaciones comerciales provenientes de un crecimiento débil en los Estados Unidos.

Las declaraciones de la Reserva Federal emitidas en mayo y en junio de 2013 de que en el tercer trimestre podría comenzar una retirada gradual de la compra de bonos desencadenó un aumento en el rendimiento de bonos del Tesoro a diez años, que pasó de 1,7 % a casi 3 %, así como una disminución considerable de la entrada de capitales en los países en desarrollo. Sin embargo, los datos económicos más débiles publicados posteriormente condujeron a la Reserva Federal a posponer la retirada gradual de la compra de bonos, lo cual dio un impulso a los mercados de activos en prácticamente todo el mundo, así como a las divisas de las economías emergentes. Como se obtuvieron cifras de empleo mensuales relativamente elevadas y aumentaron las preocupaciones relativas a la eficacia y a los riesgos de la expansión cuantitativa, en diciembre de 2013 la Reserva Federal decidió poner fin gradualmente a sus compras mensuales de bonos a lo largo de 2014, comenzando con una reducción modesta de 10.000 millones de dólares en enero. Sin embargo, moderó la retirada gradual señalando que probablemente las tasas de interés no cambiarían demasiado para antes de finales de 2015 (Cassidy, 2013).

En un principio, los mercados financieros reaccionaron de forma positiva ante el fin de la incertidumbre vinculada a la retirada gradual de la compra de activos y ante la certeza de que las tasas de interés de intervención se mantendrían en mínimos históricos por dos años más. Sin embargo, posteriormente, en las primeras semanas de 2014, los mercados de divisas

---

<sup>16</sup> Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), enero de 2012. Véase también Lund y otros (2013) para más información sobre la caída del crédito transfronterizo por parte de los bancos de la zona del euro.

y de valores de varias economías emergentes se han visto bajo una presión significativa, lo cual ha creado temores de una nueva crisis en las economías emergentes. Las balanzas de pagos de la mayoría de las economías emergentes bajo presión han estado en posiciones insostenibles, experimentando grandes déficits en cuenta corriente. Esta rápida regresión ha sido el resultado de una combinación de varios factores, como agitaciones políticas en algunos países y preocupaciones cada vez mayores relativas a la estabilidad y al crecimiento en China. No obstante, una razón clave serían los cambios en las expectativas sobre la velocidad de la retirada gradual de la compra de bonos, impulsada por un crecimiento mayor del esperado en el segundo semestre de 2013, así como por pronósticos optimistas en los Estados Unidos. Es probable que en el futuro inmediato la confusión y la inestabilidad prevalezcan. Incluso si la agitación actual no llega a convertirse en una verdadera crisis, muchas economías emergentes siguen siendo muy vulnerables, sobre todo si la Reserva Federal llegara a pasar de una flexibilización a una restricción cuantitativa y de tasas de interés próximas a cero a tasas de interés de intervención positivas.

La clase de vulnerabilidad que experimentan las economías emergentes ante las perturbaciones financieras de las economías avanzadas ha cambiado perceptiblemente en los últimos diez años, debido a cambios en la naturaleza y en la composición de sus pasivos externos durante los auges de entradas de capitales antes y después de la quiebra de Lehman Brothers (Akyüz, 2011a). Los Gobiernos de las economías emergentes han recurrido cada vez más a mercados internos en vez de a mercados externos para satisfacer sus necesidades de financiación, al abrir los mercados de bonos internos a los no residentes. A finales de 2012, la deuda de los mercados locales de las economías emergentes, incluidas la deuda corporativa y soberana, superó los 9,1 billones de dólares y las tenencias de no residentes aumentaron a un nivel sin precedente de un 26,6 % comparado a un 12,7 % en 2008, un porcentaje que incluso excedía el 40 % en algunas economías emergentes (Banco Mundial, 2013). El aumento de las tasas de interés y la apreciación de divisas en las economías emergentes han desempeñado un papel importante a la hora de atraer extranjeros al mercado de deuda local creando un arbitraje de tasas de interés entre divisas (*carry trade*) muy ventajoso.

Aunque el aumento de la adquisición extranjera de valores en divisas locales ha trasladado los riesgos del tipo de cambio y de las tasas de interés hacia los no residentes y ha reducido la exposición cambiaria de las economías emergentes, la mayor presencia extranjera en los mercados internos también ha consolidado su relación con los mercados financieros internacionales y ha aumentado su vulnerabilidad a las perturbaciones financieras externas. Esto es incluso válido para los países con posiciones en la balanza de pagos y niveles de reservas sólidas, como se vio en Asia después de la quiebra de Lehman Brothers cuando los mercados de activos internos de varios de países descendieron abruptamente. La vulnerabilidad es mayor ahora porque muchos acreedores por operaciones de arbitraje de tasas de interés entre divisas y muchos inversionistas en mercados de deuda locales de economías emergentes están muy apalancados y, por lo tanto, son sensibles a los cambios en las condiciones monetarias de los Estados Unidos.

Por el contrario, desde el inicio de la crisis, las tasas de interés excepcionalmente bajas en las principales economías avanzadas y los diferenciales de riesgo bajos han impulsado a las empresas financieras y no financieras de las economías emergentes a contraer préstamos extranjeros en monedas de reserva, lo cual conllevó una mayor exposición del sector privado a la inestabilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio (Informe sobre la estabilidad financiera mundial del FMI de abril de 2013; Oprita, 2013). Según los datos del BPI, entre 2010 y mediados de 2013, la financiación de deuda externa neta de las economías emergentes alcanzó 1,9 billones de dólares, de los cuales más de 1 billón de dólares eran bonos y el resto préstamos bancarios. La emisión de bonos corporativos durante ese período se elevó a 830.000 millones de dólares. Esta fue realizada principalmente por empresas no financieras, mientras que los bancos de las economías emergentes recurrieron sobre todo a préstamos de bancos internacionales. La emisión neta de bonos por parte de empresas de economías emergentes aún era significativa en el tercer trimestre de 2013 a pesar de la turbulencia creada por las expectativas de una retirada gradual de la compra de bonos por parte de la Reserva Federal (Turner, 2013). A mediados de 2013, las empresas de economías emergentes en centros financieros extraterritoriales emitían más bonos que las empresas de las economías avanzadas (McCauley y otros, 2013).

Por consiguiente, numerosas economías emergentes son muy vulnerables a un ajuste monetario en los Estados Unidos, ya que han acumulado deuda externa privada rápidamente y aumentado la presencia extranjera en sus mercados de bonos internos. Las economías con grandes déficits en cuenta corriente son particularmente vulnerables, puesto que en los últimos años estos déficits se han financiado cada vez más mediante deudas en lugar de entradas de capital destinado a inversiones en acciones.<sup>17</sup> Es cierto que muchos de estos países también han acumulado una gran cantidad de reservas internacionales, pero estas podrían terminarse rápidamente, ya que provienen de entradas de capitales (es decir, son prestadas) y no de superávits en cuenta corriente. Incluso países con posiciones en la balanza de pagos y niveles de reservas sólidos como China pueden verse seriamente afectados por un aumento de las tasas de interés a largo plazo en los Estados Unidos debido al aumento creciente del endeudamiento internacional de sus empresas.<sup>18</sup> Tres de los cinco países del grupo BRICS (el Brasil, la Federación de Rusia, la India, China y Sudáfrica) que los mercados financieros habían identificado hace diez años como los «mercados emergentes» con las perspectivas económicas más optimistas, a saber, el Brasil, la India y Sudáfrica, ahora se encuentran entre los países que Morgan Stanley (Lord, 2013) denominó «cinco Estados frágiles», junto con Turquía e Indonesia, que también estuvieron en expansión en los últimos años.

---

<sup>17</sup> Entre 2009 y 2012 la emisión de bonos privados se multiplicó por 2,5, mientras que la emisión de valores disminuyó. Véase el *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* del FMI de octubre de 2013.

<sup>18</sup> Véase Turner (2013) para más información sobre los canales de la transmisión de los efectos de una interrupción repentina de préstamos internacionales a los sistemas bancarios internos de las economías emergentes.

## V. PERSPECTIVAS A MÁS LARGO PLAZO

Si la recuperación de la Gran Recesión aún es incompleta y frágil las perspectivas a más largo plazo tampoco son demasiado alentadoras. Las probabilidades de que la economía mundial se encauce hacia un crecimiento que sea a la vez estable y sólido son escasas. Un problema sistémico fundamental es la brecha deflacionaria debida al subconsumo ocasionado por la participación de los salarios en el PIB escasa y en declive en todas las principales economías avanzadas, incluso en los Estados Unidos, Alemania y el Japón, al igual que en China (gráfico 9).<sup>19</sup> Hasta la crisis, se logró evitar la amenaza de una deflación mundial gracias al consumo excesivo y al auge del sector inmobiliario, impulsados por las burbujas crediticias y de activos en los Estados Unidos y en otros países de la periferia europea. Muchos países en desarrollo asiáticos, en especial China, también experimentaron burbujas inmobiliarias y de inversión, mientras que el consumo privado aumentó considerablemente en muchos países en desarrollo del resto del mundo, a menudo debido al aumento brusco de las corrientes de capital. Este proceso de expansión impulsada por la deuda creó una fragilidad financiera creciente y desequilibrios de las balanzas de pagos, y desembocó en la Gran Recesión.

La crisis ha producido nuevas fuentes de fragilidad financiera debido a una utilización excesiva de una política de gran expansión monetaria. Asimismo, ha intensificado la tendencia hacia el subconsumo y ha ensanchando la brecha deflacionaria al agudizar las desigualdades tanto en los Estados Unidos como en Europa. Además, no ha eliminado los desequilibrios de la balanza de pagos, sino que los ha redistribuido. De hecho, Alemania ha sustituido a China como centro de desequilibrios mundiales, ya que mantiene controlada la demanda interna y crea una tendencia deflacionaria para la economía mundial en su totalidad, así como para la zona del euro (Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, 2013b).

Las perspectivas mundiales a más largo plazo dependen en gran medida de los Estados Unidos, por la posición central que ocupan en la economía mundial y en el sistema de reservas internacionales. Ahora bien, el crecimiento de los Estados Unidos es frágil. De hecho, se teme una falta de demanda permanente y un estancamiento secular (Summers, 2013; Krugman, 2013). No será fácil para los Estados Unidos basar su crecimiento en los salarios en el futuro cercano.<sup>20</sup> Tampoco podrán recurrir a un crecimiento impulsado por las exportaciones, ya que para ello sería necesario que las exportaciones aumenten más rápidamente que la demanda interna y que la participación del consumo privado en el PIB disminuya. Por consiguiente, el gran interrogante es si los Estados Unidos volverán a lo

---

<sup>19</sup> La financiarización, la contracción en el estado de bienestar y la globalización de la producción son los factores más importantes; véase Stockhammer (2012); véase también Akyüz (2011b).

<sup>20</sup> Para más información sobre el crecimiento impulsado por los salarios, véase Lavoie y Stockhammer (2012).

mismo de siempre y seguirán dependiendo de burbujas crediticias y de activos para alcanzar un crecimiento sólido.<sup>21</sup>

La postura de este país está estrechamente relacionada con su abandono de la política de gran expansión monetaria. Un abandono definitivo implica no solo poner fin a las tasas de intervención de límite cero, sino también hacer que los balances generales de la Reserva Federal vuelvan a la normalidad (reduciéndolos considerablemente y haciendo que sus activos vuelvan a estar formados por bonos del tesoro a corto y mediano plazo). Según lo anunciado, la Reserva Federal inició una retirada gradual de la compra de bonos en enero de 2014. Sin embargo, esto no marca el comienzo de un ajuste monetario, como señaló Bernanke después de la reunión de la Reserva Federal en diciembre de 2013 (Cassidy, 2013). Por un lado, la Reserva Federal se comprometió a mantener las tasas de interés en mínimos históricos durante algún tiempo, incluso aunque la tasa de desempleo caiga por debajo de 6,5%, siempre y cuando la inflación se mantenga baja. Por otro lado, la retirada gradual de la compra de bonos no reduce el nivel de activos a largo plazo en el balance general de la Reserva Federal, sino las compras mensuales. Esto significa que se sigue aplicando una política de gran expansión monetaria. No obstante, los mercados ya han comenzado a considerar factible que se normalice la política monetaria, y esta es la razón principal del aumento de las tasas a largo plazo y de la turbulencia en las economías emergentes.

No es claro cuándo y cómo la Reserva Federal comenzaría a normalizar su balance general. Por una parte, un abandono de la política de gran expansión monetaria demasiado gradual en el cual la Reserva Federal reduzca su tenencia de bonos a largo plazo a medida que estos venzan implicaría que el balance general de la Reserva Federal seguiría inflado y volcado hacia activos a largo plazo por varios años más, debido a los vencimientos a largo plazo de los bonos.<sup>22</sup> Por otra parte, una normalización más rápida de su balance general mediante la liquidación de su tenencia de bonos podía plantear varias dificultades. Según las proyecciones publicadas en un informe reciente del tesoro público de los Estados Unidos, basado en las expectativas de mercado tras un abandono de la política de gran expansión monetaria de la Reserva Federal, una reducción monetaria aplicada desde principios de 2015 podría aumentar la tasa de interés a diez años en 200 puntos básicos para 2018, y la tasa de interés promedio sobre la deuda pública sería de un 4,3 % durante los próximos diez años

---

<sup>21</sup> Según Summers (2013) y Krugman (2013), la brecha deflacionaria y el riesgo del «estancamiento secular» se deben a que las tasas de interés real no se pueden reducir a los niveles (negativos) necesarios para producir el gasto suficiente debido al límite inferior igual a cero en tasas de interés nominales y a la incapacidad de las autoridades monetarias de aumentar la inflación en los mercados de bienes y servicios. Por lo tanto, sostienen que la inflación (burbujas) en mercados de activos puede ser necesaria para acortar la brecha deflacionaria y evitar el «estancamiento secular». Sin embargo, una alternativa sensata sería abordar las causas de la brecha deflacionaria, sobre todo la desigualdad perceptiblemente mayor, el subconsumo y la ortodoxia fiscal. Para consultar una crítica de este crecimiento basado en burbujas, véase Wray (2013).

<sup>22</sup> Según Lenzner (2013), como resultado de cuatro años de expansión cuantitativa, la Reserva Federal ha acumulado 36% de todos los títulos del tesoro con vencimientos de entre cinco y diez años y 40% de bonos del Estado con vencimiento a diez años, así como 25% de todos los valores con respaldo hipotecario que no le pertenecían a Asociación Federal de Crédito Hipotecario ni a la Sociedad Nacional de Préstamos Hipotecarios.

(Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, 2013a). El dólar podría aumentar si las demás economías avanzadas no hacen lo mismo, lo cual podría perjudicar las perspectivas de crecimiento. Además, dicha reducción también podría crear problemas presupuestarios. Las proyecciones realizadas por la Reserva Federal y por otros organismos suponiendo que el abandono de la política de gran expansión monetaria comience en 2015 y que termine entre 2018 y 2019 muestran importantes pérdidas de ingresos y una disminución de las remesas al tesoro público.<sup>23</sup> Esto explica por qué la Reserva Federal no se decide a normalizar su política monetaria. En efecto, es posible que no logre abandonar la política de gran expansión económica sin afectar al mercado y tampoco puede mantenerla sin crear burbujas. Hay mucha incertidumbre al respecto, puesto que no existen muchos precedentes históricos de tasas de interés de límite inferior a cero y de expansión cuantitativa.

Las perspectivas a más largo plazo en la zona del euro son incluso más inciertas y menos optimistas. El desapalancamiento y la recuperación en la periferia europea siguen siendo lentos, y pasarán varios años antes de que muchos países logren recuperar las pérdidas de producción incurridas desde 2008. Aunque los países de la zona del euro eviten mayores turbulencias, no podrían alcanzar un crecimiento muy elevado con el enfoque actual de las políticas. El nivel de crecimiento en la zona del euro antes de la crisis era mediocre, apenas alcanzó el 2 % anual durante el periodo entre 2002 y 2007, lo que, en gran medida, fue el resultado de una expansión impulsada por la deuda en la periferia. El nivel de crecimiento posterior a la crisis podría ser aún más lento.

Los países de la periferia europea no pueden retornar a los gastos excesivos y a los déficits de cuenta corriente elevados que ocasionaron la crisis. Por lo tanto, necesitan un ajuste de la balanza de pagos basado en un aumento de las exportaciones, así como una reestructuración de la deuda. Sin embargo, están circunscritos a una moneda cuyo tipo de cambio nominal escapa a su control. Por consiguiente, si Alemania no modifica significativamente las políticas adoptadas para aumentar la demanda interna y lograr una apreciación del tipo de cambio efectivo real, la única manera de recuperar la competitividad es por medio de recortes salariales. De momento, algunos países de la periferia han alcanzado un cierto nivel de devaluación interna por medio de una contención salarial y de un ajuste de costos laborales unitarios. También lograron mejoras significativas en sus cuentas corrientes como resultado de una contracción económica y de recortes en la inversión privada y en las importaciones (Atoyán y otros, 2013). El nivel de desempleo tendría que mantenerse elevado para que los salarios se mantengan bajo control y para que los costos laborales unitarios sigan disminuyendo. Esto podría encontrar una fuerte oposición a nivel político y social, lo que finalmente llevaría al impago y al abandono de la moneda única.

---

<sup>23</sup> Véase Carpenter y otros (2013) y Greenlaw y otros (2013). Ambos estudios se basan en indicadores de valores de primera clase para estimar las tasas de interés y prevén para los próximos diez años una tasa de interés de alrededor un 5% si se abandona la política de gran expansión monetaria.

Finalmente, el éxito o el fracaso de la mayoría de los países en desarrollo dependen en gran medida de China. La crisis marca el fin de un crecimiento espectacular impulsado por las exportaciones en China. Su respuesta a las repercusiones de la crisis ha permitido reequilibrar la demanda interna y externa, pero ha agravado el desequilibrio entre la inversión y el consumo, el cual ya había empezado a gestarse antes de la crisis. Si bien se ha reconocido el problema del subconsumo y de la baja participación de los salarios de los hogares en el PIB, el reequilibrio de la distribución progresa de manera muy lenta y el consumo solo ha aumentado un poco más rápido que los ingresos. China no puede seguir impulsando las inversiones para cerrar la brecha deflacionaria creada por la ralentización de las exportaciones, ya que ello incrementaría la fragilidad financiera y los desequilibrios internos. Sin embargo, tampoco puede retornar a un crecimiento impulsado por las exportaciones, como antes de la crisis. En efecto, sus socios comerciales se opondrían a ello, lo que podría alterar el sistema comercial.

Es probable que, a mediano plazo, China experimente una caída significativa de su tendencia de crecimiento en comparación con las cifras de dos dígitos que registraba antes de la crisis, junto con un mayor equilibrio entre la demanda interna y externa, y con un restablecimiento gradual del equilibrio entre el consumo interno y la inversión. En realidad, ya se está produciendo una transición hacia un crecimiento más lento y se espera que la tasa de crecimiento disminuya y se sitúe en el 6,5 % entre 2018 y 2022, tras haber registrado cifras de dos dígitos durante tres decenios (Wolf, 2013b). China parece haber aceptado dicha ralentización, lo que se ve reflejado por las declaraciones de su ministro de Finanzas de que un crecimiento de un 6,5 % no sería muy problemático para el país (Bloomberg, 2013).

La transición de China a una trayectoria de crecimiento más lento y un restablecimiento del equilibrio de la demanda interna orientada al consumo requiere que la demanda de productos básicos se incremente más lentamente. Esto significa que China dejaría de ser la fuerza motriz de los exportadores de productos básicos. No solo los países de América Latina, sino también los de África Subsahariana son muy vulnerables a una desaceleración permanente en las inversiones chinas. Según una estimación reciente, un aumento de un punto porcentual en el crecimiento de la inversión interna china conllevaría un aumento promedio de 0,6 puntos porcentuales en el crecimiento de las exportaciones de los países de África Subsahariana. Este efecto es aún mayor en los países ricos en recursos, sobre todo los exportadores de petróleo (Drummond y Liu, 2013). Entre 2002 y 2012 la inversión interna china creció en promedio alrededor de un 13 % anual. Para que se produzca un reequilibrio en China se necesitaría una caída importante en su participación en el PIB. Con ingresos reales que aumentan entre un 6 % y un 7 % por año, para que haya un reequilibrio el crecimiento promedio anual de la tasa de inversión debería reducirse entre siete y ocho puntos porcentuales. Conforme a estas estimaciones, el crecimiento de las exportaciones de los países de África Subsahariana podría reducirse en aproximadamente cinco puntos porcentuales.

Tampoco se puede esperar que China se convierta en la fuerza motriz de los exportadores de manufacturas en el Sur. Puesto que las manufacturas que importa de países en desarrollo se han destinado principalmente a las exportaciones en lugar de al consumo interno, un mayor equilibrio entre las exportaciones y el consumo interno conllevaría una ralentización del crecimiento de las importaciones de partes y piezas de otros países en desarrollo. En cambio, aunque en algunos sectores la producción de uso intensivo de mano de obra poco calificada sí se ha trasladado hacia países en desarrollo asiáticos con salarios bajos mediante la inversión extranjera directa (IED) de China, todavía falta mucho para que el país abandone este tipo de producción de la noche a la mañana y un patrón de desarrollo regional en cuña pueda ganar impulso.

## **VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

El auge rápido del Sur que había comenzado en los primeros años del siglo XXI ha llegado a su fin. Esto no debe resultar sorprendente, ya que el desempeño excepcional de los países en desarrollo en vísperas de la crisis fue impulsado principalmente por condiciones mundiales muy favorables, pero insostenibles. Las perspectivas para la economía mundial son bastante desalentadoras para los países en desarrollo, no solo en comparación con los años anteriores a la crisis, sino en ciertos aspectos en comparación con los comienzos de la crisis.

El desempeño notable de la mayoría de los países en desarrollo durante el decenio pasado corre el riesgo de constituir un «éxito puntual», a menos que estos países aumenten la inversión productiva, aceleren el crecimiento de la productividad, logren avances significativos en materia de industrialización y amplíen sus mercados internos. Pese a que el Sur está cada vez más desilusionado de las políticas del Consenso de Washington estas siguen vigentes en la práctica. En los últimos dos decenios, prácticamente no han cambiado las políticas aplicadas según los principios de ese consenso. Al contrario, la función y los efectos de las fuerzas de mercado mundiales sobre el desarrollo de los países en desarrollo han aumentado considerablemente, ya sea como resultado de la tendencia a la liberalización unilateral constante del comercio, de las inversiones y las finanzas, o bien mediante tratados bilaterales con las economías avanzadas, lo cual ha reducido el margen de maniobra en materia de políticas de los países en desarrollo y los ha hecho más vulnerables a perturbaciones externas.

Los países en desarrollo deben ser tan selectivos con respecto a la globalización como las economías avanzadas; y deben reconsiderar su integración en el sistema económico mundial, reconociendo que el éxito de las políticas no se logra ni mediante la autarquía ni mediante una integración total, sino por medio de una integración estratégica, que se sirva de las finanzas, de los mercados y de la tecnología internacionales con miras al desarrollo. Para alcanzar estos objetivos, se debe encontrar un equilibrio entre las fuerzas de crecimiento externas e internas, así como reducir la dependencia de mercados y capitales extranjeros. También hay que redefinir la función del Estado y de los mercados en todas las esferas claves que afectan el desarrollo, teniendo en cuenta que generalmente no es posible avanzar sin recurrir a la industrialización y que la industrialización no es posible sin políticas activas.

Más allá de estos retos en materia de políticas de larga data, los países en desarrollo también están enfrentando fuertes presiones desestabilizadoras como resultado del ciclo de auge y caída provocado por la política de gran expansión monetaria de las economías avanzadas, sobre todo de los Estados Unidos. Por las razones explicadas anteriormente, es posible que estas presiones aumenten en los próximos meses a través de un ajuste de la liquidez mundial, incrementos en las tasas de interés y una mayor aversión al riesgo; además

de una debilidad prolongada en las economías avanzadas y un comercio internacional poco intenso.

No hay duda de que en varias economías emergentes las políticas aplicadas en los últimos años han aumentado en gran medida los desequilibrios externos y la fragilidad (Akyüz, 2012 y 2013). Muchas economías emergentes que dependían de la exportación de productos básicos no lograron dominar el auge simultáneo de los precios de los productos básicos y de las corrientes de capital que comenzó a principios del siglo XXI y que continuó hasta hace poco, tras una breve interrupción entre 2008 y 2009. Estos y otros países más se han quedado de brazos cruzados mientras una bonanza de divisas extranjeras debilitaba sus industrias y se han dejado llevar por el auge del consumo impulsado por entradas de capitales a corto plazo y por el endeudamiento en el extranjero de sus sectores privados, y han dejado apreciar sus monedas y aumentar sus déficits exteriores. Los muros levantados de prisa, mal y demasiado tarde para contener las entradas de capitales desestabilizadoras no tienen la envergadura necesaria para prevenir que se produzcan desequilibrios y fragilidad financiera.

El FMI, la organización responsable de salvaguardar la estabilidad monetaria y financiera internacional, tampoco logró promover políticas acertadas, ni en las principales economías avanzadas, lo cual generó impulsos desestabilizadores en la economía mundial, ni en las economías emergentes. Además, el FMI ha sido incapaz de identificar acertadamente los motores de expansión en las economías emergentes, proclamando a los cuatro vientos el «auge del Sur» y sosteniendo que las economías emergentes estaban desvinculadas de las economías avanzadas y que se habían convertido en nuevos motores de crecimiento. En consecuencia, subestimó la vulnerabilidad de las economías emergentes a los cambios en las políticas y en las condiciones de las economías avanzadas. Aun cuando estaba claro que las entradas de capitales constituían una gran amenaza a la estabilidad macroeconómica y financiera de las economías emergentes, el consejo del FMI fue evitar controles de capitales en la medida de lo posible e introducirlos solamente como último recurso y de forma temporal.

Las medidas de respuesta a la agudización de la turbulencia financiera y a la mayor restricción de la balanza de pagos que deberían aplicarse en el Sur se parecen en muchos aspectos a las que recomendó este autor a comienzos de la Gran Recesión (Akyüz, 2009). El objetivo principal debe ser proteger los ingresos y el empleo. A los países en desarrollo no se les debe negar el derecho a implementar medidas comerciales legítimas para racionalizar las importaciones mediante restricciones selectivas con el objetivo de asignar las escasas divisas extranjeras que poseen a las áreas más necesitadas, sobre todo con vistas a la importación de bienes intermedios y de inversión y de productos alimentarios.

Las economías emergentes también deben evitar utilizar sus reservas para financiar salidas de capital abundantes y constantes. La experiencia demuestra que, cuando se endurecen las condiciones financieras mundiales, a los países con una deuda externa y un déficit significativos se les hace extremadamente difícil restaurar la «confianza» y volver a

controlar la macroeconomía por el solo hecho de permitir que sus monedas floten libremente y que las tasas de interés aumenten. Tampoco deberían recurrir a préstamos de fuentes oficiales para mantener una cuenta de capital abierta y para estar al día con sus obligaciones ante acreedores e inversionistas extranjeros. Más bien deberían intentar integrar a prestamistas y a inversionistas privados para resolver la crisis de la balanza de pagos y la de la deuda, lo cual puede implicar, entre otras cosas, restricciones cambiarias y moratorias temporales de pagos. El FMI debería apoyar estas medidas cuando sea necesario mediante la concesión de préstamos a países con atrasos.

El FMI no cuenta actualmente con los recursos necesarios para tratar de forma eficiente una contracción brusca en la liquidez internacional que pueda resultar de una restricción monetaria en los Estados Unidos. Ahora bien, podría ser útil asignar grandes cantidades de derechos especiales de giro (DEG) a los países en función de sus necesidades y no de sus cuotas. Sin embargo, los bancos centrales de las economías avanzadas, sobre todo la Reserva Federal de los Estados Unidos, tienen una responsabilidad aún mayor, ya que pueden y deben (habida cuenta de que son los que han generado los impulsos desestabilizadores que ahora amenazan al Sur) actuar como prestamistas casi internacionales de última instancia para las economías emergentes que enfrentan graves problemas de liquidez, a través de créditos recíprocos (acuerdos de *swaps*) o mediante la compra directa de sus bonos del Estado. La Reserva Federal podría comprar a estas economías bonos emitidos internacionalmente para apuntalar sus precios, así como bonos nacionales para proporcionar liquidez; y no hay razón para que otros bancos centrales importantes no hagan lo mismo.

La medida en la cual estas medidas poco convencionales –restricciones cambiarias y moratorias temporales de la deuda, concesión de préstamos a países con atrasos por parte del FMI, una asignación significativa de DEG y búsqueda de apoyo y liquidez para el mercado en los bancos centrales más importantes – deban utilizarse depende sin duda de las circunstancias específicas de cada país. Sin embargo, deben formar parte del conjunto de medidas a disposición de todos los países en desarrollo para responder de forma ordenada a perturbaciones inevitables y para atenuar problemas económicos y sociales indeseados.

El hecho de que las perspectivas de la economía mundial son sombrías se debe en gran medida a que los problemas sistémicos de la estructura económica y financiera mundial que dieron lugar a las crisis más graves de la posguerra siguen sin resolverse. En el documento final de la Conferencia sobre la Crisis Financiera y Económica Mundial y sus Efectos en el Desarrollo de las Naciones Unidas en 2009, se reconoce claramente que «muchas de las principales causas de la crisis están vinculadas a» «los puntos débiles y desequilibrios sistémicos de larga data»; y se propone «reformar y fortalecer la estructura y el sistema financieros internacionales» para reducir la probabilidad de que se produzcan este tipo de crisis (Naciones Unidas, 2009). Además, se señalan las distintas áreas que necesitan reformas sistémicas, como la reglamentación de «los principales centros financieros, las corrientes internacionales de capital y los mercados financieros»; el sistema de reservas internacionales, y, en particular, la función de los DEG; el enfoque internacional a los

problemas de endeudamiento de los países en desarrollo; y los mandatos, las políticas y la gobernanza de las instituciones financieras internacionales. Hasta ahora, la comunidad internacional no ha encontrado una solución definitiva a ninguno de estos problemas. Ahora bien, si pretende evitar crisis financieras recurrentes con repercusiones internacionales graves, deberá volver a poner el tema sobre la mesa.

## BIBLIOGRAFÍA

- 📖 Akyüz, Y. (2006). «From Liberalization to Investment and Jobs: Lost in Translation». Documento de trabajo núm. 74, julio. Departamento de Integración de Políticas, OIT, Ginebra. También en Y. Akyüz, «Liberalization, Financial Instability and Economic Development», Anthem Press, Londres, 2014.
- 📖 Akyüz, Y. (2009). «Medidas de respuesta a la crisis financiera mundial». Documento de investigación núm. 24 del Centro del Sur, mayo. También en Y. Akyüz, «The Financial Crisis and the Global South: A Development Perspective». Pluto Press, Londres.
- 📖 Akyüz, Y. (2011a). «Las corrientes de capital hacia los países en desarrollo desde una perspectiva histórica: ¿Terminará el auge actual en un colapso?» Documento de investigación núm. 37 del Centro del Sur, marzo. También en Y. Akyüz, «The Financial Crisis and the Global South: A Development Perspective». Pluto Press, Londres.
- 📖 Akyüz, Y. (2011b). «Global Economic Prospects: The Recession May be Over but Where Next?» Global Policy, 2(2), mayo.
- 📖 Akyüz, Y. (2012). «¿Se puede hablar de un extraordinario auge del Sur?» Documento de investigación núm. 44 del Centro del Sur, marzo. También en Y. Akyüz, «Liberalization, Financial Instability and Economic Development», Anthem Press, Londres, 2014.
- 📖 Akyüz, Y. (2013). «Los países en desarrollo tras la crisis financiera: después de la tormenta no siempre viene la calma». Documento de investigación núm. 48 del Centro del Sur, junio, Ginebra.
- 📖 Amadeo, K. (2013). «What Was Obama's Stimulus Package?» About.com US Economy, 10 de septiembre. [http://useconomy.about.com/od/candidatesandtheconomy/a/Obama\\_Stimulus.htm?p=1](http://useconomy.about.com/od/candidatesandtheconomy/a/Obama_Stimulus.htm?p=1) (Fecha de último acceso: 10 de noviembre de 2013).
- 📖 Atoyan, R., J. Manning y J. Rahman (2013). «Rebalancing: Evidence from Current Account Adjustment in Europe». Documento de trabajo núm. 13/74 del FMI, Washington, D.C.
- 📖 Baldursson, F. M. y R. Portes (2013). «Capital controls and the Resolution of Failed Cross-Border Banks: The Case of Iceland». Vox, 12 de noviembre. <http://www.voxeu.org/article/iceland-s-capital-controls> (Fecha de último acceso: 23 de noviembre de 2013).
- 📖 Banco Mundial (2013). «Recent developments in local currency bond markets (LCBMs)». Octubre. en.g20russia.ru/load/783687600 (Fecha de último acceso: 8 de noviembre de 2013).
- 📖 Bernanke, B. (2002). «Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here». Observaciones ante el National Economists Club, Washington, D.C. 21 de noviembre, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm> (Fecha de último acceso: 13 de enero de 2013).

- 📖 Bernanke, B. (2013). «Monitoring the Financial System». Discurso en la 49 Conferencia Anual sobre Estructura Bancaria y Competencia auspiciada por el Banco de la Reserva Federal de Chicago, Chicago, Illinois 10 de mayo. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130510a.htm> (Fecha de último acceso: 12 de mayo de 2013).
- 📖 Blanchard, O. y D. Leigh (2013). «Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers», Documento de trabajo núm. 13/1 del FMI, Washington D.C.
- 📖 Blinder, A. S. y M. Zandi (2007). «How the Great Recession was Brought to an End». <http://www.economy.com/mark-zandi/documents/end-of-great-recession.pdf> (Fecha de último acceso: 3 de enero de 2013).
- 📖 Bloomberg (2013). «China Can Endure Growth Slowdown to 6.5%, Finance Chief Says». <http://www.bloomberg.com/news/2013-07-12/china-finance-chief-lou-says-6-5-growth-wouldn-t-pose-problem.html> (Fecha de último acceso: 15 de julio de 2013).
- 📖 Bowers, S. (2013). «Iceland Rises from the Ashes of Banking Collapse». *The Guardian*, 6 de octubre.
- 📖 BPI (2013). «Quarterly Review. International Banking and Financial Market Developments», septiembre.
- 📖 Carpenter, S., J. Ihrig, E. Klee, D. Quinn y A. Boote (2013). «The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A primer and projections». *Finance and Economic Discussion Series*, Junta de la Reserva Federal, Washington D.C., enero. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201301/201301pap.pdf> (Fecha de último acceso: 13 de diciembre de 2013).
- 📖 Cassidy, J. (2013). «Bernanke Takes away the M and Ms but Leaves the Snickers Bars». *The New Yorker*, 18 de diciembre. <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2013/12/what-did-the-fed-do-whats-a-taper-and-is-ben-bernanke-a-genius-or-an-idiot.html> (Fecha de último acceso: 20 de diciembre de 2013).
- 📖 Cohen, D. (2013). «Resilient Job Market Puts FED Tapering Back on Table». Brookings on Job Numbers. [www.brookings.edu/blogs/jobs/posts/2013/11/08-resilient-job-market-fed-tapering-cohen](http://www.brookings.edu/blogs/jobs/posts/2013/11/08-resilient-job-market-fed-tapering-cohen) (Fecha de último acceso: 9 de noviembre de 2013).
- 📖 Comentarios realizados en el simposio de investigación auspiciado por el Banco de la Reserva Federal de San Luis, San Luis, Missouri [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20130207a.pdf](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20130207a.pdf) (Fecha de último acceso: 12 de octubre de 2013).
- 📖 Conference Board (2013). «The Conference Board Economic Forecast for the US Economy», 13 de marzo. [https://hcxchange.conference-board.org/pdf\\_free/economics/2013\\_03\\_131.pdf](https://hcxchange.conference-board.org/pdf_free/economics/2013_03_131.pdf) (Fecha de último acceso: 18 de marzo de 2013).
- 📖 Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) (1988), *Informe sobre el comercio y el desarrollo* (TDR). Naciones Unidas: Ginebra.

- 📖 Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) (2009). «Global economic crisis: implications for trade and development Report» por la secretaría de UNCTAD, TD/B/C.I/CRP.1. 7 de mayo.
- 📖 Curdia, V. y A. Ferrero (2012). «How Stimulatory are Large-Scale Asset Purchases?» *Economic Letter*, Banco de la Reserva Federal de San Francisco, agosto de 2013- 22.
- 📖 Chamon, M. y M. Garcia (2013). «Capital Controls in Brazil: Effective?» Documento de debate núm. 606 de la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro. Enero de 2013.
- 📖 De Grauwe, P. (2010). «Fighting the Wrong Enemy». *Vox*, 19 de mayo. <http://www.voxeu.org/article/europe-s-private-versus-public-debt-problem-fighting-wrong-enemy> (Fecha de último acceso: 24 de septiembre de 2012).
- 📖 Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2013a). Informe del ejercicio presupuestario 2013 para el segundo trimestre. Oficina de la Deuda Pública. «Treasury Borrowing Advisory Committee Discussion Charts by Calendar Year.2013 Second Quarter». <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/quarterly-refunding/Pages/TBAC-Discussion-Charts.aspx> (Fecha de último acceso: 10 de mayo de 2013).
- 📖 Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2013b). «Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies». Oficina de Asuntos Internacionales, 30 de octubre. [www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2013-10-30\\_FULL%20FX%20REPORT\\_FINAL.pdf](http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/2013-10-30_FULL%20FX%20REPORT_FINAL.pdf) (Fecha de último acceso: 8 de noviembre de 2013).
- 📖 Dobbs, R., S. Lund, T. Koller y A. Shwayder (2013). «QE and Ultra-low Interest Rates: Distributional Effects and Risks». McKinsey Global Institute, noviembre. [http://www.mckinsey.com/insights/economic\\_studies/qe\\_and\\_ultra\\_low\\_interest\\_rates\\_distributional\\_effects\\_and\\_risks](http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/qe_and_ultra_low_interest_rates_distributional_effects_and_risks) (Fecha de último acceso: 15 de noviembre de 2013).
- 📖 Drummond, P. y E. X. Liu (2013). «Africa's Rising Exposure to China: How Large Are Spillovers Through Trade?» Documento de trabajo núm. 13/250 del FMI, noviembre.
- 📖 Ferguson, N. (2013). «Currency wars are best fought quietly». *Financial Times*, artículo de opinión, 25 de enero. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cdc80aa0-6638-11e2-b967-00144feab49a.html#axzz2PDTzy8AU> (Fecha de último acceso: 23 de marzo de 2013).
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2011). «Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issues». Informe de países núm. 11/185, julio. Washington, D.C.
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2012). Informe sobre efectos de contagio de 2012. 9 de julio, Washington, D.C.

- 📖 Fondo Monetario Internacional (2013a). «Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangements». Informe de países núm. 13/156, junio.
- 📖 Fondo Monetario Internacional (2013b). «Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policy». Documento de política, 7 de octubre, Washington D.C.
- 📖 Fontevecchia, A. (2013). «Janet Yellen: No Equity Bubble, No Real Estate Bubble, And No QE Taper Yet». Forbes, 14 de noviembre. <http://www.forbes.com/sites/afontevecchia/2013/11/14/janet-yellen-no-equity-bubble-no-real-estate-bubble-and-no-qe-tapering-yet/> (Fecha de último acceso: 23 de noviembre).
- 📖 Giles, C. (2013). «IMF changes tune on global economic assessment». *Financial Times*, 4 de septiembre.
- 📖 Greenlaw, D., J.D. Hamilton, P. Hooper y F.S. Mishkin (2013). «Crunch Time: Fiscal Crises and the Role of Monetary Policy». 29 de julio. [http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/USMPF13\\_final.pdf](http://dss.ucsd.edu/~jhamilto/USMPF13_final.pdf) (Fecha de último acceso: 13 de diciembre de 2013).
- 📖 Griffith, J. (2012). «Bipartisan Bill Pushes Shared Appreciation Principal Reductions», Centre for American Progress, 12 de junio. [www.americanprogress.org/issues/housing/news/2012/06/12/11806/bipartisan-bill-pushes-shared-appreciation-principal-reductions/](http://www.americanprogress.org/issues/housing/news/2012/06/12/11806/bipartisan-bill-pushes-shared-appreciation-principal-reductions/) (Fecha de último acceso: 12 de junio de 2013).
- 📖 Gros, D. (2011). «External versus domestic debt in the euro crisis». 24 de mayo. [www.voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis](http://www.voxeu.org/article/external-versus-domestic-debt-euro-crisis) (Fecha de último acceso: 2 de marzo de 2013).
- 📖 Hamilton Project (2013). «Closing the Jobs Gap». [http://www.hamiltonproject.org/jobs\\_gap/](http://www.hamiltonproject.org/jobs_gap/) (Fecha de último acceso: 10 de diciembre de 2013).
- 📖 Herndon, T., M. Ash y R. Pollin (2013). «Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff». Documento de trabajo núm. 322 del Instituto de Investigación de Economía Política (PERI), de la Universidad de Massachusetts, Amherst, 15 de abril.
- 📖 Higgins, A. (2013). «Cyprus Bank's Bailout Hands Ownership to Russian Plutocrats». *The New York Times*, 21 de agosto.
- 📖 IFI (Instituto de Finanzas Internacionales) (varios números). «Capital Flows to Emerging Market Economies». <http://www.iif.com/>.
- 📖 *Informe sobre la estabilidad financiera mundial* del Fondo Monetario Internacional (varios números). Washington, D.C.
- 📖 Krugman, P. (2013). «Secular Stagnation, Coalmines, Bubbles, and Larry Summers». *The New York Times*, artículo de opinión, 16 de

- noviembre. [http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?\\_r=0#more-35994](http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/?_r=0#more-35994) (Fecha de último acceso: 18 de noviembre de 2013).
- 📖 Kuttner, R. (2013). «Debtors' Prison: The Politics of Austerity versus Possibility». Alfred A. Knopf, Nueva York.
- 📖 Lapavistas, C., A. Kaltenbrunner, G. Lambrinidis, D. Lindo, J. Meadway, J. Michell, J.P. Paineira, E. Pires, J. Powell, A. Stenfors y N. Teles (2010). «The Eurozone between Austerity and Default», Informe ocasional de la red Research on Money and Finance, septiembre. <http://politicaleconomy.ie/wp-content/uploads/2012/10/RMF-Eurozone-Austerity-and-Default.pdf> (Fecha de último acceso: 12 de enero de 2013).
- 📖 Lavoie, M. y E. Stockhammer (2012). «Wage-led growth: Concept, theories and policies». Serie *Condiciones de Trabajo y Empleo* núm. 41, OIT, Ginebra.
- 📖 Lenzner, R. (2013). «I Bet You Didn't Know The FED Owns 40% of All Treasuries Over 5 Years in Maturity». *Forbes*, 25 de noviembre. [www.forbes.com/sites/robertlenzner/2013/11/25/the-fed-has-been-cornering-the-treasury-market-for-the-past-four-years/](http://www.forbes.com/sites/robertlenzner/2013/11/25/the-fed-has-been-cornering-the-treasury-market-for-the-past-four-years/) (Fecha de último acceso: 17 de diciembre de 2013).
- 📖 Lord, J. (2013). «EM Currencies: The Fragile Five». Morgan Stanley Research, 1 de agosto. <http://www.morganstanleyfa.com/public/projectfiles/dce4d168-15f9-4245-9605-e37e2caf114c.pdf>. (Fecha de último acceso: 30 de octubre de 2013).
- 📖 Lund, S., T. Daruvala, R. Dobbs, P. Härle, J-H. Kwek y R. Falcón (2013). «Financial Globalization. Retreat or Reset». Marzo. [http://www.mckinsey.com/insights/global\\_capital\\_markets/financial\\_globalization](http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/financial_globalization) (Fecha de último acceso: 25 de marzo de 2013).
- 📖 Marcus, G. (2012). «Consider the small nations caught in the central bank crossfire». *Financial Times*, 3 de mayo.
- 📖 Massa, I., J. Keane y J. Kennan (2012). «The euro zone crisis and developing countries». Documento de trabajo núm. 345, Instituto de Desarrollo de Ultramar, Londres.
- 📖 McCauley, R.N., C. Upper y A. Villar (2013). «Emerging market debt securities in offshore centres». Revisión trimestral del BIS, septiembre, pág. 22a 23.
- 📖 Naciones Unidas (2009). Resolución aprobada por la Asamblea General el 9 de julio de 2009. Documento final de la Conferencia sobre la crisis financiera y económica mundial y sus efectos en el desarrollo, A/RES/63/303.
- 📖 Oprita, A. (2013). «IMF warns on emerging markets corporate debt». Emerging Markets. 17 de abril. <http://www.emergingmarkets.org/Article/3192541/IMF-warns-on-emerging-markets-corporate-debt.html> (Fecha de último acceso: 4 de mayo de 2013).
- 📖 Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2012). *Perspectivas económicas* núm. 92, noviembre, París.

- 📖 Ortiz, I. y P. Cummings (2013). «The Age of Austerity – A Review of Public Expenditures and Adjustment Measures in 181 Countries». Documento de Investigación de la Iniciativa para el Diálogo de Políticas Públicas y el Centro del Sur, marzo.
- 📖 Palley, T.I. (2013). «Europe's Crisis without End: The Consequences of Neoliberal Run Amok». Instituto de Macroeconomía e Investigación Coyuntural (IMK), Documento de trabajo núm. 111, Dusseldorf, Alemania.
- 📖 *Perspectivas de la Economía Mundial* del Fondo Monetario Internacional (varios números). Washington, D.C.
- 📖 Piketty, T., E. Saez, y S. Stantcheva (2011). «Taxing the 1%: Why the Top Tax Rate Could be Over 80%». Vox, 8 de diciembre. <http://www.voxeu.org/article/taxing-1-why-top-tax-rate-could-be-over-80> (Fecha de último acceso: 2 de diciembre de 2013).
- 📖 Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2010). «Growth in a Time of Debt». Documento de trabajo núm. 15639 de la Oficina Nacional de Investigaciones Económicas.
- 📖 Reinhart, C.M. y K.S. Rogoff (2014). «Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes». *American Economic Review Papers and Proceeding*, mayo.
- 📖 Reuters (2012). «IMF chief economist says crisis will last a decade». 3 de octubre. [www.reuters.com/assets/print?aid=USL6E8L34VH20121003](http://www.reuters.com/assets/print?aid=USL6E8L34VH20121003) (Fecha de último acceso: 6 de octubre de 2012).
- 📖 Reuters (2013). «Too few European Banks Have Been Wound Down – EBA's Enria», 18 de noviembre. <http://uk.reuters.com/article/2013/11/18/uk-europe-banks-idUKBRE9AH05X20131118> (Fecha de último acceso: 19 de noviembre de 2013).
- 📖 Roubini, N. (2013). «The Trapdoors at the FED's Exit». *Economonitor*, 29 de abril. [www.economonitor.com/blog/2013/04/the-trapdoors-at-the-feds-exit/](http://www.economonitor.com/blog/2013/04/the-trapdoors-at-the-feds-exit/) (Fecha de último acceso: 30 de abril de 2013).
- 📖 Saez E. (2012). «Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States». (Actualizado con estimaciones de 2009 y 2010), 2 de marzo. <http://elsa.berkeley.edu/~saez/saez-USstopincomes-2011.pdf> (Fecha de último acceso: 4 de marzo de 2013).
- 📖 Singh, K. (2010). «Financial Crisis Conducive to Instability of Asia's Currency Markets: South Korea Imposes Currency Controls». <http://www.globalresearch.ca/financial-crisis-conducive-to-instability-of-asia-s-currency-markets-south-korea-imposes-currency-controls/19857> (Fecha de último acceso: 25 de junio de 2010).
- 📖 Sinn, H-W. (2011). «Germany's capital exports under the euro». Vox, 2 de agosto. [www.voxeu.org/article/germany-s-capital-exports-under-euro](http://www.voxeu.org/article/germany-s-capital-exports-under-euro) (Fecha de último acceso: 24 de septiembre de 2012).
- 📖 *Situación y perspectivas de la economía mundial* (WESP) de las Naciones Unidas (2013), Nueva York, enero.

- 📖 Stein, J.C. (2013). «Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses».
- 📖 Stiglitz, J.E. (2013). «Inequality Is Holding Back the Recovery». *The New York Times* Opinionator, 19 de enero. <http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/> (Fecha de último acceso: 3 de marzo de 2013).
- 📖 Stockhammer, E. (2012). «Why have wage shares fallen? A panel analysis of the determinants of functional income distribution». Serie *Condiciones de Trabajo y Empleo* núm. 35, OIT, Ginebra.
- 📖 Summers, L.H.(2013). Foro Económico del FMI. «Policy Responses to Crises», Washington, D.C. 8 de noviembre. <http://larrysummers.com/video/> (Fecha de último acceso: 21 de noviembre de 2013).
- 📖 Turner, A. (2013a).«Debt, Money and Mephistopheles: How do we get out of this Mess?» Discurso anual, Cass Business School, 6 de febrero. <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2013/0206-at> (Fecha de último acceso: 14 de febrero de 2013).
- 📖 Turner, A. (2013b). «Overt Monetary finance and Crisis Management».Project Syndicate, 10 de agosto.[www.project-syndicate.org/print/overt-monetary-finance-and-crisis-management-by-adair-turner](http://www.project-syndicate.org/print/overt-monetary-finance-and-crisis-management-by-adair-turner) (Fecha de último acceso: 23 de agosto de 2013).
- 📖 Turner, P. (2013). «The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs». Documento presentado ante la XXXVIII Reunión de la red de Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington, D.C. del 9 al 10 de octubre.
- 📖 Warren, E. (2013). «Americans for Financial Reform and the Roosevelt Institute», discurso pronunciado en el Roosevelt Institute, Washington, D.C. el 12 de noviembre. [www.warren.senate.gov/files/documents/AFR%20Roosevelt%20Institute%20Speech%202013-11-12.pdf](http://www.warren.senate.gov/files/documents/AFR%20Roosevelt%20Institute%20Speech%202013-11-12.pdf) (Fecha de último acceso: 14 de noviembre de 2013).
- 📖 Weisbrot, M. y H. Jorgensen (2013). «Macroeconomic Policy Advice and the Article IV Consultations: A European Union Case Study». Center for Economic Policy Research, enero.
- 📖 White, W. (2013). «Overt Monetary Financing (OMF) and Crisis management Project Syndicate», 12 de junio.[www.project-syndicate.org/print/overt-monetary-financing--omf--and-crisis-management](http://www.project-syndicate.org/print/overt-monetary-financing--omf--and-crisis-management) (Fecha de último acceso: 23 de agosto de 2013).
- 📖 White, W.R.(2012) «Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute». Documento de trabajo núm. 126, septiembre. <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>(Fecha de último acceso: 8 de febrero de 2013).
- 📖 Wolf, M. (2013a). «The Case for Helicopter Money». *Financial Times*, 12 de febrero.

- 📖 Wolf, M. (2013b). «Why China's economy might topple». *Financial Times*, 2 de abril.
- 📖 Wray, L.R. (2013). «Bow down to the Bubble: Larry Summerian Endorses Bubbleonian Madness and Paul Krugman Embraces the Hansenian Stagnation Thesis». *New Economic Perspectives*, 21 de noviembre. <http://neweconomicperspectives.org/2013/11/bow-bubble-larry-summerian-endorses-bubbleonian-madness-paul-krugman-embraces-hansenian-stagnation-thesis.html> (Fecha de último acceso: 22 de noviembre de 2013).
- 📖 Yellen, J.L. (2013a). «A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response». Comentarios realizados en la conferencia "A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity", auspiciada por la AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung, y el Instituto de Macroeconomía e Investigación Coyuntural de Washington, D.C., 11 de febrero. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130211a.htm> (Fecha de último acceso: 14 de febrero de 2013).
- 📖 Yellen, J.L. (2013b). Discurso en la conferencia «Rethinking Macro Policy II», auspiciada por el Fondo Monetario Internacional. 16 de abril, Washington, D.C. Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20130416a.htm> (Fecha de último acceso: 19 de abril de 2013).

### Cuadro 1: PIB, demanda interna y cuenta corriente en los principales países con superávit

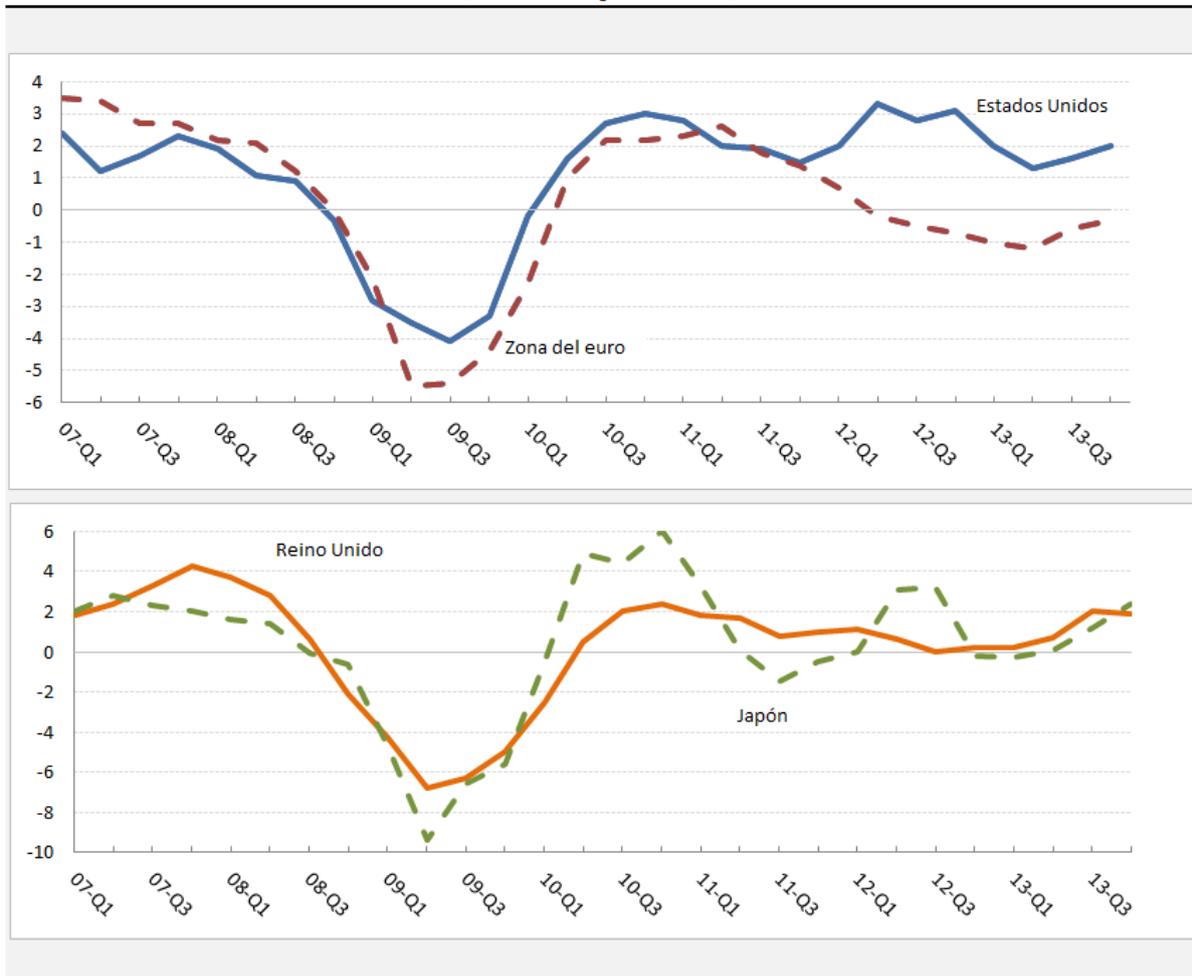
(Variación anual en porcentaje, salvo que se indique otra cosa)

	2004-07	2010	2011	2012	2013
<b>Alemania</b>					
Crecimiento del PIB	2.2	3.9	3.4	0.9	0.4
Demanda interna	1.1	2.4	2.8	-0.3	0.7
Consumo (privado)	0.5	1.0	2.3	0.8	0.9
Cuenta corriente (% del PIB)	5.9	6.3	6.2	7.0	7.0
<b>Japón</b>					
Crecimiento del PIB	1.9	4.7	-0.6	2.0	1.8
Demanda interna	1.1	2.9	0.3	2.8	1.9
Consumo (privado)	1.2	2.8	0.4	2.3	1.8
Cuenta corriente (% del PIB)	4.0	3.7	2.0	1.0	0.9
<b>China</b>					
Crecimiento del PIB	12.1	10.4	9.3	7.8	7.7
Demanda interna	10.3*	10.6	10.2	8.4	8.3
Consumo (total)	8.8*	9.2	11.0	8.4	11.5
Cuenta corriente (% del PIB)	7.1	4.0	1.9	2.3	2.3

**Fuente:** Estimaciones del Centro del Sur basadas en la base de datos de las *Perspectivas de la economía mundial* del FMI; Informe del FMI: Informe sobre la consulta del artículo IV con la República Popular China; Eurostat; *Perspectivas económicas* de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE); y la Oficina Nacional de Estadística de China.

\* Promedio de 2005 a 2007

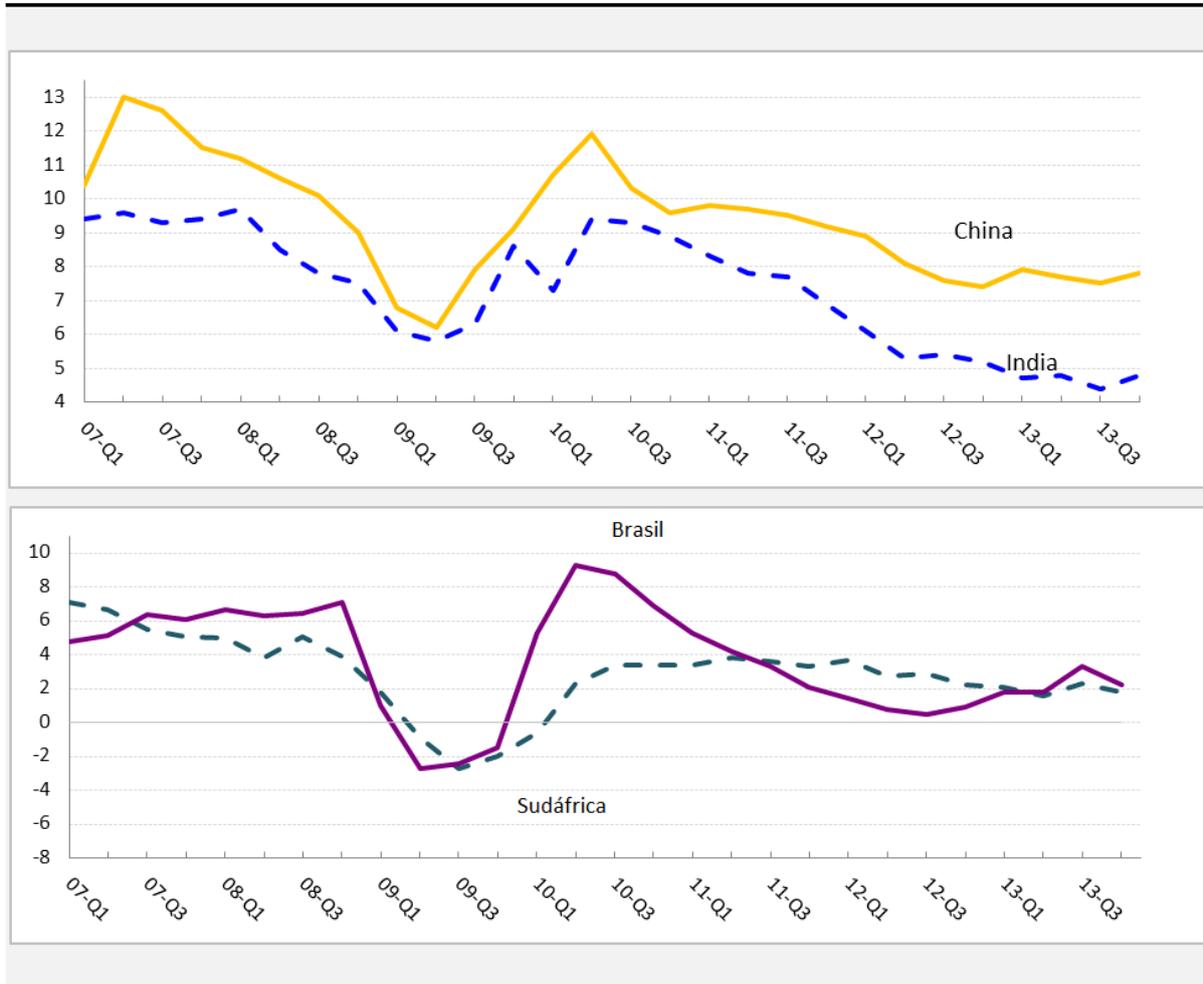
**Gráfico 1: Crecimiento del PIB en las economías avanzadas más importantes**  
(Variaciones porcentuales)



**Fuente:** TradingEconomics (<http://www.tradingeconomics.com>).

**Nota:** Datos trimestrales.

**Gráfico 2: Crecimiento del PIB en los países en desarrollo más importantes**  
(Variaciones porcentuales)

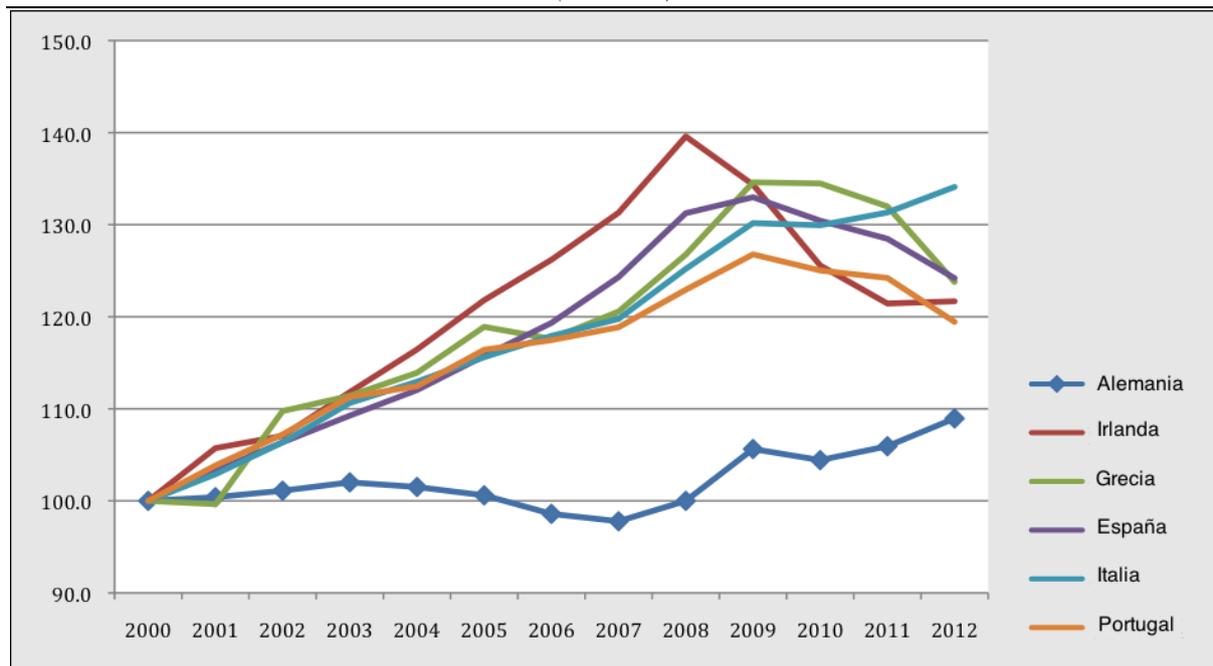


**Fuente:** TradingEconomics (<http://www.tradingeconomics.com>).

**Nota:** Datos trimestrales.

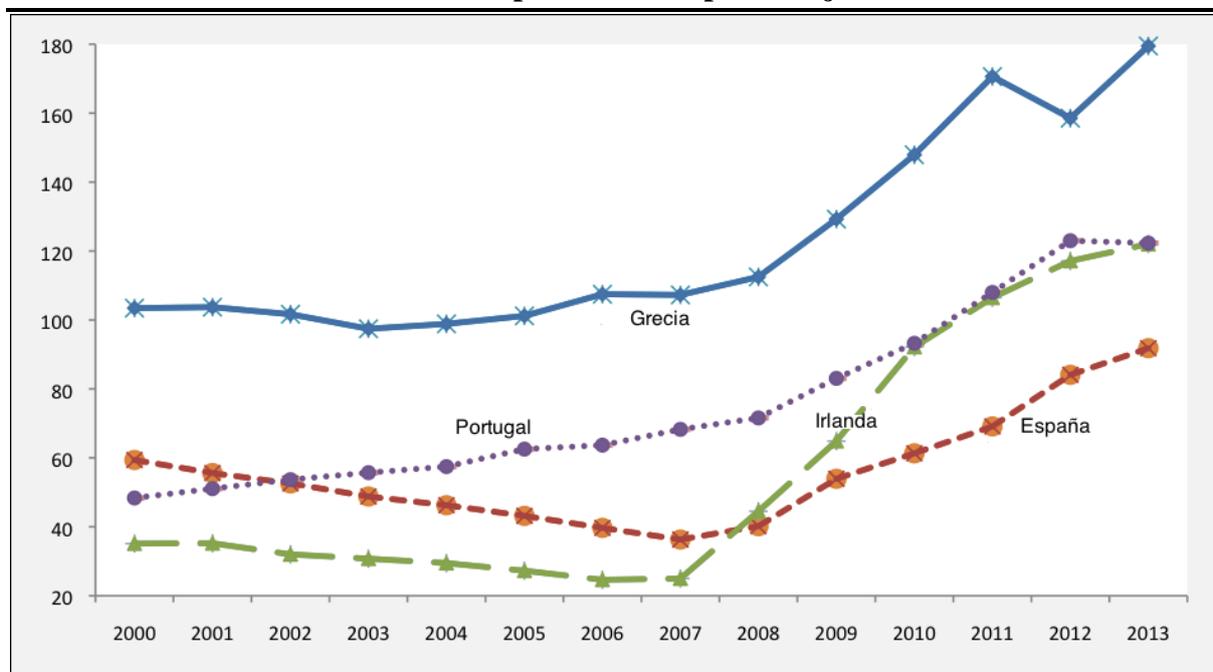
**Gráfico 3: Costos laborales unitarios en la zona del euro**

(2000=100)



Fuente: Eurostat.

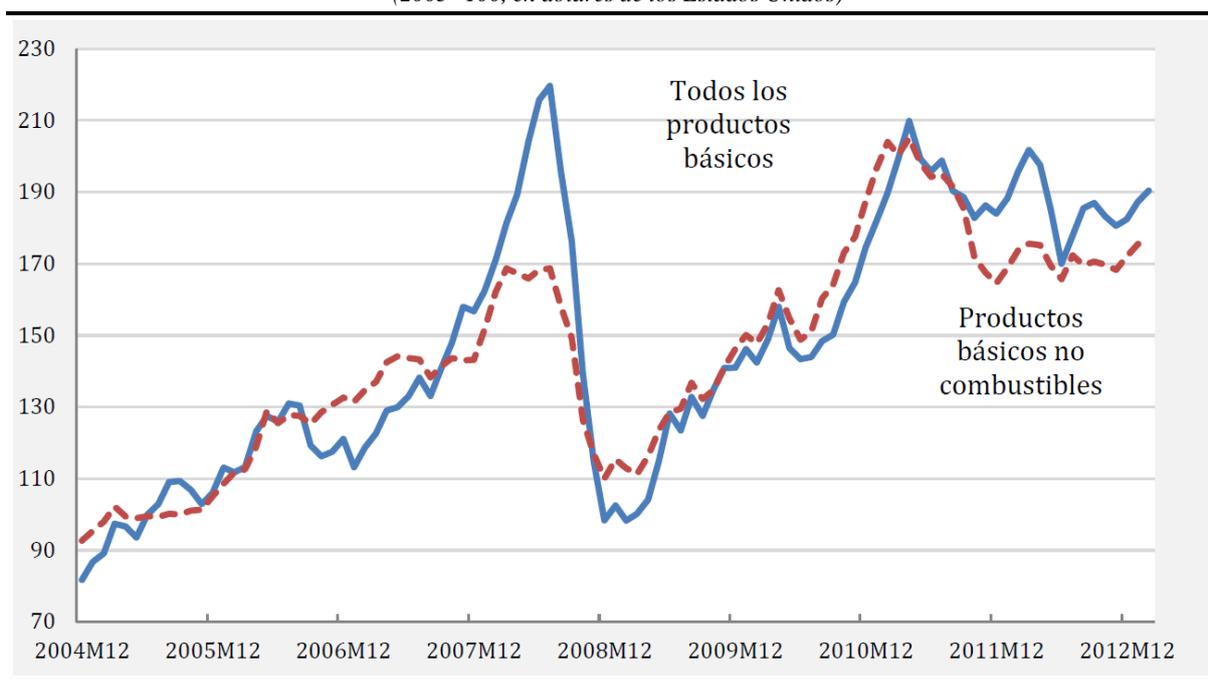
**Gráfico 4: Deuda pública como porcentaje del PIB**



Fuente: Base de datos del Monitor Fiscal del FMI (octubre de 2013).

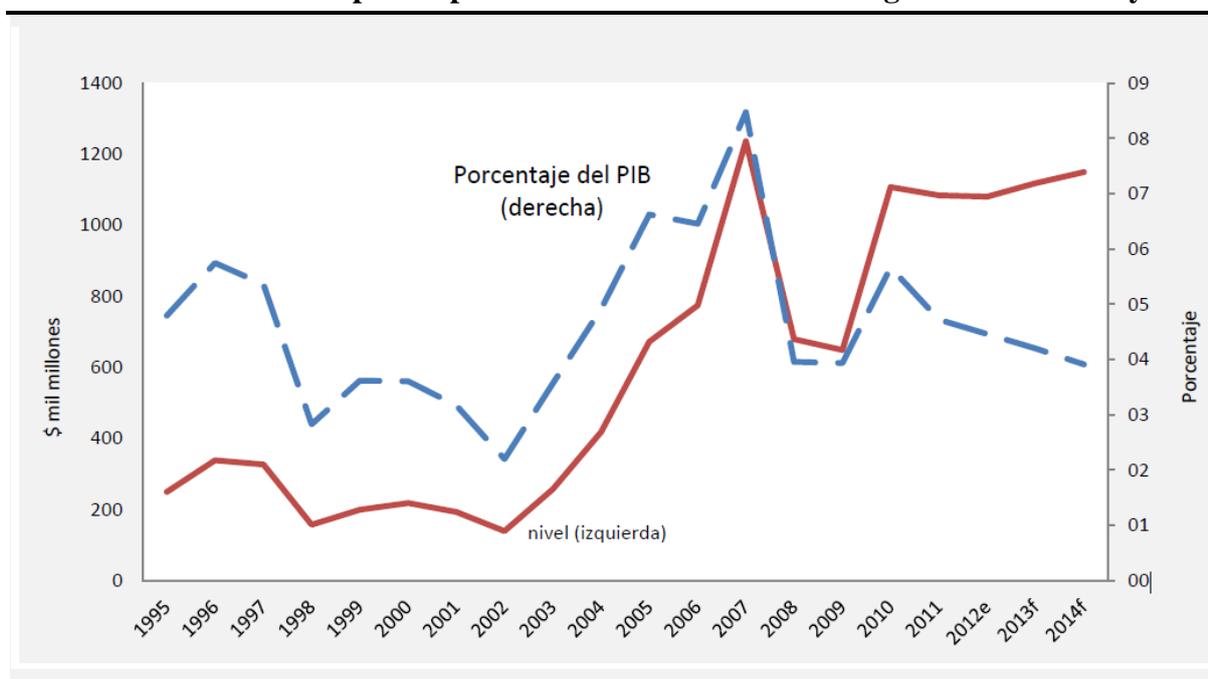
**Gráfico 5: Precios de productos básicos: de diciembre de 2004 a diciembre de 2013**

(2005=100, en dólares de los Estados Unidos)



**Fuente:** Base de datos del índice de precios de los productos básicos del FMI.

**Gráfico 6: Entrada de capitales privados en las economías emergentes entre 1995 y 2014**

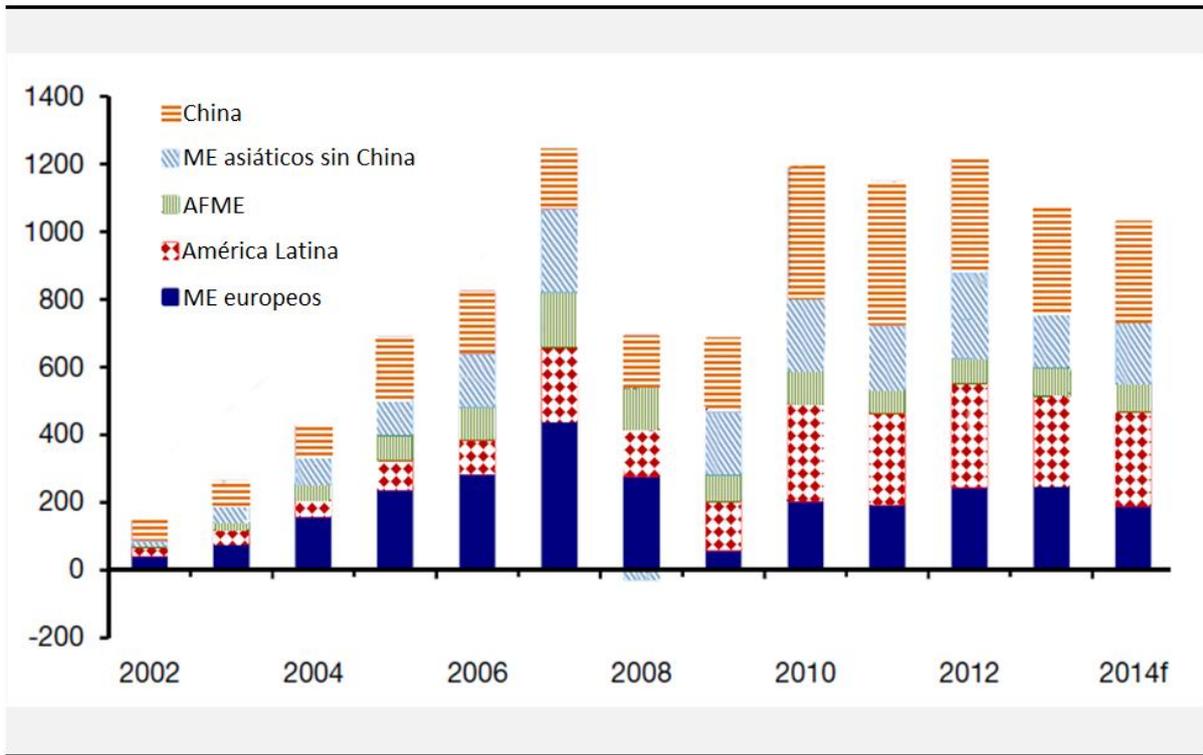


**Fuente:** Instituto de Finanzas Internacionales (octubre de 2013).

**Nota:** f = previsión del Instituto de Finanzas Internacionales, e = estimación.

### Gráfico 7: Entrada de capitales privados en las economías emergentes por región

(Miles de millones de dólares de los Estados Unidos)



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (octubre de 2013).

Nota: f = previsión del Instituto de Finanzas Internacionales, ME = mercados emergentes, AFME = África y Oriente Medio

### Gráfico 8: Tipos de cambio nominales en determinadas economías

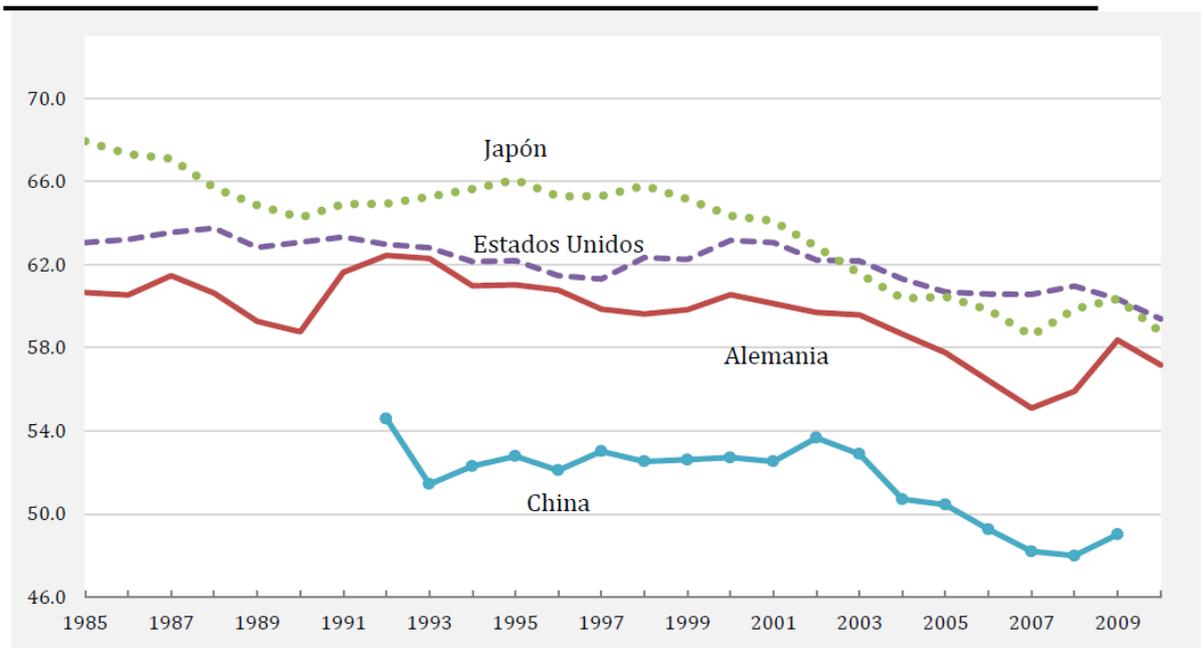
(Periodo promedio =100)



Fuente: OANDA (<http://www.onada.com>).

Nota: dólar de los Estados Unidos por unidad de moneda nacional.

**Gráfico 9: Participación de los salarios en el PIB (%) entre 1985 y 2010**



**Fuente:** Eurostat y *anuario estadístico de China*.





# **CENTRO DEL SUR**

**Chemin du Champ d'Anier 17  
PO Box 228, 1211 Ginebra 19  
Suiza**

**Teléfono: (41 22) 791 8050  
Fax: (41 22) 798 8531  
Email: [south@southcentre.int](mailto:south@southcentre.int)**

**Sitio Web:  
<http://www.southcentre.int>**