COORDINADORES
Alfonso Novales Cinca
Ramón Casilda Béjar

EXPERIENCIAS Y ENSEÑANZAS DE LAS CRISIS ECONÓMICAS

EUROPA Y AMÉRICA LATINA

CURSO DE VERANO 2013
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FUNDACIÓN RAMÓN ARECES

Experiencias y enseñanzas de las crisis económicas: Europa y América Latina

Curso de Verano 2013
Universidad Complutense de Madrid

Alfonso Novales Cinca
Ramón Casilda Béjar
(Coordinadores)

Experiencias y enseñanzas de las crisis económicas: Europa y América Latina

Curso de Verano 2013
Universidad Complutense de Madrid

FUNDACION RAMON ARECES

Reservados todos los derechos.

Ni la totalidad ni parte de este libro puede reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico o mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación, sin permiso escrito de Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A.

© EDITORIAL CENTRO DE ESTUDIOS RAMÓN ARECES, S.A.
Tomás Bretón, 21 – 28045 Madrid
Teléfono: 915 398 659
Fax: 914 681 952
Correo: cerasa@cerasa.es
Web: www.cerasa.es

© FUNDACIÓN RAMÓN ARECES
Vitruvio, 5 – 28006 MADRID
www.fundacionareces.es

Diseño de cubierta: Omnívoros Marketing y Comunicación

Depósito legal: M-8577-2014

Impreso por:
ANEBRI, S.A.
Antonio González Porras, 35–37
28019 MADRID

Impreso en España / Printed in Spain

ÍNDICE

PRÓLOGO 9

I. INTRODUCCIÓN

La crisis europea desde una perspectiva comparada (José Antonio Ocampo) 15

II. LOS ACUERDOS INTERNACIONALES DE POLÍTICA ECONÓMICA

El Consenso de Washington: veinticinco años después (Ramón Casilda Béjar) 27

El consenso de Washington y el tratado de Maastricht: ¿una defensa ante los *sudden stops*? (Pilar L'Hotellerie-Fallois) 45

III. LAS CRISIS EN AMÉRICA LATINA

Crisis y programas de ajuste en América Latina (Marisol de Francisco) 65

América Latina: desafíos y vulnerabilidades tras una década dorada (Sebastián Sosa) 81

IV. LAS CRISIS EN EL ÁREA EURO

Naturaleza y causas de la crisis del euro (José Carlos Díez) 99

La crisis de la Unión Europea (Rafael Doménech) 113

La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis (José Luis Malo de Molina) 137

Crisis en la Eurozona. Seis años después (Emilio Ontiveros) 155

V. LECCIONES DE LAS CRISIS

La crisis de deuda en América Latina: enseñanzas para Europa (José Antonio Alonso) 169

Lecciones de las crisis latinoamericanas para la crisis del área euro y algunas de las crisis del euro para las crisis latinoamericanas (Guillermo de la Dehesa)..... 193

Experiencias y enseñanzas de las crisis económicas: Europa y América Latina (Enrique V. Iglesias) 203

PRÓLOGO

Este volumen reúne las ponencias presentadas en el curso de igual título, dentro del programa de Cursos de verano de la Universidad Complutense, celebrado en la sede de la Fundación Ramón Areces en julio de 2013. El tema escogido pretendía aproximar a economistas del mundo académico de ambos lados del océano para reflexionar durante unos días acerca de las similitudes y diferencias de las crisis económicas y financieras vividas en América Latina y Europa, con el objeto de aprender de las diversas experiencias, de las políticas aplicadas y de los resultados obtenidos.

Aun teniendo en cuenta sus indudables diferencias, la comparación entre la actual crisis en la eurozona y las que se han tenido que solventar en Latinoamérica, necesariamente deben arrojar importantes aportaciones tanto acerca de su génesis como de sus mecanismos de resolución. Todo ello configura un conjunto de conocimientos esenciales para la política económica, que no deben ser ignorados.

La actual crisis presenta una serie de retos para Europa, que por sus características propias, en términos de constitución y operación, ve limitadas las posibilidades del uso de ciertas políticas macroeconómicas usualmente utilizadas para el tratamiento y manejo de estas debacles. Al mismo tiempo, Europa también ofrece un nuevo abanico de oportunidades para el tratamiento de la crisis. Pero cabe esperar que los aspectos específicos no excluyan la posibilidad de que la rica experiencia acumulada en la resolución de las crisis latinoamericanas, pueda arrojar luz sobre las líneas a seguir en la solución de la crisis en Europa.

El momento elegido para este debate parece idóneo: la importancia de la zona euro dentro de la economía mundial exige vencer sin más dilaciones una crisis que en Europa entra en 2014, fecha de la edición del libro, en su séptimo año. Resolver definitivamente la crisis económica y financiera europea no admite más retrasos, pues cualquier dilación conlleva peligrosas consecuencias sobre la economía mundial, de alcance imprevisible.

¿Por qué comparar experiencias geográficamente tan distintas? Podría pensarse que poco puede aprenderse de las actuaciones seguidas en contextos de crisis en realidades económicas tan diferentes. Pero la Economía no es una ciencia experimental; una determinada coyuntura es fruto de la interacción de millones de agentes económicos de diversos tipos (consumidores, trabajadores, empresarios, gobiernos, etc.), cada uno de los cuales toma determinadas decisiones contando con una información diferente. Tratar de anticipar la evolución de tales sistemas en respuesta a una determinada política es una causa prácticamente perdida: no tenemos oportunidad de observar situaciones repetidas en idénticas condiciones con las que pudiésemos experimentar aplicando políticas diferentes para analizar cuál pueda ser la más apropiada en cada coyuntura. En consecuencia, no podemos sino aspirar a aprender de experiencias similares, si bien nunca idénticas, para tratar de diseñar la política económica más adecuada en cada contexto y coyuntura.

A pesar de tratarse, efectivamente, de entornos económicos, culturales e institucionales distintos y con muy diferentes grados de desarrollo, el curso mostró que una reflexión en común es enormemente útil, tanto para la categorización de las causas de las crisis como para diseñar las políticas que deben aplicarse. En particular, la comparación entre ambas áreas económicas permite una mejor comprensión de la situación por la que atraviesa actualmente Europa en la solución de sus sucesivas crisis.

Aun siendo difícil hacer un resumen del conjunto de ponencias presentadas, pueden apuntarse como conclusiones básicas: a) el papel preponderante de los desequilibrios por cuenta corriente como elemento anticipativo de una crisis económica y financiera, b) el importante papel que debe jugar en su solución un prestamista de última instancia, c) la conveniencia, e incluso necesidad, según los casos, de una reestructuración de la deuda en momentos de crisis, y d) junto con algunos aciertos, las deficiencias observadas en la actuación de las autoridades económicas y los organismos supervisores en Europa, como consecuencia de las lagunas generadas en la construcción institucional europea, y la necesidad de avanzar definitivamente en dicho proceso.

Finalmente, deseamos dejar patente nuestro agradecimiento al grupo de conferenciantes que participaron en el curso, quienes ofrecieron su colaboración desinteresada, facilitando en todo momento la confección de un programa coherente y prestando sus ponencias para la realización de este volumen. Agra-

decemos al Rector, José Carrillo, y a la Vicerrectora Mercedes Molina, por el impulso que dieron a esta iniciativa conjunta de la Universidad Complutense y la Fundación Ramón Areces. El equipo que diseña y coordina el programa de Cursos de Verano, que en esta ocasión cumplía su 25 aniversario, y su directora, María José Comás, apoyaron con ilusión la realización del curso. Un reconocimiento especial merece Florentino Moreno, coordinador del área de Ciencias Sociales de los cursos de verano, sin cuya paciencia y tesón este proyecto no habría sido viable.

Alfonso Novales Cinca
Ramón Casilda Béjar
Directores del Curso

I
INTRODUCCIÓN

LA CRISIS EUROPEA DESDE UNA PERSPECTIVA COMPARADA

José Antonio Ocampo*
Universidad de Columbia

La reciente crisis de la periferia europea ha llamado la atención sobre la similitud y diferencias con episodios similares que han tenido lugar en el pasado en economías emergentes, entre ellas en América Latina. En cierto sentido, la comparación es válida, porque varios países de la periferia europea han experimentado perturbaciones asociadas a la interrupción súbita de los flujos de financiamiento externo y formas de manejo de las crisis con algunas similitudes, en particular las políticas macroeconómicas procíclicas y reformas de mercado que se han puesto en marcha, y los retrasos en reestructurar deudas insostenibles. Por otra parte, el hacer de parte de la unión monetaria que maneja la segunda moneda de reserva del mundo genera diferencias notables en relación con otras experiencias. En esta nota presento algunas reflexiones sobre estas similitudes y diferencias. La primera sección hace énfasis sobre las similitudes. La segunda sobre las diferencias. La última fórmula presenta brevemente algunos interrogantes que el manejo de la crisis suscita sobre la institucionalidad europea.

1. LAS SIMILITUDES

La principal similitud se relaciona con el origen de la crisis en los ciclos agudos de auge y colapso del financiamiento externo. Al igual que América Latina en el pasado, la crisis de la periferia europea tiene su origen en excesivo endeudamiento externo (incluso mucho mayor en el caso europeo que en los latinoamericanos

* Profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos y Miembro del Comité de Asuntos Globales de la Universidad de Columbia. Previamente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda de Colombia. Agradezco a Stephany Griffith-Jones y a José Carlos Díez por sus sugerencias a una versión previa de esta nota.

del pasado), que genera un debilitamiento de las hojas de balance y se torna en crisis cuando los flujos de financiamiento privado se interrumpen. La fuente han sido los déficit del sector privado más que de los gobiernos. España e Irlanda, por ejemplo, tenían una situación fiscal muy sólida antes de la crisis, tanto en término de déficit corriente como de endeudamiento; Grecia es, por supuesto, la excepción a esta regla. Más aún, en el caso europeo, el deterioro fiscal fue más un efecto que una causa de la crisis y, en particular, fue el resultado del funcionamiento de los estabilizadores automáticos (la reducción de la tributación, el aumento en los seguros de desempleo) y el costo de los rescates bancarios.

La contrapartida de estos desequilibrios internos han sido los déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y la acumulación de pasivos externos netos considerables. De esta manera, y en forma similar a las crisis de los países emergentes, los "déficit mellizos" (*twin déficits*) han sido en general los privados/externos más que públicos/externos[1]. En el caso de América Latina, la similitud es, en este sentido, con las crisis de fines de los años 90 y con las de los países del Cono Sur en los años 80, ya que en ambas los desequilibrios se generaron fundamentalmente en los balances privados.

Debido a esta dinámica, en las economías emergentes ha habido una creciente consciencia sobre los peligros de los déficit *en cuenta corriente* con el exterior. La periferia europea se comportó como si este problema hubiera desaparecido con la unión monetaria, pero la crisis se desencadenó allí, como en las economías emergentes, cuando hubo una interrupción súbita de los flujos privados que financiaban esos desequilibrios corrientes. En cierto sentido, la expectativa era que los ajustes serían similares a los de los estados de la unión norteamericana donde, al menos en apariencia, los saldos de la cuenta corriente con el resto de los estados no es una variable económica importante[2]. La experiencia demostró que eso no era cierto y que la "sabiduría convencional" que prevalece hoy en los países emergentes era válida. El doloroso ajuste recesivo, que ha llevado ya a un relativo equilibrio de las cuentas corrientes de los principales países de la

---

[1] Véase, al respecto, José Antonio Ocampo, Codrina Rada y Lance Taylor, *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*, with Lance Taylor and Codrina Rada, Nueva York, Columbia University Press, 2009, cap. 5.

[2] El ajuste supuestamente menos doloroso de los desequilibrios en un estado de la unión norteamericana es, por lo demás, objeto de debate. La gran diferencia son los flujos de recursos públicos que ayudan a atenuarla, un tema sobre el cual retorno más adelante.

periferia europea, ha ratificado, por lo tanto, que los desajustes en dichas cuentas son importantes fuentes de riesgo macroeconómico.

Otro elemento común con otras crisis, en especial la latinoamericana de los años 80, es el papel central que ocupó un factor externo, en este caso la crisis financiera en Estados Unidos, que se transmitió a Europa a través de diversos canales. Uno de ellos fue el contagio, especialmente fuerte después de la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers. Otro fue la cantidad de activos tóxicos norteamericanos que habían adquirido los bancos e inversionistas europeos. Ambos contribuyeron a los problemas bancarios de Europa. En todo caso, los desequilibrios internos aumentaron significativamente el impacto de estas perturbaciones de origen externo, entre ellos las burbujas inmobiliarias de España e Irlanda, así como los déficit en cuenta corriente de todos los países de la periferia. Así aconteció también con la crisis latinoamericana de la deuda: aunque el choque fue el aumento de las tasas de interés de Estados Unidos, su impacto se vio ampliado por los desequilibrios y el endeudamiento latinoamericano en los años previos a dicha perturbación.

La naturaleza de las intervenciones multilaterales muestra también elementos comunes. El primero es la demora en reestructurar la deuda griega (y ahora la de Chipre), implica una socialización masiva de los pasivos y, por ende, la incapacidad de hacer que los agentes privados asumieran una mayor parte de los costos correspondientes. A eso se suma el rescate bancario masivo, que implica igualmente una socialización de las pérdidas, con Irlanda como el caso más notable. Estos problemas han sido más agudos que en la mayoría de las economías emergentes (y ciertamente que las latinoamericanas) debido al mayor nivel de las deudas en relación con el tamaño de las economías. La socialización se ha hecho en parte a nivel comunitario, aunque no en el caso de las pérdidas bancarias ya que se ha tomado hasta ahora la decisión de que se asuman como pasivos nacionales.

Los programas de ajuste muestran también similitudes con otras experiencias. Los programas macroeconómicos han puesto en marcha medidas draconianas de austeridad, aunque sin la posibilidad de hacer reajustes del tipo de cambio, un tema sobre el cual retorno más adelante. El impacto de esta austeridad a secas ha sido una recesión severa en varios países y una gran depresión en Grecia y algunos países del Báltico, donde el PIB cayó un 20% o más. La ausencia de estímulos a corto plazo es también notoria. Una diferencia importante, en este

sentido, ha sido el papel de los bancos multilaterales, ya que en las crisis de las economías emergentes dichos bancos han jugado un papel anticíclico, en tanto que el instrumento de este tipo en Europa, el Banco Europeo de Inversiones, no ha sido utilizado de manera sistemática con este objetivo (sí al inicio de la crisis, pero no con posterioridad). La decisión de capitalizarlo y utilizarlo como instrumento de reactivación, que se adoptó en 2012, fue positiva pero se ha puesto en marcha sin la rapidez y la escala que serían necesarias en una crisis de la magnitud de la europea.

A más largo plazo, la idea esencial de los programas de ajuste ha sido, en Europa como en las economías emergentes, que la liberalización adicional de los mercados acelera el crecimiento económico. América Latina es un ejemplo concreto de que esa afirmación no es válida. En términos simples, y con contadas excepciones nacionales, América Latina creció mucho menos con las reformas de mercado que con las políticas intervencionistas típicas del pasado: 3,3% por año entre 1990 y 2012 *vs* 5,5% entre 1950 y 1980, según los datos de la CEPAL. De hecho, muchas de las reformas estructurales agudizan los problemas de demanda agregada en el corto plazo, en particular las políticas de flexibilización de los mercados de trabajo.

Keynes anotó en su momento que uno de los grandes problemas de todos los sistemas monetarios internacionales es la enorme asimetría que existe en los procesos de ajuste de diferentes economías durante las crisis, ya que los países deficitarios se ven obligados a ajustarse en tanto que los superavitarios no se enfrentan a una presión similar. El efecto neto es un efecto recesivo de carácter internacional. Europa es un excelente ejemplo de este tipo de ajuste asimétrico, que se refleja no solo en los programas de austeridad fiscal sino también en la presión que enfrentan los países deficitarios para generar una "devaluación interna" mediante la reducción de los costos salariales unitarios. Esta reducción, en conjunto con el aumento del desempleo, generan un efecto tan o más recesivo que los ajustes fiscales, ya que afecta la principal fuente de demanda interna, el consumo privado. Y así como los países con mayores fortalezas han rehusado adoptar medidas de expansión fiscal (de hecho Alemania ha adoptado medidas de austeridad en este campo) también han hecho poco por aumentar los salarios. Las "devaluaciones internas" de la periferia han sido, por lo tanto, el resultado de presiones salariales a la baja en esos países más que de su conjunción con aumentos salariales de los países del centro.

2. LAS GRANDES DIFERENCIAS

La principal diferencia entre los países del Área Euro y las economías emergentes que ha sido resaltada en los debates internacionales es la ausencia del tipo de cambio como mecanismo de ajuste. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que los ajustes cambiarios tienen efectos positivos más a mediano que a corto plazo, ya que los efectos de la depreciación de la moneda sobre las hojas de balance de los agentes endeudados en moneda extranjera son un choque adverso considerable, que tiende a acelerar los efectos recesivos iniciales y la severidad de las crisis financieras. Por lo demás, estos efectos hubieran sido mucho mayores en Europa, dado los mayores niveles de endeudamiento externo de los países como proporción de sus respectivos PIB.

Podría pensarse que la eurozona debería haberse diseñado con reglas de salida para los países en crisis y no pocos analistas han recomendado durante los últimos años a los países en crisis que abandonen la unión monetaria. No es evidente, sin embargo, qué tipo de reglas de salida pudieran haberse diseñado que no generaran una situación catastrófica, no solo en los países afectados sino en el mundo entero, dado el carácter del euro como moneda de reserva mundial. La reacción en cadena de los mercados hubiera generado una crisis mundial de grandes proporciones si Grecia y Portugal o, aún más España, hubiesen abandonado el euro. Quizás después de la experiencia acumulada, sería posible manejar un caso más pequeño hoy, como el de Chipre, sin generar un efecto en cadena, pero hasta ahora ningún país en crisis ha manifestado el deseo de abandonar la unión monetaria.

Para los países que quisiesen seguir este camino, aparte de los efectos sobre las hojas de balance, que serían fuertemente recesivos, los problemas relacionados con la renegociación masiva de contratos hubieran sido mucho peor que en el caso argentino de comienzos del siglo XXI. En este último, como en los múltiples episodios de abandono del patrón oro del pasado, siempre existió, además, una moneda nacional en la cual realizar las transacciones y denominar los contratos una vez abandonadas las paridades cambiarias previas. No es evidente qué mecanismo se adoptaría para manejar la transición en países que carecen de moneda propia.

Mientras la ausencia del tipo de cambio como mecanismo de ajuste ha sido una desventaja de la periferia del área euro, el contar con un prestamista de última instancia ha sido su gran ventaja. El manejar una moneda de reserva es decisivo para ello. Muchos de los problemas deben, por lo tanto, referirse a la forma en que se ha utilizado este instrumento.

En esta materia, puede decirse que el Banco Central Europeo ha cumplido bien dos tareas: la provisión de liquidez al sistema bancario y el funcionamiento ordenado del sistema de pagos de la eurozona. Esto último implicó un financiamiento masivo a los países que experimentaron una interrupción de los flujos de capital a través del mecanismo que se conoce como TARGET 2. Nótese que en ambos campos los países de la periferia fueron beneficiarios de sistemas con los cuales no contaron países emergentes en sus propias crisis.

El Banco Central Europeo ha tenido mayores problemas en estabilizar los mercados de deuda pública. Las intervenciones se hicieron por dos años a regañadientes y en forma insuficiente y fueron, por lo tanto, incapaces de restablecer la confianza. La situación mejoró significativamente con el anuncio del mecanismo denominado "Outright Monetary Transactions" en agosto de 2012, que ofreció intervenir ilimitadamente en los mercados de deuda pública de los países que acordaran un programa de ajuste con el Banco Central Europeo y tuviesen acceso al mercado privado. El mecanismo no ha sido utilizado hasta ahora, pero si redujo significativamente los márgenes de riesgo de los bonos gubernamentales. Además, en uno y otro caso, se considera que no es función del Banco estabilizar los mercados de deuda pública como tales y por ello estas intervenciones se han justificado como una forma de mejorar el "mecanismo de transmisión" de la política monetaria, es decir de lograr que la política de bajas tasas de interés se transmita también a los países de la periferia.

Debido a las restricciones del Banco Central Europeo para intervenir en los mercados de deuda pública, se crearon los mecanismos de estabilización financiera, el primero de ellos transitorio y el segundo más permanente, que ofrecen crédito a los gobiernos bajo diferentes modalidades y pueden potencialmente capitalizar los bancos de la eurozona. Los programas de crédito correspondientes se han hecho en asociación con el Fondo Monetario Internacional y han contado con condicionalidades extremadamente severas, aunque el origen de las medidas más draconianas parece haber sido más la posición de los miembros europeos de la llamada "troika" más que el propio Fondo Monetario Internacional, que en varios momentos ha señalado que la austeridad europea ha llegado demasiado lejos. El segundo mecanismo no ha sido utilizado, pero España ha recibido créditos para capitalizar su sistema bancario.

En todo caso, una de las anomalías de las intervenciones en los mercados de bonos por parte del Banco Central Europeo es que tiene que hacerse en bonos

de los países miembros y no de la eurozona como tal. El símil es que la Reserva Federal tuviese que intervenir en el mercado comprando bonos de California o de Texas en vez de títulos de deuda del gobierno federal. La alternativa europea sería, por lo tanto, crear un mercado más amplio de eurobonos respaldados por el conjunto de los países de la eurozona, incluyendo los que emitan los fondos de estabilización, y que el Banco Central Europeo hiciese sus intervenciones comprando y vendiendo dichos títulos. Sin embargo, el rechazo a un mecanismo de este tipo por parte de algunos países de la eurozona, y especialmente de Alemania, lo ha impedido.

Ni el Banco Central Europeo ni los mecanismos de estabilidad han logrado, por lo tanto, corregir el problema financiero más agudo que ha enfrentado la eurozona: la segmentación de su sistema financiero. El efecto más grave de ello ha sido que los resultados de la política monetaria han tendido a agudizar las asimetrías que han caracterizado la crisis: los países menos afectados se han beneficiado de bajísimas tasas de interés y una recuperación incipiente del crédito (o una caída menor del crédito a pequeñas y medianas empresas) en tanto que los más afectados se han enfrentado a una contracción del crédito y tasas de interés altas, ya que estas últimas han sido acrecentadas por los elevados márgenes de riesgo.

La segmentación financiera es, por supuesto, la mayor paradoja de la eurozona. Ha implicado que los grandes beneficios de pertenecer a un área monetaria que emite una moneda de reserva solo han llegado a los miembros más afectados por la crisis de una manera parcial, esencialmente a través de la provisión de liquidez. Las economías emergentes nunca han contado con este tipo de financiamiento y han enfrentado en sus crisis problemas de segmentación (en el mercado financiero internacional) y márgenes de riesgo generalmente peores a los de la periferia europea, quizás en este último caso con la excepción de Grecia.

La solución a los problemas de segmentación es, por supuesto, la consolidación de una verdadera unión bancaria. De hecho, visto en retrospectiva, es paradójico que dicha unión no formara parte del diseño original de la eurozona. Sin embargo, nuevamente el diseño en curso muestra avances y debilidades. Los mayores avances se dan en materia de regulación y supervisión, que ambos casos abarcan al conjunto de la Unión y no solo a la eurozona. Sin embargo, en el caso de la supervisión, el grueso de las entidades supervisadas estará a cargo de los países miembros y no del Banco Central Europeo, que solo vigilará a las entidades de mayor tamaño. El problema es mucho mayor en los dos temas adicionales, que están en la esencia de

una unión bancaria: el seguro de depósitos y los mecanismos de intervención en las entidades en dificultades.

El problema en este último caso, como en la renuencia a emitir eurobonos, es la oposición de los países menos afectados por la crisis a asumir los costos de esta en forma mancomunada, lo que en el lenguaje europeo se ha venido a denominar la "mutualización". Esto refleja el peor problema en la respuesta a la crisis: la ausencia de mecanismos de redistribución fiscal para enfrentarlas. Esto marca una diferencia esencial con un país federal, como los Estados Unidos, donde la redistribución fiscal es amplia y los efectos diferenciales de una crisis se ven compensados por múltiples flujos fiscales (menores impuestos y algunos y gastos adicionales, por ejemplo en seguros de desempleo) que atenúan sus efectos sobre las regiones más afectadas.

Por eso, para los observadores externos, la discusión europea sobre una supuesta "unión fiscal" luce un tanto surrealista. La denominada "unión" no es en este caso más que unas *reglas fiscales*, que han tornado más severas las que se diseñaron hace dos décadas en el Tratado de Maastricht y que, por lo demás, varios de los principales miembros de la Unión violaron sin mayores consecuencias. Una verdadera unión fiscal requiere un presupuesto europeo de mucho mayor tamaño y mecanismos amplios de redistribución que tengan como propósitos explícitos reducir las diferencias regionales y manejar los riesgos de forma conjunta. La Unión Europea ha contado con los fondos estructurales, pero ellos constituyen una proporción ínfima de recursos fiscales y, por lo demás, no se han utilizado suficientemente con el propósito explícito de paliar la crisis. Tampoco se han ampliado como resultado de la crisis; de hecho el nuevo presupuesto europeo para los próximos siete años es menor que el anterior. A su vez, las reglas fiscales han sido criticadas por muchos como procíclicas. No existe, por lo demás, ninguna justificación económica para pensar que las reglas fiscales deben pretender eliminar los desequilibrios fiscales estructurales, ya que en el largo plazo dichos desequilibrios deben ser consistentes con los balances estructurales en el sector privado y en las cuentas externas, que no necesariamente se igualan entre sí[3].

---

[3] La identidad macroeconómica básica establece que $(X - M) = (A - I)_p + (A - I)_g$, donde $(X - M)$ es el saldo en la cuenta corriente con el exterior (la diferencia entre las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, X y M) y $(A - I)_p$ y $(A - I)_g$ son los balances de los sector privado y gubernamental, respectivamente. Por lo tanto, solo tiene sentido aspirar a que $(A - I)_g = 0$ si no existe una tendencia a que $(X - M) - (A - I)_p = 0$, lo cual no es necesariamente válido para una economía particular ni incluso para el conjunto de la eurozona.

3. LOS GRANDES INTERROGANTES SOBRE LA INSTITUCIONALIDAD EUROPEA

La ausencia de una política fiscal verdaderamente europea y de reglas de redistribución de recursos es quizás el elemento que choca más de frente con las visiones de la Unión Europea como el experimento más ambicioso y solidario de integración económica de la historia. La Europa que quedará de esta crisis será más fragmentada, no solo por la profundización de la polarización centro-periferia sino de la división entre los miembros y no miembros de la eurozona.

Europa ha sido elogiada por muchos no solo por este espíritu de integración, ahora debilitado, sino también por la solidaridad interna que introdujeron sus Estados de bienestar. Estos mecanismos de solidaridad social han sido tan o más afectados que los orientados a reducir las diferencias interregionales, en este caso por el rigor de los programas de austeridad y las reformas estructurales, que en Europa como en América Latina y otras economías emergentes han tenido un sesgo anti-estatal.

Los mecanismos institucionales de toma de decisiones, que habían sido diseñados para ser crecientemente transnacionales y por ello verdaderamente europeos, han sido reemplazados por procesos intergubernamentales dominados por los miembros más poderosos. Debe reconocerse, sin embargo, que al menos en este campo, la sensación de colapso de la eurozona que prevaleció hace dos años ha sido reemplazada por una de compromiso explícito con el mantenimiento de la cooperación, aunque adoptando decisiones que siempre dejan la sensación de ser incompletas.

Como si fuera poco, la crisis ha acelerado el ascenso de una ultra-derecha europea que el mundo pensaba había desaparecido ya y que cuenta con un programa nacionalista y antieuropeo. De avanzar, esta agenda sería un retroceso histórico de grandes proporciones, con impactos que van más allá del continente.

La gran pregunta es, por lo tanto, qué Europa quedará después de la crisis. La historia lo dirá. El mundo perdería mucho sin una Europa solidaria, entre sus miembros y entre sus ciudadanos. Perdería, así mismo, con una Europa que no lidere al mundo en explorar rutas transnacionales para enfrentar sus problemas. Y perdería aún más con una Europa donde los nacionalismos florezcan de nuevo.

II
LOS ACUERDOS INTERNACIONALES DE POLÍTICA ECONÓMICA

EL CONSENSO DE WASHINGTON: VEINTICINCO AÑOS DESPUÉS

Ramón Casilda Béjar
Profesor del Instituto de Estudios Latinoamericanos. Universidad de Alcalá

El agotamiento del modelo vigente durante el periodo 1933-1980, conocido como «industrialización mediante la sustitución de importaciones» (ISI), promulgó las bases para emprender las reformas estructurales necesarias que permitiesen cambiar el rumbo económico de América Latina. Al tiempo que se delineaba este giro económico, algo histórico sucedió en la región entre 1982 y 1990, una quincena de países logró realizar la transición política desde la dictadura a la democracia.

Ante las nuevas realidades, tras la caída del muro de Berlín y próxima a iniciarse la década de los años noventa, observó la necesidad de fortalecer las recién instauradas economías de mercado, herederas de una situación de desestabilización, de excesiva protección y regulación. Esta búsqueda de un modelo más estable, abierto, liberalizado, particularmente orientado a los países de América Latina, nace en 1989 con el «Consenso de Washington». El Consenso se elaboró para encontrar soluciones útiles sobre la forma de afrontar en la región la crisis de la deuda externa y establecer un ambiente de crecimiento, transparencia y estabilidad económica.

1. EL CONSENSO DE WASHINGTON EN SU CONTEXTO HISTÓRICO

Todo acontecimiento económico tiene su contexto histórico, cuenta con unas circunstancias propias que lo moldean, lo determinan y lo hacen evolucionar. También el Consenso de Washington tiene su contexto histórico, unas circunstancias que lo determinan y lo moldean.

Para contextualizarlo, debemos de tener muy presente, que la economía, como todas las ciencias sociales está sujeta a una evolución que se puede caracterizar, desde el punto de vista que aquí nos interesa, por la alternancia de

paradigmas explicativos sobre la naturaleza de los problemas económicos que afectan a la sociedad y las políticas económicas que pueden y deben considerarse más eficaces para hacerles frente.

A efectos de situar el Consenso en el pensamiento económico y su paradigma triunfante: "la economía de libre mercado", debemos resaltar que ésta no ha triunfado fácilmente, sino que ha sido una dura lucha desde la Segunda Guerra Mundial, cuando se materializó un período de enfrentamiento entre los dos sistemas vigentes: el estatismo y la planificación central por una parte y el de la economía de libre mercado por otra.

El derrumbamiento del sistema político que daba vida al sistema estatista y planificador, ha significado mucho para la ciencia económica y mucho más para el sistema político internacional. El Consenso de Washington, debe mucho al triunfo del sistema liberal, pues le permitió vencer al antagonismo de propuestas de corte más intervencionistas. De esta manera, se inició un período más abierto, caracterizado por encontrar soluciones tan útiles como pragmáticas, que se han extendido hasta la actualidad.

Por consiguiente, reténgase el contexto histórico donde se instaura el Consenso, donde encontramos una adecuación a las circunstancias económicas, que no son otra cosa que el fomento sobre aspectos fundamentales, para la evolución del pensamiento económico. Entre ellos, destacaba el fracaso del Estado, como titular de muchas y variadas actividades productivas, que le conferían un gran peso en la economía y amplias responsabilidades de política económica.

Este concepto de las atribuciones del Estado, se conjuga con el creciente papel de los mercados financieros internacionales. En este sentido, es preciso buscar una nueva coexistencia entre ambos, aprovechando lo que unos y otros pueden hacer mejor. Los parámetros de esta nueva coexistencia, son en realidad, los ingredientes básicos del Consenso de Washington.

Pero también, en ese mismo período, se tendió a la nostalgia, pues quizá, cuando no hay esperanza, suele haber nostalgia, contemplando los años sesenta y setenta como un edén del crecimiento, espejismo en el que quedan difuminadas la desigualdad, la pobreza y la exclusión que estuvieron presentes en muchos casos y los desequilibrios económicos que hicieron insostenible la situación y que como colofón, desembocaron en la monumental crisis de la deuda externa de 1982.

2. LAS FORMULACIONES DEL CONSENSO DE WASHINGTON

Las formulaciones del Consenso de Washington datan del año 1989, cuando Estados Unidos, consideraba la poca disposición que tenían los países de América Latina, para emprender las reformas, que les permitiesen salir de la crisis de la deuda externa. Quien fuese su creador o arquitecto, el economista inglés; John Williamson, opinaba que esto era erróneo y de hecho, a su modo de ver, las posturas sobre la política económica estaban cambiando radicalmente en todo el continente.

Para comprobarlo, el Instituto de Economía Internacional (IEI), del que formaba parte Williamson, decidió convocar una Conferencia para que autores de 10 naciones latinoamericanas, detallaran lo que estaba sucediendo en sus respectivos países. Dice Williamson: "para asegurar que todos abordaran un conjunto de temas en común, redacté un documento de referencia, en donde enumeré 10 reformas de política económica, que casi todos en Washington, consideraban necesario emprender en América Latina".

Llegados a este punto, permítaseme un paréntesis, para quien lo desconozca, aclararle de donde proviene el nombre de Consenso de Washington, que en síntesis podemos decir, según relata Williamson: "el nombre surgió simplemente porque traté de preguntarme a mí mismo, cuáles eran las ideas predominantes del momento entre los grupos económicamente influyentes de Washington, los altos cargos de la Administración, el Congreso, la Reserva Federal, como el Washington tecnocrático de las Agencias Económicas del gobierno, las instituciones financieras internacionales y los grupos de expertos".

A tal respecto afirma: "cuando denominé al programa de reformas Consenso de Washington, no imaginé que estaba acuñando una expresión que pasaría a ser el grito de batalla, de los debates ideológicos por más de una década y que aún continúan".

El listado de medidas que lo componen tenía como propósito orientar a los gobiernos de países en desarrollo y a los organismos internacionales, a la hora de valorar los avances en materia económica de los primeros, al pedir ayuda a los segundos. De esta manera, el Consenso se elaboró desde el firme convencimiento, de encontrar soluciones útiles de matiz efectivo, sobre la forma de afrontar en la región la crisis de la deuda externa, a la vez que preconizaba un ambiente de transparencia, estabilidad económica y lucha contra la pobreza.

Los diez puntos en torno a los cuales se organiza el Consenso, son instrumentos de política económica, que para Williamson, Washington considera importantes y también, sobre los cuales existe algún tipo de consenso. Se supone, al menos en el Washington tecnocrático, que los objetivos económicos estándar, como baja inflación, balanza de pagos viable, reforma fiscal y disciplina presupuestaria, deberían determinar la disposición de tales instrumentos de política económica.

Desde luego, el Washington político también estaba preocupado por los intereses estratégicos y comerciales de Estados Unidos, siendo una creencia extendida, que la mejor manera de fomentarlos es con la prosperidad de los países latinoamericanos. También se hace evidente que este pensamiento se refiere al interés de Estados Unidos en la recepción continuada del pago de intereses de la deuda externa por parte de América Latina.

Algunos, aunque no todos, piensan que estas consideraciones, tuvieron su importancia a la hora de motivar el apoyo de Washington a las políticas de ajuste y austeridad, durante la década de los años ochenta. A partir de la Conferencia en el Instituto de Economía Internacional, Williamson realizó las formulaciones del Consenso de Washington que se fundamentan en los siguientes diez puntos.

1) Disciplina presupuestaria

La disciplina presupuestaria es un elemento esencial en los programas negociados por el Fondo Monetario Internacional con los países miembros que desean obtener sus préstamos. También tuvo notable importancia en Washington, lo cual condujo al establecimiento de presupuestos equilibrados mediante la aprobación de la Ley Gramm-Rudman-Hollings en 1993.

Dicha disciplina está estrechamente relacionada con la disciplina fiscal, dando lugar a múltiples opiniones sobre el tema. Unos opinan que un déficit es aceptable siempre y cuando no desemboque en un incremento del ratio Deuda-PIB; otros defienden que un presupuesto equilibrado, o por lo menos un ratio Deuda-PIB que no aumente, debería ser la norma mínima a medio plazo, ya que contribuye a la estabilización macroeconómica.

Sin embargo, a pesar de las diferencias significativas en la interpretación de la disciplina presupuestaria, en Washington la mayoría de los miembros coincidió con que los grandes y persistentes déficit fiscales, constituían una fuente

básica de trastornos macroeconómicos en forma de inflación, desequilibrios en la balanza de pagos y evasión de capitales. No eran estos los resultados de ningún cálculo racional de beneficios económicos esperados, sino de una falta de valor u honradez política para igualar el gasto público y los recursos disponibles para financiarlos.

2) Cambios en las prioridades del gasto público

Para reducir el déficit presupuestario, Washington optó por reducir los gastos, más que por aumentar la recaudación tributaria. Se contemplaban tres categorías principales de gastos: las subvenciones, la educación y la sanidad. El objetivo de la reforma política respecto al gasto público, fue tratar de desviar el gasto improductivo de los subsidios hacia áreas como la sanidad, la educación o las infraestructuras, para poder combatir más eficazmente la pobreza en beneficio de los menos favorecidos.

3) La reforma fiscal

De acuerdo con lo dicho en el punto anterior, y a pesar de la existencia de un importante contraste de actitudes por parte de los miembros del Consenso, la mayor recaudación fue considerada por Washington como una alternativa inferior para remediar al déficit presupuestario en comparación con la reducción del gasto público. Sin embargo, la gran mayoría coincidió en que el método más adecuado para incrementar dicha recaudación tributaria hasta un nivel mínimo considerado como necesario consistía en tratar de instaurar una base imponible íntegra y amplia, a la vez que se mantenían unos tipos impositivos marginales moderados. Este principio constituyó la base de la reforma del impuesto sobre la renta realizada en Estados Unidos en 1986.

4) Los tipos de interés

Según esta propuesta, los tipos de interés debían seguir dos principios fundamentales. En primer lugar, tendrían que ser determinados por el mercado para evitar así una asignación inadecuada de los recursos. En segundo lugar, ser positivos en términos reales, para desincentivar las evasiones de capital e incrementar el ahorro. El problema de esta medida reside en la posible contradicción de estos dos principios en época de crisis, como por ejemplo la que afectó al conjunto de América Latina a lo largo de gran parte de los años ochenta. La razón es que en

una época de recesión los tipos de interés determinados por el mercado generalmente tienden a ser excesivamente altos.

Muchos, incluido Williamson, como se expondrá más adelante, modificarían esta afirmación para decir que los tipos de interés deberían ser positivos, pero moderados, con objeto de estimular la inversión productiva y evitar la amenaza de una explosión de la deuda pública.

5) El tipo de cambio

En Washington se propuso que los tipos de cambio fueran determinados por las fuerzas del mercado. Sin embargo, la opinión dominante era que más que debatir sobre la forma de determinar el tipo de cambio, resultaba más importante tratar de que éste fuera competitivo. En concreto, hay un apoyo relativamente escaso a la idea de que la liberalización de los flujos de capitales internacionales constituya un objetivo prioritario para un país que debería ser un importador de capital; además, la idea de que tendría que retener su propio ahorro para la inversión nacional fue poco aceptada.

Un tipo de cambio real competitivo es el primer elemento esencial de una política económica orientada hacia el exterior, en la cual la restricción de la balanza de pagos se supera básicamente por el crecimiento de las exportaciones más que por la sustitución de las importaciones. En Washington existía la firme convicción de que la orientación hacia el exterior y la expansión de las exportaciones –especialmente el crecimiento de las no tradicionales– eran necesarias para la recuperación de América Latina.

6) Liberalización comercial

Para Washington, otro elemento importante para una política económica orientada hacia el sector exterior, era la liberalización de las importaciones. El acceso a las importaciones de factores de producción intermedios a precios competitivos se consideraba importante para la promoción de las exportaciones, mientras que una política de protección de las industrias nacionales frente a la competencia extranjera se interpretaba como creadora de distorsiones costosas que acababan penalizando las exportaciones y empobreciendo la economía nacional. Se pensaba que lo ideal era una situación en la que el coste en recursos na-

cionales para generar o ahorrar una unidad de divisa fuera igual entre industrias de exportación e importación en competencia.

Con carácter general, este ideal de libertad comercial está sujeto a dos requisitos básicos. Primero, la protección sustancial de las industrias nacientes, aunque deba ser estrictamente temporal y acompañada de un arancel general moderado, como mecanismo para ofrecer una tendencia hacia la diversificación de la base industrial sin la amenaza de importantes costes. Segundo, el establecimiento del calendario a seguir, pues no es aconsejable que una economía muy protegida se deshaga de toda su protección sin un período de transición.

Pero este punto quedó sin precisión clara, debido a la diferencia de opiniones entre los miembros del Consenso, pues mientras que unos pensaban que la liberalización de las importaciones debía seguir estrictamente un calendario predeterminado, otros opinaban que dicha liberalización tenía que realizarse a un ritmo acorde con el estado de la balanza de pagos del país en cuestión.

7) **Política de apertura para la inversión extranjera directa**

La liberalización de los flujos financieros extranjeros no fue una prioridad importante en el Consenso, aunque una actitud restrictiva, limitadora de la entrada de la Inversión Extranjera Directa (IED), fuera considerada como una insensatez. Se pensaba que dicha inversión podía aportar capital, tecnología y experiencia mediante la producción de bienes necesarios en el mercado nacional o contribuyendo a nuevas exportaciones. El que estuviese cuestionada en algunos casos, fue debido a la existencia de un nacionalismo económico, totalmente desaprobado por Washington, salvo en excepcionales ocasiones.

Por otra parte, se pensaba que la Inversión Extranjera Directa podía promoverse mediante canjes de obligaciones por acciones, lo cual permitiría reducir la deuda externa. Esto generó diversas disyuntivas en torno a si había que subsidiar a la inversión extranjera directa o si la inversión subvencionada tenía que ser adicional. No obstante, el punto más preocupante para instituciones como el Fondo Monetario Internacional, fue las consecuencias que hubiese podido implicar un incremento de la expansión monetaria nacional.

8) Política de privatizaciones

Las privatizaciones pueden ayudar a la reducción de la presión en el presupuesto del gobierno, tanto a corto plazo gracias a los ingresos derivados de la venta de la empresa, como a largo plazo, puesto que el gobierno ya no tiene que financiar la inversión necesaria. Por otra parte, el fundamento de la idea de privatización se basa en que la industria privada está gestionada más eficientemente que las empresas estatales.

A pesar de que esta creencia, fuera durante mucho tiempo una cuestión de fe en Washington, las privatizaciones solamente se enfatizaron a partir de 1985, tras la proclamación del Plan Baker, es decir, cuando recibió el impulso oficial norteamericano, con el apoyo del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, para fomentar las privatizaciones en el mundo y particularmente en América Latina.

9) Política desreguladora

La desregulación también se consideró como un modo de fomentar la competencia en América Latina, donde se hallaban las economías de mercado más reguladas del mundo, que estaban principalmente gestionadas por administradores mal pagados y fácilmente corruptibles. Los principales mecanismos de regulación se basaban en controlar los establecimientos de las nuevas compañías y de las inversiones, restringir la entrada de inversiones extranjeras y los flujos de transferencia de beneficios, controlar los precios, implantar barreras a la importación, asignar créditos de modo discriminatorio e instaurar elevados niveles de impuestos sobre la renta de las empresas.

Es interesante anotar que la actividad productiva estaba regulada de diferentes modos: mediante la legislación vigente, por medio de decretos del gobierno o por la vía de toma de decisiones sobre casos puntuales. Esta práctica era la más difundida en América Latina, la cual fomentaba oportunidades de corrupción a la vez que discriminaba a las pequeñas y medianas empresas, importantes generadoras de empleo y de estabilidad social.

10) Derechos de propiedad

A finales de la década de los ochenta, en América Latina los derechos de propiedad eran muy inseguros, lo cual contrastaba con el que estuvieran tan firmemente

implantados en Estados Unidos, siendo su importancia fundamental para el funcionamiento satisfactorio de una economía de mercado. Por ello, Washington optó por implantar unos derechos firmemente establecidos y garantizados.

3. APLICACIÓN DE LAS REFORMAS ECONÓMICAS

3.1. Las consecuencias positivas

Durante los años noventa, la dirigencia tecnócrata y política de América Latina incorporó con decisión el paquete de reformas económicas del Consenso de Washington. Los cambios de política en la región recibieron un vigoroso respaldo de las instituciones financieras internacionales, y se reforzaron con créditos «vinculados a las reformas» y condicionados a su aplicación, lo cual alimentó la esperanza de los líderes, de hacer retomar el capital y la inversión extranjera a la región después de los desastrosos años ochenta.

Los logros más inmediatos, se obtuvieron aplicando la prudencia monetaria, que redujo la inflación a un solo dígito prácticamente en todos los países. La disciplina fiscal disminuyó el promedio del déficit presupuestario del 5% del PIB al 2% aproximadamente, y redujo la deuda externa pública del 50% del PIB a menos del 20%.

La apertura comercial, hizo descender el promedio de aranceles desde más del 40% a casi el 10%. La liberalización financiera se produjo de un modo igualmente agresivo; se descartó el control directo de créditos, se desregularon las tasas de interés, se iniciaron regímenes de inversión extranjera directa y se suprimieron los controles de cambios y de cuentas de capital. Bancos, empresas eléctricas, de petróleo, de telecomunicaciones, las redes viales así como los servicios de agua y gas se vendieron al sector privado.

En la región, fueron más de 1.000 empresas estatales las privatizadas entre 1988 y 2000, si bien, la aplicación de tales medidas varió de un país a otro, pero en términos generales, la índole y la intensidad de las reformas en América Latina durante los años noventa superaron todo lo conocido hasta entonces.

El resultado fue un incremento del flujo de capitales hacia el continente, 14 mil millones de dólares en 1990, frente a 86 mil millones durante 1997, para caer hasta 47 mil millones en 1999, como secuela de la crisis financiera asiática. Otra de sus consecuencias positivas, fue la expansión de los volúmenes de las exportaciones en casi todos los países.

3.2. Las consecuencias negativas

Sin embargo, la cara adversa, fueron los resultados desalentadores, en términos de crecimiento económico, reducción de la pobreza, redistribución del ingreso y condiciones sociales. En los años noventa, el aumento real del PIB en la región fue escaso; 1% anual durante toda la década, esto es, un porcentaje ligeramente superior a las alarmantes cifras registradas en los años ochenta, pero muy por debajo de las tasas del 5%, o más, que se alcanzaron durante el período de los años 1960 y 1970.

Concretamente, el desempleo aumentó, y la pobreza siguió siendo amplia y generalizada. América Latina ingresó en el tercer milenio con más de 450 millones de personas, y más de un tercio de su población viviendo en la pobreza (con ingresos inferiores a los 2 dólares diarios) y casi 80 millones de personas padeciendo pobreza extrema, con ingresos inferiores a 1 dólar diario.

Los indicadores del desarrollo social fueron apenas más favorables. Las tasas de mortalidad infantil, de alfabetización y de escolaridad primaria mejoraron durante los años noventa, pero la calidad de la educación pública era pobre. La disponibilidad de agua potable continuó siendo escasa en sectores rurales, y al mismo tiempo, un importante aumento de la criminalidad y la violencia afectó la calidad de vida en toda la región.

De un país a otro la población se desanimó, padeciendo muchas veces la denominada «fatiga reformista». Las encuestas de opinión pública a fines de los años noventa, demostraron que los latinoamericanos sentían que sus economías no marchaban bien, que su calidad de vida era más baja que la de generaciones anteriores, y que la pobreza alcanzaba índices sin precedentes.

La gente mostraba gran angustia acerca del empleo y los ingresos. La percepción del presente no era favorable y la del futuro aún más incierta. Esto no es de sorprender, en razón de la «histórica inestabilidad» económica de la región, y las conmociones sociales de los años anteriores. Al finalizar la década de los noventa, América Latina seguía mostrando mayor desigualdad que cualquier otra región del mundo en cuanto a la distribución del ingreso y de los activos (incluida la tierra).

En las mismas encuestas la población manifestaba una persistente impresión de que las sociedades de la región eran básicamente injustas, como un probable reflejo de la subyacente desigualdad de oportunidades en materia de educación básica y superior, empleo y participación política.

3.3. Otras perspectivas

Otros autores optaron por sintetizar estas medidas, siendo el caso de Stanley Fisher, que resumió las propuestas en los siguientes cuatro puntos fundamentales:

1. En primer lugar, observó que dichas propuestas se centraban en que no sólo se debía enfatizar sobre la política fiscal, sino que los tipos de cambio también tenían que ser considerados como un elemento competitivo crucial, en otras palabras notó que uno de los principales fines del Consenso era alcanzar un marco económico equilibrado y estable.

2. Seguidamente, advirtió que las líneas generales argumentadas por Williamson indicaban que se propugnaba un sector público eficiente y un gobierno de menor tamaño, esto es, una reforma fiscal acompañada de revisiones del gasto público.

3. El tercer tema en el que resumió las propuestas, es el establecimiento de un sector privado eficiente y en expansión. Esto implica una creciente competencia dentro del país, es decir, una orientación hacia el exterior tanto en materia de importaciones como de exportaciones.

4. Finalmente, el cuarto punto consiste en la puesta en práctica de políticas de lucha contra la pobreza. Éstas ya estaban adquiriendo una creciente importancia gracias a varios programas médicos y educativos, así como a los subsidios alimenticios dirigidos a grupos específicos, y que ayudaron a la reducción del número de pobres en los países beneficiarios de dichas acciones.

En definitiva, considera el Consenso de Washington como el resultado de una profunda evolución de las ideas, que reflejó la vigencia progresivamente generalizada de una filosofía basada en los principios fundamentales de democracia y libertad: «dando predominio a los derechos individuales frente a los colectivos».

4. BALANCE DE LAS REFORMAS, VEINTICINCO AÑOS DESPUÉS

Se suele culpar a las reformas económicas del Consenso, por el lento crecimiento y el decepcionante progreso social de los años noventa. Pero diversos análisis minuciosos demuestran que sin las reformas, la situación hubiera sido aún peor. El ingreso *per cápita* y la producción hubiesen sido inferiores, mayor la inestabilidad, y agravadas la pobreza y la desigualdad de los ingresos.

De manera que debería perdurar un importante núcleo de la sabiduría económica contenida y contrastada en el Consenso de Washington. El problema es que este tipo de razonamiento por contraposición –de que sin la reformas las cosas hubiesen sido peores– resulta poco «reconfortante» para los pobres, para los crónicamente desocupados y para los numerosos ciudadanos consternados y agobiados en la región, pues además ofrecen escasas perspectivas de lograr amplios apoyos políticos para más reformas de la misma índole.

Así pues, los años noventa en América Latina pusieron en evidencia las importantes deficiencias del Consenso de Washington. El mismo Williamson, tras los resultados desalentadores de la aplicación de las medidas, escribió un artículo, donde enumeró una amplia lista de temas excluidos, la mayoría especialmente referidos al tema de la equidad. «Excluí deliberadamente de la lista aquello que pudiera ser, ante todo redistributivo [...] porque sentí que en el Washington de los ochenta había un desprecio por preocupaciones sobre equidad».

La primera de las deficiencias concierne claramente el tema de la equidad como objetivo, buscado a través de la distribución de la renta. Esto no fue parte del Consenso de Washington en contraposición con la lucha contra la pobreza que sí lo fue, gracias al establecimiento de prioridades del gasto público, dirigidas en gran parte a sectores como la educación, la sanidad y a otros de gran interés para las capas más bajas de la sociedad.

Otras más relevantes han sido, la falta de una referencia directa a la estabilidad de los precios (elemento sin embargo de máxima importancia en el Tratado de Maastricht), así como limitar su alcance, como si viéramos el Consenso, solamente como la vía de escape a la realidad económica desde los años sesenta. Vocacionalmente, persigue una aspiración mucho más profunda; constituirse como un elemento de estabilidad en un mundo cada vez más azotado por las crisis sistémicas (como la actual).

Se excluyeron igualmente otros temas, como el crecimiento o el medio ambiente, a la vez que el carácter de las propuestas era claramente liberalizadoras o anti estatistas, además de hacer escasas referencias a la necesaria tarea gubernamental, de luchar para mantener condiciones auténticas de libre competencia en los mercados.

Por otra parte, existe una gran variedad de opiniones, acerca de cuáles han sido los verdaderos fallos de las medidas adoptadas. Hay quienes sostienen que

éstas se han debido a que los diez puntos del Consenso, no han sido aplicados sistemáticamente, y que verdaderamente se necesitaba y necesita más de lo mismo.

Otros hacen hincapié en la combinación y el cronograma de implementación de las propuestas, llegando a posiciones irreconciliables acerca de cómo proceder. Algunos insisten en que los problemas fundamentales vienen principalmente desde fuera, y que han minado el progreso de la región a través de lo que hoy se denomina «globalización».

Incluso se ha llegado a postular, que la alta desigualdad del ingreso en América Latina es debida, de modo especial, a la riqueza en recursos naturales, esto es, a una especie de «fatalismo ambiental», donde la inequidad se correspondería con la latitud, de modo que bajo una mayor riqueza ecológica, el deterioro de las opciones de desarrollo sería más importante.

5. MIRAR MÁS ALLÁ DEL CONSENSO

Sin embargo, comenzado el siglo XXI, se abrió paso la idea asociada al nacimiento de un nuevo y primordial objetivo: «mirar más allá del Consenso», que abarque explícitamente objetivos como la equidad y la reducción de la pobreza; no como fines en sí mismos, sino como mecanismos eficaces para promover el progreso y el crecimiento sostenido.

De manera que las reformas de la década de los noventa, no fueron la causa de las desilusiones experimentadas en América Latina, más bien, lo que sí hicieron, fue apuntar hacia una insuficiencia fundamental en el Consenso de Washington, lo que hacía una imperativa necesidad de «reformar las reformas» de primera generación mediante una segunda generación.

Éstas deben permitir, hacer frente al continuo bombardeo a las economías latinoamericanas, por las nuevas exigencias de productividad y de competencia, apoyándose básicamente en la capacitación y en las inversiones en el área tecnológica.

Como señalaba Enrique V. Iglesias, la «nueva economía» que se estaba diseñando, mostraba importantes desigualdades en la distribución del ingreso, por el hecho de que solamente aquellos dotados de mayor educación pueden acceder a las nuevas oportunidades, generadas en mayor medida por las innovaciones tecnológicas, de modo que el primer gran paso que ha de darse, consiste en fomentar programas en educación y mejora social.

Para cortar este nudo gordiano de la equidad y la pobreza, se hacen evidentes las enormes posibilidades que brinda la formulación de un giro estratégico del Consenso de Washington, introduciéndole nuevos puntos no contemplados en su redacción original y que en una audacia intelectual, si se me permite la expresión, junto al profesor "Emilio Fontela Montes" (cuando trabajamos este tema antes de su desaparición[1]), consideramos que convendría incluir de manera prioritaria, en estas reformas de segunda generación, al menos los siguientes puntos:

1. Una mejor distribución de la renta, como complemento indispensable de la lucha contra la pobreza, que confiere un papel central a la política económica, a las reformas fiscales y a la protección social; el mensaje europeo de la «economía social de mercado» sigue teniendo vigencia en los países en vías de desarrollo.
2. Fomentar los elementos necesarios de transparencia en la información económica, reforzamiento de la supervisión del sector financiero y establecer una nueva estrategia frente a los movimientos de capitales.
3. Una política financiera internacional que permita la estabilidad monetaria y frene los movimientos especulativos de capitales, que también está vinculada a las reformas fiscales.
4. Una política industrial y tecnológica para sentar las bases de los nuevos esquemas de especialización productiva que permita competir en el contexto internacional.
5. Una revolución de los procesos tecnológicos y de investigación, que permitan competir y aprovechar lo antes posible las potencialidades que brinda la sociedad de la información y del conocimiento. En la sociedad de la información y del conocimiento, la inversión en capital humano es el equivalente a la competitividad en términos de país.
6. Un sistema de estímulo al tercer sector, para potenciar las actividades sin ánimo de lucro y la participación activa de la riqueza local en la solución de los problemas de la pobreza, elemento clave de las nuevas estrategias de reforzamiento del funcionamiento de los sistemas democráticos.

---

[1] Fallecido en Madrid, el 27 de julio de 2007.

7. Derechos de propiedad seguros, con costes equilibrados para ampliar y movilizar el ahorro popular para el acceso a los bienes inmobiliarios.
8. Promulgar un amplio acuerdo sobre la lucha contra la corrupción y la difusión de prácticas éticas en el comportamiento de los agentes económicos, privados y públicos.
9. Concluido el Plan Brady, es preciso definir uno nuevo, que incorpore mecanismos para la reducción de la deuda exterior a cifras que no comprometan ni interfieran en el objetivo de un crecimiento sostenible.

Esta lista de prioridades, implica una cierta «transferencia» de la responsabilidad del desarrollo de la economía, como preconizaba el Consenso a la política y a la sociedad. Los «círculos virtuosos», que potencian el progreso en América Latina y en el resto del mundo, que perdió el tren de la Revolución Industrial, integran procesos de reformas económicas, políticas y sociales que son interdependientes y requieren enfoques pluridisciplinares.

La transformación de España durante los últimos treinta años, como la de toda Europa después de la Segunda Guerra Mundial, es un ejemplo visible de la necesidad de esta colaboración pluridisciplinar y conjunción de reformas entre lo económico, lo político y lo social.

6. CONCLUSIONES

Durante la década de los noventa, el ambiente optimista creado a partir de la aplicación de las reformas derivadas del Consenso de Washington, fue favorecido por el consenso existente para preservar el equilibrio macroeconómico, el control de la inflación, la mejora del balance presupuestario y el ahorro fiscal, el crecimiento de las exportaciones y la diversificación de los países de destino, así como las numerosas privatizaciones de las empresas públicas.

Sin embargo, en la mayoría de los casos, los equilibrios alcanzados se produjeron a costa de otros desequilibrios en variables macroeconómicas (particularmente referidas al sector externo) o bien descuidando aspectos esenciales para lograr la equidad y la competitividad sistémica mediante la inversión en capital humano, nuevas tecnologías e infraestructuras.

Éste y otros problemas determinaron la necesidad de mejorar el desempeño económico, especialmente porque los respectivos países tienen que enfrentar el

desafío y los riesgos que determina competir en un mundo cada vez más global. Para ello es necesario aumentar la competitividad, pero promoviendo la inclusión social, siendo ésta la manera más eficiente para propiciar el acceso de todos a los caminos de la prosperidad.

Podemos decir que las amplias reformas económicas surgidas del Consenso, aplicadas en los países de América Latina, supusieron una «sensación generalizada de insatisfacción entre la población y los actores sociales» y por tanto, se impuso la búsqueda de opciones que garantizasen un mayor crecimiento sustentable con equidad.

La principal razón de esta desilusión reside en que la distribución de los ingresos y las oportunidades empeoraron y al hecho de que existía un significativo potencial de inestabilidad, como lo demuestran las crisis sucesivas sufridas por México (1994-1995), Argentina (1995), Brasil (1998-1999) y nuevamente Argentina (2001-2002). Curiosamente estallaron en estos países que habían recibido los mayores flujos de capital en las fases de auge previas. La crisis del peso mexicano tuvo repercusiones importantes como fue el caso de los episodios de inestabilidad financiera en Argentina. Las posteriores crisis provenientes de Asia y Rusia, tuvieron grandes efectos en varios países y contaminaron la economía regional.

Aunque los caminos recorridos en la aplicación de las reformas fueron diversos, se repitieron «costosos errores», especialmente en el manejo macroeconómico; en el diseño de las reformas financieras y comerciales, y en la insuficiencia de los esfuerzos para completar los mercados. El fundamento de estos errores está básicamente en la fe extrema del neoliberalismo, en la eficiencia del sector privado y en la total desconfianza en el sector público (en general bien ganada). Según el postulado neoliberal, los desequilibrios no existen, salvo en el caso de que sean generados por la intervención estatal.

Sin embargo, las reformas y ampliaciones necesarias que proponemos, no tienen que convertirse en un fin en sí mismas, por el contrario, deben constituirse como un medio para el progreso, para alcanzar el desarrollo con equidad, para acortar distancias con los países avanzados, para que América Latina no se quede rezagada en la evolución del siglo XXI.

Deseamos que estas consideraciones realizadas, las cuales entendemos que no son de ninguna manera ni definitivas, ni cerradas, sino abiertas a la discusión

y al diálogo, sirvan para impulsar y dinamizar una economía de libre mercado superior a la derivada de la aplicación de las «reformas del Consenso de Washington».

Lo que impere en este nuevo período, debe estar perfilado por el avance de un pensamiento económico más pragmático a la vez que más científico, como razón poderosa para encarar el presente con decisión y valentía, pero sobre todo, para aplicar las políticas económicas y sociales que se deben establecer en América Latina.

Bibliografía

Casilda Béjar, R., (2002), *La década dorada: Economía e inversiones españolas en América Latina 1990-2000*. Servicio de publicaciones de la Universidad de Alcalá. Madrid, 2002.

Casilda Béjar, R., (2005), "América Latina: Del Consenso de Washington a la Agenda del Desarrollo de Barcelona". *Documento de Trabajo* 10/2005. Real Instituto Elcano de estudios Internacionales y estratégicos. Madrid.

Casilda Béjar, R., (2012), *América Latina emergente*. Editorial Universitaria Ramón Areces. Madrid, 2012.

Guitián M., J. Muns, (directores), A. Argandoña, M. A. Fernández Ordóñez, P. Krugman y J. Williamson, 1999, "La cultura de la estabilidad y el Consenso de Washington". *Colección Estudios e Informes*, volúmen 15. Servicio de Estudios. La Caixa. Barcelona, 1999.

EL CONSENSO DE WASHINGTON Y EL TRATADO DE MAASTRICHT: ¿UNA DEFENSA ANTE LOS *SUDDEN STOPS*?

Pilar L'Hotellerie-Fallois
Directora de Asuntos Internacionales del Banco de España

El Consenso de Washington y el Tratado de Maastricht son dos marcos de políticas –de planteamiento, características y ambición muy diferentes– que surgieron con la intención de dar solidez y estabilidad a los países que los adoptaran y reducir sus vulnerabilidades frente a los *shocks* externos, entre ellos las sequías de financiación (*sudden stops)*. Sin embargo, por motivos distintos, su aplicación no ha conseguido evitar la aparición de crisis en las economías que los han adoptado, ya sea en Latinoamérica, bajo el Consenso de Washington, o en Europa. En particular, el Tratado de Maastricht y el proceso de Unión Monetaria han marcado el progreso hacia pautas de estabilidad de las economías de la zona del euro, pero también han marcado el camino que ha conducido a la actual crisis de la deuda soberana.

El Consenso de Washington y el Tratado de Maastricht son procesos distintos en muchas dimensiones, pero tienen puntos importantes en común. En primer lugar, ambos nacen de una visión ambiciosa sobre cómo se tienen que orientar las políticas económicas en las economías para sustentar procesos de crecimiento y de desarrollo económico; en ambos casos, su aplicación dio lugar a un período de crecimiento, pero también a la generación de crisis, o al menos a una defensa insuficiente frente a las mismas; ambos generaron expectativas elevadas, que luego se vieron en cierta medida decepcionadas; y, por ese motivo, en ambos casos los planteamientos originales en relación con el marco de las políticas económicas inicialmente propuestas han sido revisados.

A continuación se repasan brevemente algunos elementos de comparación entre el Consenso de Washington y el Tratado de Maastricht, para pasar luego a destacar los rasgos comunes y las diferencias entre la crisis soberana europea y las crisis que tuvieron lugar en América Latina en la década de los noventa, y terminar hablando de las revisiones post-crisis.

1. EL CONSENSO DE WASHINGTON VS EL TRATADO DE MAASTRICHT: UNA COMPARACIÓN

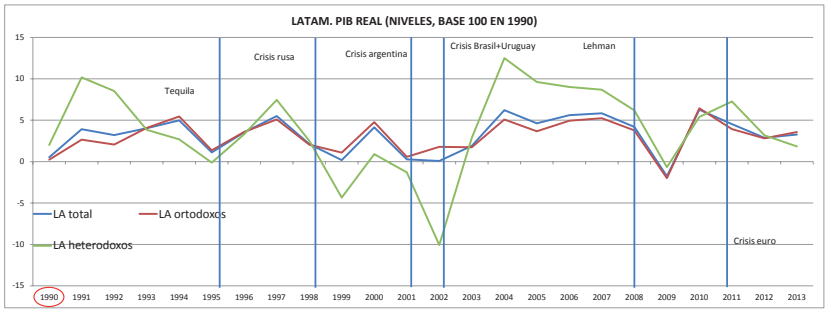
El Consenso de Washington, expresado en el conocido *Decálogo de Williamson* (véase esquema 1), nace como síntesis de la convergencia de criterios que, a finales de la década de los ochenta, se produce entre gobiernos, academia e instituciones financieras internacionales (FMI, Banco Mundial, BID) sobre el conjunto de políticas económicas en torno a las que articular la transformación económica de América Latina tras la década perdida. En síntesis, el Consenso se traduce en un conjunto de medidas orientadas a la estabilidad macroeconómica, la apertura comercial y la liberalización. Un aspecto importante es que no hay un cuerpo doctrinal claro tras el Consenso de Washington, y la aplicación que se hizo de estas políticas en los noventa –entre otros por el FMI– no fue homogénea, ni completa, ni sujeta a un calendario específico.

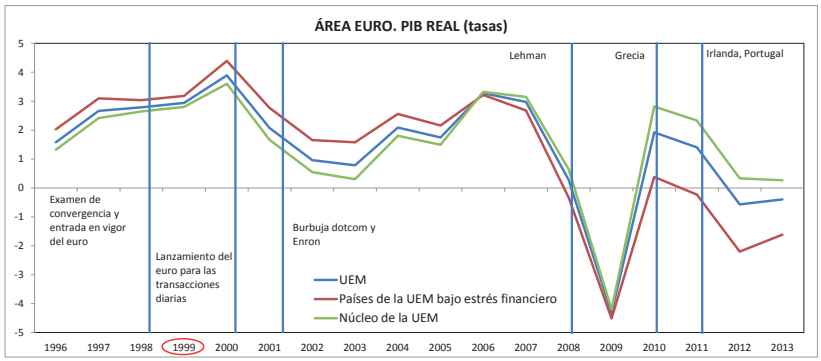
Esquema 1: El Consenso de Washington: decálogo de Williamson (1989).

Disciplina fiscal Reorientación del gasto público Reforma tributaria Liberalización de tipos de interés	**Estabilización**
Tipo de cambio competitivo Liberalización comercial Liberalización de las entradas de inversión directa	**Apertura**
Privatización Desregulación Asegurar derechos de propiedad	**Reformas**

Por su parte, el Tratado de Maastricht (TM) sitúa a la Unión Monetaria como la culminación del proceso de integración económica europea en los años noventa. Para ello, el Tratado establece una estrategia de estabilización macroeconómica basada primero en la convergencia nominal –mediante el cumplimiento de unos criterios cuantitativos de convergencia– y posteriormente en la pertenencia a la moneda común. La aplicación de esta estrategia implicaba necesariamente una asimetría, puesto que se formulaba como la convergencia de aquellos países con menor tradición de estabilidad macroeconómica hacia los estándares alcanzados por los países más estables de Europa.

Gráfico 1





El panel superior del gráfico 1 recoge la evolución del PIB en América Latina desde 1990, cuando se empieza a aplicar el conjunto de medidas de estabilización, liberalización y apertura que forman el Consenso de Washington. Ya fuera porque las medidas se aplicaron de forma incorrecta, porque el *timing* no fue lo suficientemente gradual, por deficiencias del marco institucional o porque la propuesta en sí era incompleta, el caso es que a pesar del esfuerzo reformista los resultados en términos de crecimiento –un crecimiento medio del 3% del PIB en el conjunto de la década– no fueron los esperados. Además, las economías latinoamericanas siguieron siendo vulnerables a los *shocks* financieros externos –dependientes de la financiación exterior–, que abocaron a la región a un período relativamente convulso entre 1994-1995, fecha de la crisis mejicana del "Tequila", y 2001-2002, con la crisis argentina. Aunque el

crecimiento medio del PIB durante esos años fue parecido al observado antes de la crisis mejicana, la volatilidad aumentó.

Precisamente la recurrencia de esas crisis hace que a partir de finales de los años noventa el conjunto de reformas y medidas aplicadas en los años anteriores se modifique, adoptando una mayor flexibilidad, y se ponga énfasis en la introducción de medidas orientadas a la defensa frente a los *shocks* financieros y en la reducción de vulnerabilidades externas, en lo que se podría denominar una reformulación del Consenso de Washington. En particular, una serie de países con políticas económicas "ortodoxas", como México, Brasil, Chile, Colombia y Perú (recogidos en la línea roja del gráfico), optan por seguir esa vía, lo que les permite beneficiarse de una elevada afluencia de financiación exterior; en el contexto del proceso de globalización que vivió la economía mundial en la primera década de este siglo, alcanzando –ahora sí– un elevado dinamismo. Otros países, como Venezuela y Argentina (la línea verde), con una deriva heterodoxa, se apartan de ese Consenso de Washington reformulado, aunque registran tasas de crecimiento incluso más elevadas, apoyados en el ciclo alcista de los precios de las materias primas y los alimentos, al ser exportadores de esos productos; no obstante, experimentan mucha mayor volatilidad en su crecimiento. La salida de la crisis financiera, a partir de 2009, parece apuntar hacia pautas de comportamiento similares, siendo igualmente rápida para ambos grupos de países (al no ser una crisis latinoamericana, sino de origen externo); sin embargo, las previsiones para 2013-2014 apuntan a un mayor sostenimiento de la recuperación en las economías más ortodoxas.

En el caso de la zona del euro, tanto en el período de convergencia nominal previo a la entrada en vigor de la Unión Monetaria, en 1999, como los primeros diez años de la UEM constituyen una fase de crecimiento elevado en los países de la Zona Euro. Como se observa en el panel inferior del gráfico 1, el crecimiento fue más fuerte en los países más alejados del núcleo central, Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia, identificados como países sometidos a tensiones financieras, porque fue en ellos, a la postre, en los que se centró la crisis soberana de 2010. El establecimiento de la Unión Monetaria supuso un fuerte *shock* positivo para las economías de la Zona Euro, que se beneficiaron, en general, de una acelerada integración financiera y del incremento de flujos de financiación entre los países de la Zona. Ese *shock* fue especialmente expansivo para las economías más alejadas del núcleo, que eran las que tenían mayor un *gap* de convergencia real con el centro, pero

provocó también la acumulación de desequilibrios dentro de la UEM, que hicieron a estas economías especialmente vulnerables a los problemas de financiación externa.

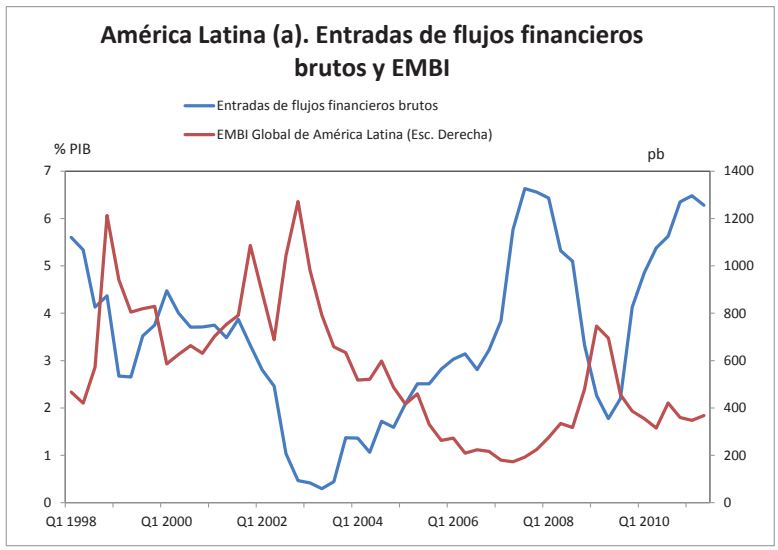
En el caso de la Zona Euro, la crisis financiera de 2008 no fue un fenómeno externo con impacto intenso pero pasajero, como en América Latina. Las economías europeas estaban en el centro de las turbulencias, y estas dieron paso, además, a una crisis propiamente europea, la crisis soberana, que entre 2011 y 2012 se hizo sistémica. Es una crisis muy compleja, que pone de manifiesto problemas en la arquitectura institucional de la UEM, y que provoca que esos países, que habían crecido mucho antes y habían generado muchos desequilibrios, entraran en una recesión muy prolongada, en la que todavía estamos inmersos.

2. LA CRISIS SOBERANA: RASGOS COMUNES Y DIFERENCIAS CON LAS CRISIS LATINOAMERICANAS

Como se deduce del apartado anterior, los orígenes de las crisis financieras que sufrieron las economías latinoamericanas en los noventa y de la crisis soberana europea son diferentes; hay además diferencias fundamentales entre estos dos grupos de países, y eso hace que las soluciones encontradas en Latinoamérica no sean necesariamente aplicables en el ámbito de la Unión Monetaria. No obstante, ambos tipos de episodios comparten algunas características, que se refieren sobre todo a la propia mecánica del desarrollo de las crisis financieras: al ciclo de entradas y salidas de capitales, y a los cambios en la valoración del riesgo por parte de los mercados.

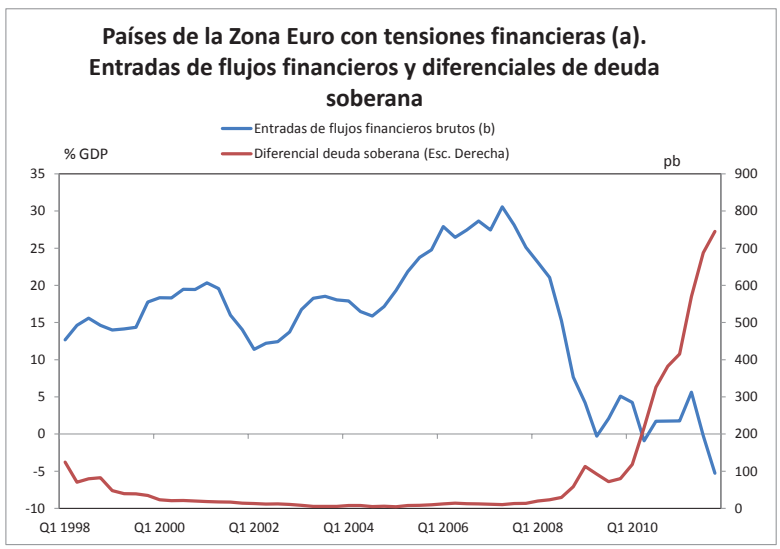
Como se observa en el gráfico 2a, los ciclos financieros combinan períodos de fuerte crecimiento de los flujos de entrada de capitales y baja valoración del riesgo por el mercado, con períodos en los que, una vez que se desencadena la crisis, los capitales salen rápidamente y la valoración del riesgo se deteriora de forma también muy rápida. En el caso de América Latina (gráfico 2b), se observa una salida muy rápida de capitales en torno a la crisis argentina de 2001-2002, con un deterioro fuerte de los indicadores de riesgo. Pero, una vez que es solventada esa crisis, los capitales retornaron con fuerza a la región y la valoración del riesgo cayó. Esas eran las circunstancias cuando se produjo el impacto de la crisis financiera global, que fue reducido y circunscrito en el tiempo. Tras una rápida caída de los flujos de entrada de capitales, la recomposición de esos flujos

Gráfico 2a



Fuentes: FMI (IFS) y Datastream.
(a) Argentina y Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Gráfico 2b



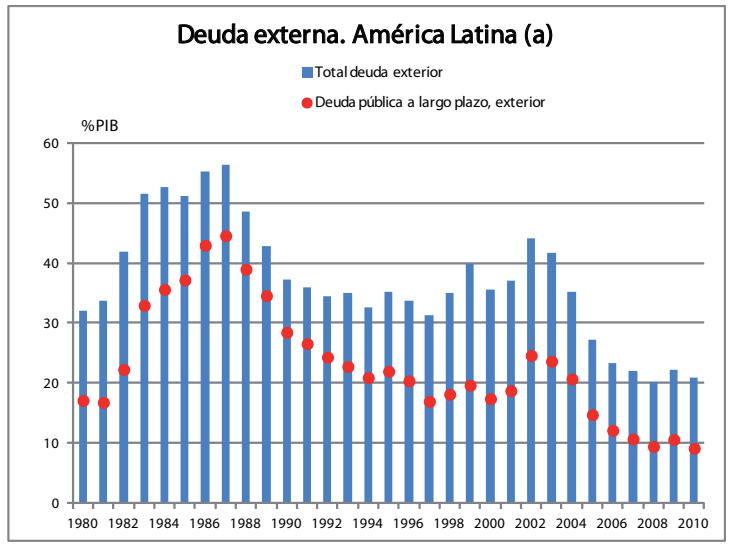
Fuentes: FMI (IFS) y Datastream.
(a) Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España.
(b) Excluido "pasivos otra inversión, autoridades monetarias".

se produjo de manera igualmente rápida, y también lo fue la subida y posterior corrección del indicador de riesgo de crédito. Esto cabe atribuirlo principalmente a que no fue una crisis originada en la región; por el contrario, los países de América Latina enfrentaron la crisis financiera desde una posición de fortaleza en sus fundamentales, muy diferente de la existente antes de la crisis argentina y de las crisis de los años ochenta y noventa.

Aunque con las mismas características que en América Latina, el ciclo financiero en los países sometidos a estrés en la Zona Euro presenta una diferencia muy importante: la etapa expansiva que se genera en torno a la entrada en vigor de la Unión Monetaria es enormemente dilatada (gráfico 2b). La UEM nace con un elevado bagaje de credibilidad, que sustenta un proceso de intensa integración financiera dentro de la Zona. Este proceso de integración supuso un impulso expansivo de fuerza especialmente inusitada en los países que partían de unas condiciones de estabilidad menos arraigadas y más alejados del núcleo central de la UEM. Los flujos de capital resultantes de la integración se dirigieron principalmente hacia esos países, alcanzando magnitudes muy elevadas, mientras que la valoración del riesgo de crédito, medida por los diferenciales soberanos, se mantenía en niveles mínimos, muy cercanos a cero. En este contexto, la crisis financiera global tuvo un impacto inicial sobre las economías europeas similar al observado en el caso de América Latina, pero luego derivó en una crisis soberana, centrada en las economías que más se habían beneficiado del impacto expansivo anterior, caracterizada por una importante retracción de capitales y un intenso deterioro de la valoración del riesgo por parte de los mercados.

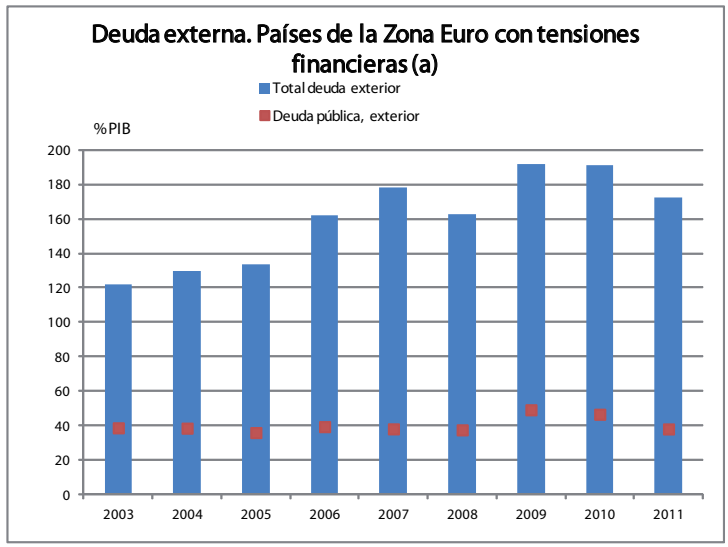
En las etapas de expansión previas a las crisis financieras, las favorables condiciones de financiación y las entradas de capitales conllevan un incremento significativo del endeudamiento externo de las economías afectadas. El gráfico 3a muestra el endeudamiento bruto con el exterior del grupo de economías latinoamericanas y el gráfico 3b del grupo de países de la UEM sometidos a tensiones financieras. En el caso de América Latina, el incremento del endeudamiento exterior previo a la crisis argentina, que no llegó a los niveles alcanzados en los años ochenta, tuvo como contrapartida interna un aumento de la deuda pública muy importante. Esta es una de las diferencias con los países de la Zona Euro con tensiones financieras, que registraron también un incremento muy significativo de su endeudamiento externo pero, en este caso,

Gráfico 3a



Fuentes: Base de datos del BM, OCDE y BIS.
(a) Media ponderada de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Gráfico 3b



Fuentes: Base de datos del BM, OCDE y BIS.
(a) Media ponderada de Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España.

el componente que más creció fue la deuda del sector privado, tal y como se recoge, con más detalle, en el gráfico 4.

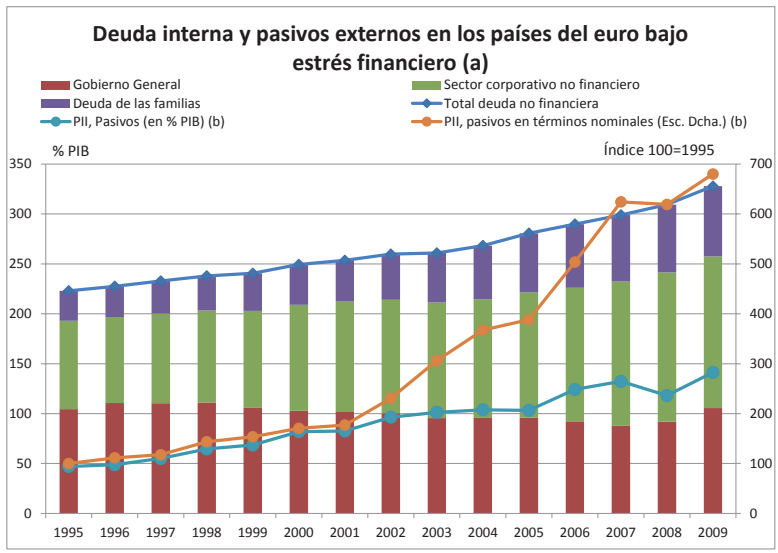
En efecto, a lo largo del período de expansión se produjo un incremento muy importante del endeudamiento de los hogares y de las empresas no financieras (gráfico 4a), que tuvo como contrapartida el endeudamiento externo. Es decir, los sectores privados de esos países se endeudaron con el exterior, haciéndolo por intermediación de la banca. Así, en el caso de España, los bancos españoles tomaban fondos fuera, atrayendo capitales hacia la economía doméstica y financiando las actividades de empresas y familias españolas. Ese endeudamiento externo estaba denominado en euros, porque los flujos de financiación provenían de otros países de la UEM, principalmente del núcleo central (Alemania).

El sector público, por su parte, dio una imagen de solidez durante la etapa expansiva: la ratio de la deuda pública en esos países fue cayendo y los saldos fiscales se mantuvieron dentro de los límites de Maastricht; en España se registró incluso un superávit del sector público en el 2007. Sin embargo, a pesar de esa aparente robustez, el ajuste ocurrido tras la crisis generó un deterioro muy grave de los déficits públicos y la deuda pública creció rápidamente, como consecuencia del parón de la demanda y la recesión económica (gráfico 4b). La necesaria corrección a la baja de la deuda privada produjo, a través de diversos canales, un aumento paralelo de la deuda pública.

En términos de flujos, el aumento del endeudamiento exterior financiado por entradas de capitales (resultado, a su vez, del fuerte endeudamiento interno) que tuvo lugar durante la etapa expansiva se plasmó en la recurrencia de déficits por cuenta corriente muy abultados, durante un período prolongado. El gráfico 5 compara precisamente los déficits por cuenta corriente registrados por los países de la zona del euro sujetos a estrés financiero con los experimentados por los países latinoamericanos. La magnitud del *shock* expansivo sufrido por los países de la UEM fue enorme y muy superior a los episodios de *boom* que experimentaron los países latinoamericanos en el período de comparación: de 1996-1998 a 2008 se generan unos déficits por cuenta corriente que para la media de esos países llegaron casi al 10%.

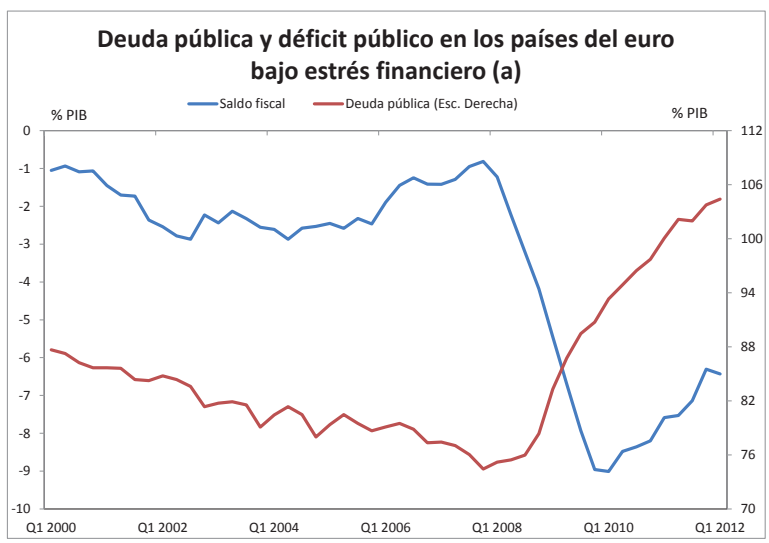
Durante la etapa inicial de la UEM, los elevados déficits externos, resultado de la creciente integración financiera entre países miembros, fueron considerados normales, y la idea de que los desequilibrios de financiación entre los países

Gráfico 4a



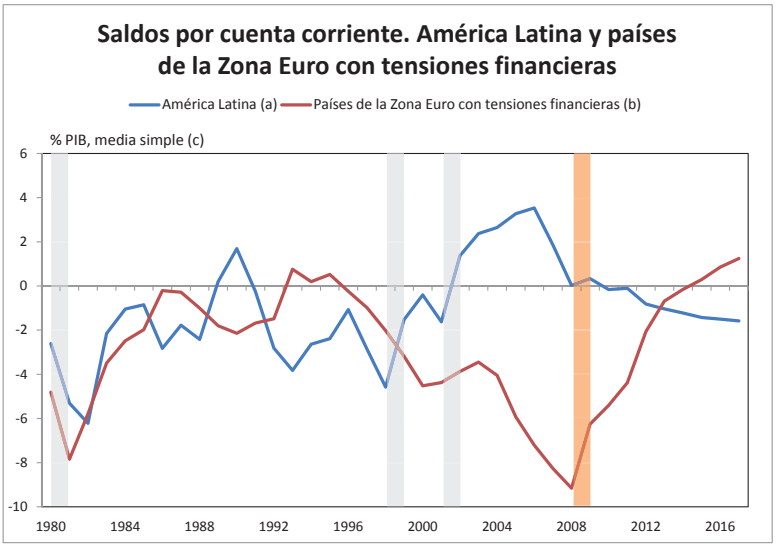
Fuentes: Cechetti et al, IMF (IFS) y Milesi Ferretti.
(a) Media ponderada de Grecia, Italia, Portugal y España.
(b) Pasivos otra inversión más pasivos deuda (inversión de cartera).

Gráfico 4b



Fuentes: Fuentes nacionales y Eurostat.
(a) Agregado ponderado de Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España.

Gráfico 5



Fuentes: FMI (WEO octubre 2012).
(a) Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
(b) Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España.
(c) Las barras grises representan crisis en América Latina. La naranja, la crisis global de 2008.

de la zona del euro no tenían relevancia era extendida. Sin embargo, la crisis financiera global puso en cuestión ese patrón de financiación intra-UEM, que quedó totalmente rechazado con la crisis soberana, cuando se produjo una reversión de los flujos de capital a gran escala, característica habitual de las crisis financieras. Ese rechazo tiene que ver sin duda con el hecho de que los países integrantes no formaban una zona monetaria óptima.

El hecho de que la tolerancia hacia la formación de desequilibrios entre los países de la UEM se extendiera a los mercados financieros fue un elemento muy importante de apoyo al desarrollo del ciclo expansivo. En el gráfico 6a se representa una medida de los fundamentales de las economías, que se mueve en sentido inverso –cuanto más crece, mayor deterioro en los fundamentales (fiscales, de endeudamiento, de déficits patrimoniales) dentro de las distintas economías–, junto con una medida del riesgo de crédito, para América Latina y para los países del euro bajo estrés financiero (gráfico 6b). Se observa que, en el caso de los países de la UEM, a pesar del fuerte deterioro de los fundamentales

Gráfico 6a

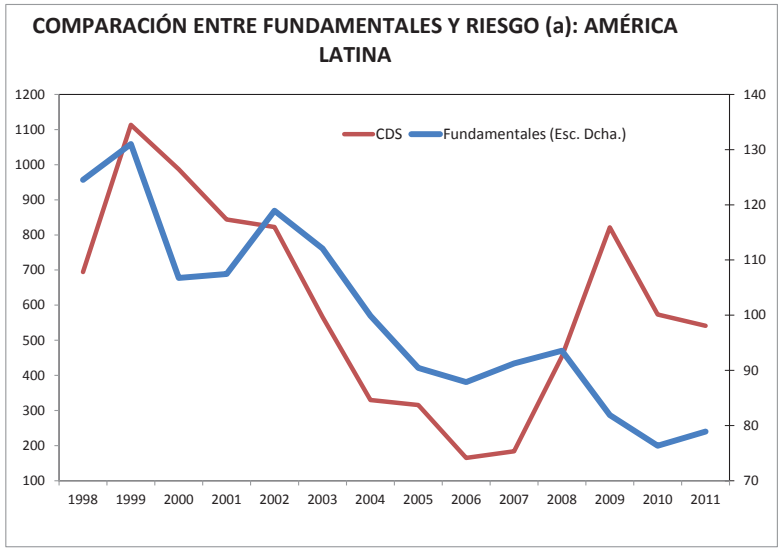
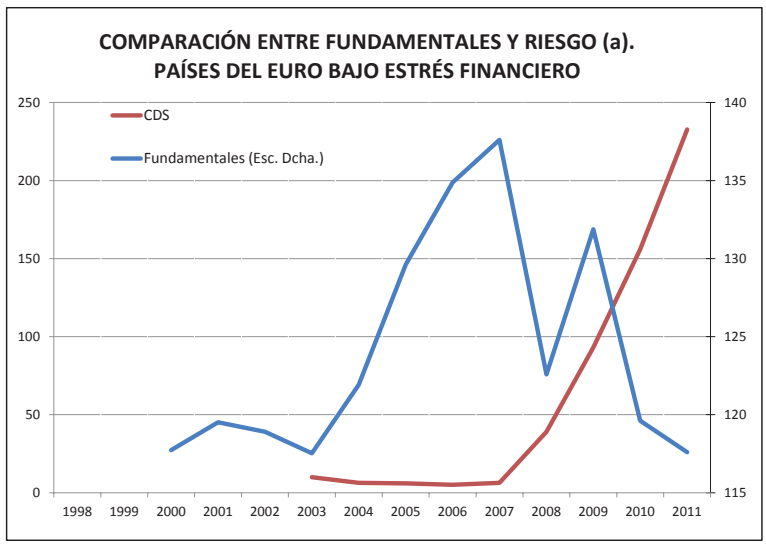


Gráfico 6b



(a) Promedio de balanza por cuenta corriente, crecimiento del PIB, crecimiento del crédito, deuda pública, posición exterior neta, reservas, posición exterior neta de bancos nacionales y pasivos exteriores a corto plazo. Un aumento significa un deterioro de los fundamentales.

en los años previos a la crisis, la valoración que hacían los mercados en términos de sus diferenciales soberanos antes de la crisis era muy positiva. Ello permitió el mantenimiento de condiciones financieras muy favorables en los países que se estaban endeudando. La discrepancia entre la evolución de los fundamentales y la valoración de mercado solo se puso de manifiesto, de forma brusca, a raíz de las turbulencias generadas por la crisis financiera global, desencadenando una fortísima salida de capitales y un drástico incremento de la valoración del riesgo en los mercados.

En el caso de América Latina, sin embargo, la valoración del riesgo de crédito por los mercados era coherente con la evolución de los fundamentales, de forma que la reducción del riesgo de crédito –y, por tanto, la mejora en las condiciones de financiación– desde el final de la crisis argentina vino sustentada en un avance sustancial en los fundamentales de esas economías. La crisis financiera de 2008 rompió transitoriamente esa evolución, al producirse un deterioro del indicador de riesgo de soberano mucho más intenso que el que cabría explicar por la evolución de los fundamentales, que siguieron mejorando después de un pequeño retroceso.

En la zona del euro, el episodio más agudo de la crisis soberana fue posterior al desencadenamiento de la crisis financiera, en septiembre de 2008. Aunque los diferenciales soberanos de los países alejados del núcleo central de la UEM ya empezaron a separarse de los países del núcleo tras la caída de Lehman Brothers, fue en 2010, con la salida a primer plano de los problemas de Grecia, y sobre todo en 2011, cuando la crisis soberana se hizo sistémica y se extendió a España e Italia, cuando se produjo un crecimiento exponencial de los diferenciales soberanos y la reversión de los flujos de capitales que habían respaldado el *boom* crediticio y la formación de los desequilibrios en la zona del euro: un "*sudden stop*" para los países previamente receptores de esos flujos. El gráfico 7b, que recoge las entradas acumuladas de capitales de dos grupos de países dentro de la zona del euro, los emisores de financiación y los receptores, muestra como desde mediados de 2011 hubo una salida muy rápida de capitales desde los países endeudados, que retornaron a los países emisores de esa financiación, los del núcleo de la UEM.

El gráfico 7a ilustra bien la idea de "fragmentación" de los mercados financieros dentro de la zona del euro, que supone la reversión del proceso de integración financiera registrado antes de 2008. El "*sudden stop*"

Gráfico 7a

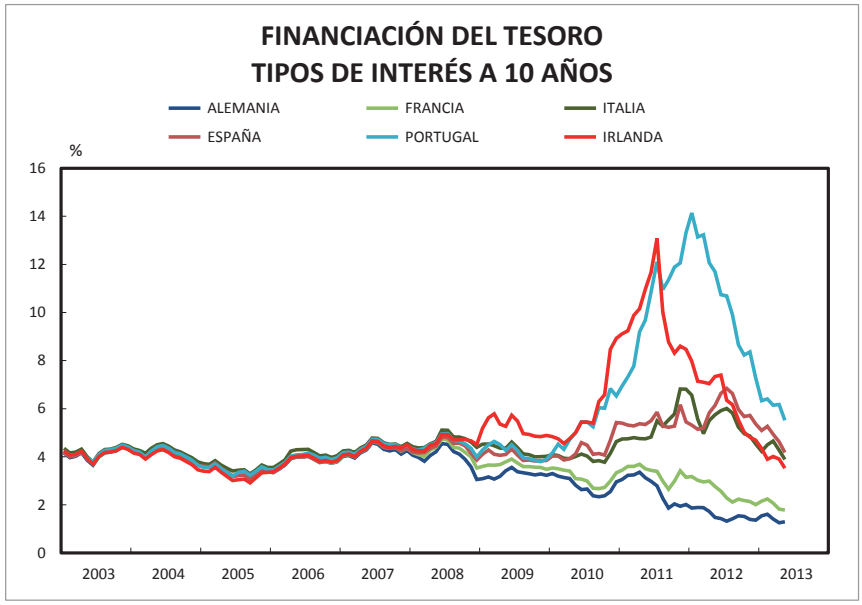
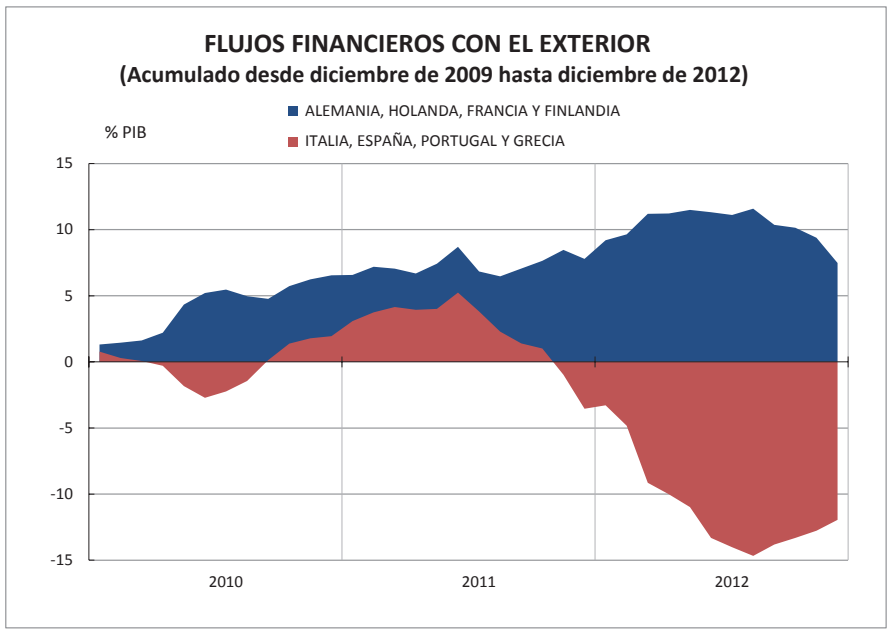


Gráfico 7b



experimentado por los países endeudados fue el resultado de un problema más profundo: el cuestionamiento de la solvencia de esos países en su propia moneda y de su capacidad para mantenerse en la UEM. Eso hace que un euro en Grecia o en Portugal deje de ser considerado equivalente a un euro en Alemania o en Francia (el llamado "riesgo de denominación"), lo que acelera la salida de capitales.

La pérdida de credibilidad del euro, no en sí mismo, es decir en cuanto a su supervivencia, sino en cuanto a la capacidad de mantener la integridad de la zona del euro, en su actual configuración de países, tiene raíces muy profundas, vinculadas a la arquitectura institucional de la UEM. Por ello, una de las vías emprendidas para solucionar la crisis soberana ha sido un replanteamiento y un reforzamiento institucional de la UEM.

3. EL CONSENSO DE WASHINGTON Y LA UEM TRAS LA CRISIS

El Tratado de Maastricht y el Consenso de Washington proponían una serie de políticas –y un marco institucional, en el caso de la UEM– orientadas a dar sustento a un crecimiento sólido, estable y sostenible. Sin embargo, su puesta en práctica no pudo impedir que en las fases de crecimiento se incubaran una serie de desequilibrios, tanto en Europa como en América Latina, que terminaron abocando a crisis financieras importantes, con recesiones y pérdidas de producto en ambas regiones. Las crisis, a su vez, obligaron a replantearse la aplicación de esos marcos de políticas económicas.

En el caso de Latinoamérica, ha habido una serie de países que han mantenido un enfoque ortodoxo de sus políticas, mientras que otro conjunto de países ha adoptado una deriva más heterodoxa, como he señalado antes. Dentro del primer grupo de economías latinoamericanas, sigue habiendo un énfasis importante en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, pero a diferencia de antes, ahora se enfatizan más la utilización contracíclica de la política macroeconómica, para moderar la volatilidad, y el gradualismo en la apertura financiera, de acuerdo con la profundidad financiera de cada economía, ya que una de las causas identificadas tras las crisis de los noventa fue una apertura excesivamente rápida de las cuentas financieras, cuando las economías no tienen mercados internos suficientemente profundos.

La utilización de *pegs* para los tipos de cambio fue otro elemento que llevó a episodios de sobrevaloración y fomentó o abonó la llegada de crisis financieras. En la década de los 2000, muchos países latinoamericanos, sobre todo los que han adoptado objetivos de inflación para sus políticas monetarias, dejaron flotar sus monedas. No obstante, no han dejado de mirar al tipo de cambio, evitando la acumulación de desalineamientos importantes. Este enfoque se ha formalizado en lo que se conoce como "*inflation targeting plus*" –el seguimiento de objetivos de inflación, sin abandonar la vigilancia sobre el tipo de cambio– y es ahora la norma de política monetaria en América Latina.

Por otra parte, tanto el Consenso de Washington como Maastricht presentan deficiencias en cuanto al desarrollo de un marco institucional adecuado. En América Latina ha habido una mejora muy importante de los marcos institucionales. Por ejemplo, la aparición de reglas fiscales otorga estabilidad y credibilidad. Por último, se observa también una mayor preocupación por la equidad, un elemento que estaba también ausente en el Consenso de Washington original. La aplicación de estas mejoras ha permitido a las economías latinoamericanas afrontar la crisis financiera global con una gran capacidad de resistencia.

En el caso de la UEM los errores previos a la crisis se produjeron tanto a nivel de las autoridades nacionales, que no supieron adecuar su actuación al contexto de la UEM, como a nivel europeo, dadas las insuficiencias del diseño institucional ya señaladas y de la necesidad de fortalecer la Unión Monetaria. La acción de cambio y de renovación se ha venido desarrollando a tres niveles –el de las instituciones europeas, el del Banco Central Europeo y el de los gobiernos nacionales, que están modificando sus formas de actuación y sus marcos de políticas económicas– y con dos horizontes temporales: el corto plazo, diseñando mecanismos para la gestión de crisis, y a más largo plazo, mejorando los marcos de vigilancia macroeconómica y avanzando hacia una mayor integración (véase esquema 2).

Por otra parte, la acción para modificar y reformar la institucionalidad de la Zona Euro se ha desarrollado por etapas. Primero, tras la crisis de Lehman y las primeras etapas de crisis soberana la acción se concentró en proveer mecanismos de gestión de crisis para las economías más pequeñas; pero cuando la crisis se hizo sistémica, a partir de 2011, la acción frente a la crisis ganó contundencia para poder solventar el problema de la fragmentación y reducir el riesgo de

Esquema 2: La gestión de la crisis del euro.

<table>
<tr><th></th><th colspan="2">Resolución y gestión de crisis</th><th colspan="4">Prevención de crisis (actuaciones por áreas)</th></tr>
<tr><th></th><th></th><th>Monetaria BCE</th><th>Fiscal</th><th>Económica</th><th>Financiera</th><th>Política</th></tr>
<tr><td rowspan="3">1ª etapa

2008-
-2011</td><td rowspan="3">GR (may.10)
>Troika,EFSF

IR (oct.10)
PT (may.11)
Contagio
GR2 (feb.12)
Contagio</td><td rowspan="3">Provisión de liquidez convencional (LTRO<1)

Compras de bonos (SMP)

LTRO<3</td><td colspan="2">6-pack (oct.11)</td><td rowspan="3">EFSF: EBA+ESMA …
ESRB (dic.10)

=macroprud. +integración supranacional</td><td rowspan="3">Cambios constitucionales

Ratificación rápida

(Asimetría) Enfoque Interguberna mental</td></tr>
<tr><td>Revisión PEC</td><td>Procedimiento Desequilibrios Excesivos</td></tr>
<tr><td>2-pack Fiscal compact (mar.12)</td><td>Euro+</td></tr>
<tr><td>2ª etapa
2012-
-hoy</td><td>ESM (sep.12)
SP-b (nov.13)
CH (abr.13)</td><td>OMTs
Anunciadas (jul.12)+
Establecidas (sep.12)
No utilizadas</td><td colspan="4">NEW UNION (Consejo junio 2012)</td></tr>
<tr><td colspan="2"></td><td></td><td>Presupuesto Europeo</td><td>ECCM</td><td>UNIÓN BANCARIA
SSM+SRM</td><td>Legitimidad</td></tr>
</table>

ESRB: European systemic risk board.
SSM: Single Supervisory Mechanism (European Commission).
SRM: Single Resolution Mechanism (European Commission).
OMT: Outright Monetary Transactions.
ESM: European Stability Mechanism.
EFSF: European Financial Stability Facility.
SMP: Security Markets Programme.
LTRO: Long-Term Refinancing Operation.
PEC: Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento.

ruptura de la Unión Económica y Monetaria. El Banco Central Europeo puso entonces a disposición de los países afectados las Opeaciones Monetarias Directas y se puso en marcha el proyecto de unión bancaria, ampliable posteriormente a una unión económica, fiscal y política.

El Banco Central Europeo ha concentrado su actuación sobre todo en el corto plazo, en la gestión de la crisis, y siendo respetuoso en todo momento con su mandato de estabilidad de precios. De esta forma ha dado tiempo a las autoridades europeas y nacionales para adoptar las decisiones y establecer los mecanismos que solventaran los problemas de fondo de la Unión Monetaria. En cualquier caso, tanto por parte del Banco Central Europeo como por parte de las

autoridades europeas y de nacionales hay dinámica de reticencias sobre quién se mueve primero. Si es el Banco Central Europeo, los demás pueden tener menos incentivos para actuar; pero si el Banco Central Europeo no actúa, los riesgos se multiplican. Al final, la acción de política se desarrolla con mucha lentitud. El Banco Central Europeo ha cumplido su misión en el sentido de que ha proporcionado tiempo a las autoridades para que actúen y para que mejoren los problemas institucionales y de diseño de políticas que hay en Europa. Ese es el camino que con dificultad y lentitud, pero también con avances claros y muy importantes, se está recorriendo para cimentar mejor la Unión Económica y Monetaria.

Bibliografía

Banco Central de Chile, BCE, Banco de España, (2012), *Macroeconomic Policies, Global Liquidity and Sovereign Risk*, mimeo.

Williamson, J., (2004), "A Short History of the Washington Consensus*",* preparado para la conferencia "*From the Washington Consensus towards a new Global Governance*", CIDOB, Barcelona.

Rodrik, D., (2006), "Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's "Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform"", *Journal of Economic Literature*, Dec 2006.

III
LAS CRISIS EN AMÉRICA LATINA

CRISIS Y PROGRAMAS DE AJUSTE EN AMÉRICA LATINA

Marisol de Francisco
Economista jefe para América Latina – División América, Banco Santander

Comenzaré haciendo una breve revisión de las crisis financieras en Latinoamérica, planteándonos algunas cuestiones sobre cuáles fueron sus orígenes y sobre las respuestas que se les dio para hacerles frente. En segundo lugar, haré una breve descripción de la crisis de los 80, centrándome en las principales respuestas de política económica que se les dio y por qué tardó tiempo en resolverse y afectó a tantos países. En tercer lugar, revisaré las crisis de los 90 tomando el ejemplo de México como uno de los países que mejor enfrentó la crisis y pudo solventar de forma más efectiva sus problemas, para concluir con las principales lecciones que podemos extraer de cómo hacer frente a las crisis económicas y cómo prepararse para evitar que surjan.

1. LAS CRISIS FINANCIERAS: ALGUNAS CUESTIONES SOBRE LOS ORÍGENES Y LAS RESPUESTAS

1. 1. Los orígenes de las crisis

En relación a los orígenes de las crisis, existe un amplio consenso: todas ellas suelen provenir de la combinación de insostenibles políticas macroeconómicas:

- Bien sean elevados déficit públicos o de cuenta corriente.
- Crecientes e insostenibles *stocks* de deuda pública o privada.
- O auges excesivos de crédito.
- El origen también puede estar en períodos de fuertes entradas de flujos de capitales, que hacen vulnerable a los países ante cambios en el entorno o en las preferencias de los inversores, que den paso a "*sudden stops*" en los flujos de capital o ante posibles reversiones en la dirección de los flujos, es decir, a fuertes salidas de capital.

- Por parte del sector bancario, las causas de posibles crisis radican en fragilidades en sus balances: descalces en cuanto a divisas y plazos y a operaciones fuera de balance.

1. 2. Las respuestas a las crisis: en busca de "las mejores prácticas"

Pero si bien existe consenso sobre cuáles son los orígenes de las crisis, existe un menor consenso en cuanto a cuáles son las mejores prácticas para enfrentar las crisis. Elegir la mejor manera de resolver las crisis financieras y acelerar las recuperaciones es un objetivo a menudo difícil de conseguir.

En particular, porque no hay un consenso generalizado sobre cuáles son las mejores prácticas, ni siquiera sobre cuales son buenas prácticas. Existen distintas aproximaciones a la hora de intentar solucionar una crisis financiera según los objetivos de política económica que se quieran perseguir:

- En unos casos se adopta un enfoque destinado a minimizar los costes fiscales: el principal objetivo es no incurrir en elevados déficits fiscales.
- En otros casos, lo que se busca es minimizar el coste económico en términos de pérdida del Producto Interior Bruto. Se tomarán las medidas buscando el menor coste económico e intentando acelerar la recuperación.
- Y, existe un tercer enfoque centrado en perseguir reformas estructurales, en lograr la aprobación de reformas que no solo miren el corto plazo sino que miren a las causas subyacentes de las crisis y promuevan la estabilidad y sostenibilidad de largo plazo.

Entre todas las formas de encarar las crisis, entre estos distintos objetivos que se persiguen suele haber un *trade-off*. A veces es necesario incurrir en elevados costes fiscales para resolver una crisis bancaria y acelerar la recuperación; en otros, los avances en las reformas estructurales solo son posibles en caso de severas crisis económicas e incurriendo en elevados costes fiscales.

En todo caso, las decisiones que se adopten en torno a las medidas están sujetas a ciertas restricciones:

- ¿Está disponible la financiación para incurrir en elevados déficit? Si no es así, no se podrá tomar esa decisión.
- ¿Existe suficiente apoyo político para aprobar las reformas estructurales? Si no existe ese apoyo político será muy difícil su aprobación.

- En cualquier caso, la debilidad institucional puede agravar las crisis y complicar su resolución.

1.3. Algunas cuestiones: las crisis en Latinoamérica y su timing

La región es un interesante laboratorio para analizar las crisis financieras. Como se puede ver en el cuadro adjunto, Latinoamérica ha pasado por numerosas crisis y de todos los tipos:

- Hubo crisis bancarias sistémicas, con el principal ejemplo en Argentina, que experimentó cuatro de estas crisis desde principios de los 80.
- Hubo también crisis cambiarias, con su máximo exponente en las cinco por las que ha atravesado Brasil, siendo la primera en 1976 y la última en 1999.
- Y crisis de deuda soberana, principalmente en la década de los 80.
- Muchas de estas crisis fueron además crisis gemelas, sobre todo cambiarias y bancarias; y también en algún caso fueron "trillizas", crisis triples –cambiarias, bancarias y de deuda soberana–, como fue la crisis de Argentina en 2001-2002.

América Latina: Un laboratorio para analizar las crisis financieras

País	Crisis bancaria sistémica (año de inicio)	Crisis cambiaria (año)	Crisis de Deuda (año)	Reestructuración de la deuda (año)
Argentina	(4) 1980, 1989, 1995, 2001	(4) 1975, 1981, 1987, 2002	(2) 1982, 2001	(2) 1993, 2005
Brasil	(2) 1990, 1994	(5) 1976, 1982, 1987, 1992, 1999	1983	1994
Chile	(2) 1976, 1981	(2) 1972, 1982	1983	1990
Colombia	(2) 1982, 1998	1985		
México	(2) 1981, 1994	(3) 1977, 1982, 1995	1982	1990
Perú	1983	(3) 1976, 1981, 1988	1978	1996
Uruguay	(2) 1981, 2002	(4) 1972, 1983, 1990, 2002	(2) 1983, 2002	(2) 1991, 2003
Venezuela	1994	(4) 1984, 1989, 1994, 2002	1982	1990

Con tan largo historial de crisis económicas, Latinoamérica es un interesante laboratorio para analizar las crisis financieras y extraer lecciones de las respuestas con que sus autoridades les hicieron frente. Pues ciertamente, entre tantas crisis y respuestas, podemos extraer lecciones de lo que no debe hacerse, de experiencias que fueron sonados fracasos, y también de los casos de éxito, casos en los que

se adoptaron las medidas adecuadas que permitieron una resolución efectiva y pronta de la crisis.

Pero la principal conclusión que los países sacaron de tan elevado número de crisis no fue la de cómo hacer frente a las crisis; la principal lección fue que lo más importante es aprender a evitarlas, aprender a prevenirlas. Y la forma de prevenirlas es yendo al origen, yendo al análisis de esos desequilibrios macroeconómicos que originan las crisis, y evitar su aparición; o, en caso de que surjan, corrigiéndolos en etapas tempranas. En definitiva, estar siempre alerta ante la aparición de los desequilibrios que están en el origen de las crisis y estar dispuestos a asumir los costes de corregirlos lo antes posible. Y también, que es importante fortalecerse para poder luchar ante crisis que surjan en otros países, para evitar posibles contagios.

Y este aprendizaje se ha puesto bien a prueba en los últimos años, desde que surgió la crisis internacional, en 2008. Hemos podido observar como Latinoamérica ha sido capaz de evitar la crisis gracias a que contaba con fundamentos macro y financieros saneados y disponía de amplios márgenes de actuación en sus políticas monetaria y fiscal como munición frente a los eventuales contagios.

2. LA CRISIS DE LOS AÑOS 80

Sobre la crisis de los años 80, José Antonio Ocampo se ha detenido bastante en detalle, con lo cual solo me gustaría llamaros la atención sobre lo que se muestra en el cuadro adjunto, en el que podemos observar su gran duración –se tardó casi una década en resolverse– y su amplia extensión –afectó a 20 países a través de 30 episodios distintos–.

De hecho, la crisis de los 80 es bajo mi punto vista uno de los principales ejemplos de lo que no es conveniente hacer frente a una crisis. La tardanza y falta de convicción con que la Comunidad Internacional respondió ante ella, hizo que acabara afectando a tantos países y tardara tanto tiempo en resolverse.

El inicio de la crisis de la deuda de los años 80 en Latinoamérica fue el 20 de agosto de 1982, cuando el ministro de finanzas mexicano informó a los bancos de Nueva York que no podría pagarles los vencimientos del siguiente lunes. México tenía una abultada deuda externa y sus acreedores eran los principales bancos estadounidenses, por lo que se convirtió en detonante de una crisis que afectó a toda la región.

CRISIS DE LA DEUDA 1981-89

Etapa	País y año	Participación del FMI
I. Inicio. **1981-82**	Polonia, 1981	Ninguno (no miembro)
	Costa Rica 1981	EEF (Acuerdo de Préstamos extendido)
II. Préstamos concertados **1982-86**	México, 1982	EEF
	Argentina, 1982	SBA (Acuerdo Stand-By), CL
	Brasil, 1982	EEF, CL (Préstamo concertado)
	Chile, 1982	SBA, CL
	Uruguay, 1982	SBA, CL
	Ecuador, 1983	SBA, CL
	Perú, 1984	SBA,
III. MYRAs & ES, **1984-85**	México, 1982	MYRA (Acuerdo Reestructuración multianual)
	Argentina, 1984-85	SBA, CL
IV. Experimentación **1986-88**	Chile, 1985	EFF, CL, support for deb-equity swaps
	Colombia, 1985	Seal of appoval
	Bolivia, 1985	SBA, allowance of commercial arrears, support for debt buybacks
	Uruguay, 1986	ES
	México, 1986	SBA, CL
	Argentina, 1986	SBA, CL
	Costa Rica 1986-87	SBA, allowance of commercial arrears,
	Brasil, 1987-88	SBA
IV. Debt Relief, **1989**	Costa Rica 1989	Bray-plan SBA
	México, 1989	Bray-plan EFF
	Venezuela, 1989	Bray-plan EFF
	Argentina, 1989	SBA

FACTOR COMÚN:

- Elevado endeudamiento externo de Países con Sistema Bancario Internacional.
- **Origen** del Endeudamiento ➔ aplicación cuantiosos fondos de países productores de petróleo (Petrodólares) a bajas tasas de interés .
- **Duración**: duró desde 1981 a 1989, y afectó a 20 países y abarcó 30 episodios distintos .

Como José Antonio Ocampo ha resaltado, la resolución de la crisis se enfrentó de manera poco clara: hubo incertidumbre y poco consenso a la hora de decidir y adoptar las medidas oportunas. El objetivo prioritario fue el de evitar una crisis financiera en Estados Unidos, y no se buscaba atajar la causa primera, que era la situación de elevado endeudamiento de los países Latinoamericanos.

Hubo dos elementos comunes a todos estos episodios de crisis de los años 80:

- Que todos los países afectados presentaban elevados ratios de endeudamiento externo con el Sistema Bancario Internacional.
- Y que en todos los casos, los préstamos externos recibidos por estos países provenían de la aplicación de cuantiosos fondos de los países productores de petróleo, los famosos petrodólares, a tasas de interés reducidas.

Con todo, desde que surgió la crisis financiera en el año 1982, se tardó casi una década en solventarse y mientras tanto, como podéis ver en el gráfico adjunto, la deuda externa en relación al PIB continuó aumentando.

Fueron dos principalmente los factores que impidieron su rápida resolución:

- Que la dificultad en hacer frente al servicio de la deuda era solo un síntoma de problemas más profundos, que necesitaban de reformas estructurales (que tardaron bastante tiempo en acometerse).
- Que en países muy endeudados, era también necesario alcanzar un acuerdo para el alivio de parte de la deuda.

La solución no llegó, por tanto, hasta que se adoptaron programas de reforma estructural y se puso en marcha el Plan Brady (gráfico 1a).

Hasta ese momento, el Fondo Monetario Internacional y los grandes bancos se habían limitado a dar a los países más financiación, refinanciando y alargando los vencimientos, y esperando que, con el tiempo, se solucionaran los problemas. Pero el tiempo solo sirvió en agravar la situación: el endeudamiento y la carga de intereses crecía y crecía y las crisis se extendieron al conjunto de la región.

Los programas de ajuste económico tampoco impidieron que la deuda creciera; finalmente en 1989, se reconoció la necesidad de un plan que aliviara la carga de la deuda, y gracias al Plan Brady y también a programas de reformas estructurales se pudo superar el largo período de lo que se acabó llamando "la década perdida de Latinoamérica".

Como podemos ver en el gráfico 1b adjunto, el elevado déficit de la cuenta corriente se corrigió, y Latinoamérica pasó de un déficit de casi el 6% del PIB a un práctico equilibrio, todo ello como respuesta a la ausencia de financiación internacional, que dejó de afluir.

La financiación oficial permitió –como podéis observar en la línea negra del gráfico–, por su parte, que los países no tuvieran que declarar el impago de sus deudas. Pero hasta que no llegó el Plan Brady, hasta que no se afrontó la verdadera causa de la crisis, que era la insostenibilidad de la deuda externa y sus elevados tipos de interés, no se consiguió empezar a dejar la crisis atrás.

Es decir, había que ir a la causa profunda de la crisis, que era el endeudamiento excesivo, y permitir que los países, gracias al Plan Brady, reestructuraran su deuda externa a tasas más sostenibles y en algunos casos con un cierto alivio en el nivel de endeudamiento.

Gráfico 1a

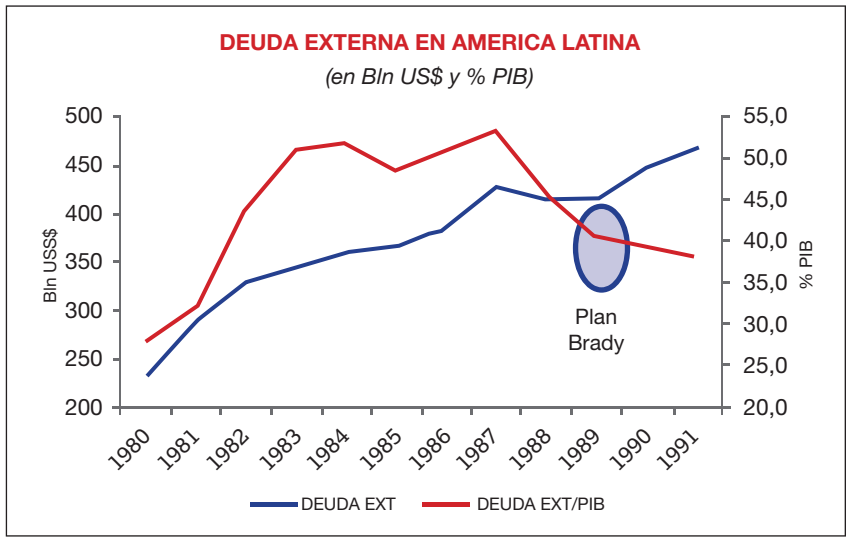
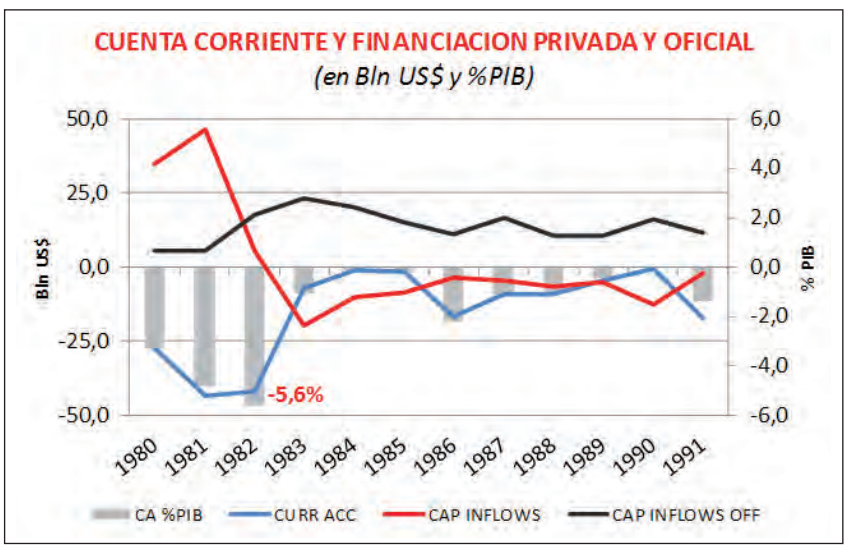


Gráfico 1b



CA % PIB → Saldo de cuenta corriente/PIB
CAP INFLOWS → Flujos netos de capital privado/PIB
CAP INFLOWS OFF →Préstamos de organismos financieros internacionales oficiales /PIB

En definitiva, gracias al Plan Brady y a unos programas de ajuste estructural que, aunque tuvieron ciertas pegas, sirvieron para que la región dejara atrás ya a finales de la década la crisis que justo había empezado a principios de la misma.

De todas formas, la solución de la crisis no fue muy duradera y a lo largo de la década siguiente, la región se vio abocada a nuevas crisis financieras. Algunas de las medidas que se adoptaron para enfrentar la crisis de los 80 y sus consecuencias, que fueron un importante rebote de la inflación, no fueron las más adecuadas visto ahora en retrospectiva.

3. LAS CRISIS DE LOS AÑOS 90: EL CASO DE MÉXICO

El elemento común de las crisis cambiarias y bancarias de la década de los años 90 fue que los países afectados habían adoptado un régimen de tipo de cambio predeterminado, y lo habían convertido en la principal variable instrumental de sus políticas para el control de la inflación. Adicionalmente, en un contexto de liberalización financiera, estos países, y México a la cabeza, estuvieron recibiendo desde principios de los 90, elevados flujos de capital, que los hacía vulnerables a posibles reversiones en la dirección de los flujos, es decir, a que los inversores decidieran una retirada de sus fondos. De este modo, cuando la situación internacional cambió y los inversores cambiaron sus preferencias de inversión, el tipo de cambio se hizo difícil de sostener.

Entre 1994 y 1995, varios choques externos indujeron subidas bruscas en las tasas de interés internacionales y la crisis de Balanza de Pagos en el caso de México se hizo evidente. Ya no era fácil financiar los déficit de cuenta corriente tan elevados; y sobre todo, los sectores público y privado, que se habían endeudado en los mercados externos a tasas reducidas, habían tomado préstamos o emitido títulos de corto plazo. Sus vencimientos se hicieron difíciles de refinanciar y en todo caso se vieron sometidos a importantes subidas en los tipos de interés. El elevado nivel de gasto interno y el abultado déficit de cuenta corriente se hicieron difíciles de financiar. Por el lado del sector público, aunque el déficit público no era elevado, sí contaba con un nivel de endeudamiento financiado en el corto plazo y por acreedores externos. En consecuencia, la crisis de la deuda pública en México estaba servida, y con ello, también el contagio hacia el sector bancario.

Las autoridades se vieron rápidamente enfrentadas a tres desafíos inmediatos:

- Por un lado, tenían que llevar a cabo un ajuste fiscal macro ordenado, es decir, que no generara desequilibrios adicionales, en respuesta a la súbita reducción en las entradas de capital.
- También tenían que refinanciar vencimientos de deuda externa en el corto plazo, de nada menos que 30 mil millones de US$.
- Y además era preciso mantener la solvencia del sector privado y proteger el ahorro de los depositantes.

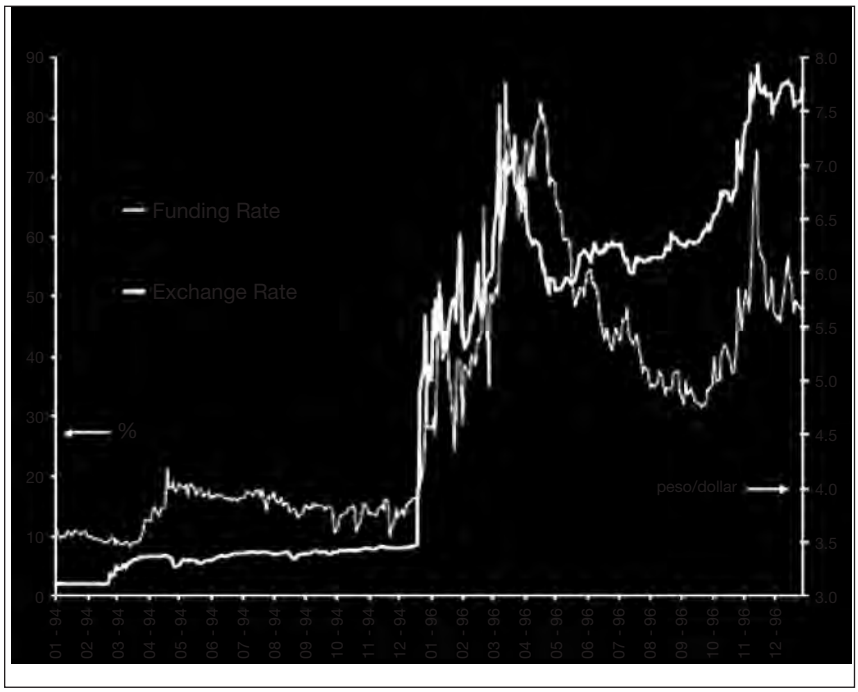
¿Qué hicieron las autoridades? Pues separar claramente estos objetivos, y luchar contra cada uno por separado y con los instrumentos adecuados.

En primer lugar era necesario recuperar la credibilidad tanto de los ciudadanos como de la comunidad internacional. La tasa de inflación, que se había conseguido reducir gracias a las políticas cambiarias de fijación del tipo de cambio era un objetivo irrenunciable. En la historia de Latinoamérica, plagada de numerosos episodios de hiperinflación y de grandes pérdidas de poder adquisitivo de sus ciudadanos, el control de la inflación es un punto muy relevante. En consecuencia, el Banco Central se enfocó directamente en ese objetivo y llevó a cabo una subida muy importante de los tipos de interés, que en tan solo tres meses pasaron desde el 16% de fines de 1994 hasta el 86% en marzo de 1995. Con esto el Banco Central pretendía recuperar la credibilidad y estabilizar el tipo de cambio. Como vemos en el gráfico 2, tras un *overshooting* inicial del tipo de cambio, consiguió estabilizarse e incluso revertir: tras alcanzar 7,5 pesos/US$ retornó a los 6 pesos/US$.

En segundo lugar, para conseguir el ajuste ordenado en los déficit de cuenta corriente y fiscal, el gobierno implementó una política fiscal muy austera y elevó el superávit primario desde 2,1% del PIB en 1994 hasta el 4,7% del PIB, pese a que la economía se estaba contrayendo a tasas del 6%. El esfuerzo fiscal era también necesario para absorber el coste del programa de rescate bancario: es decir, ajuste fiscal pero sin renunciar al rescate bancario, que se contabilizaría fuera de balance y mostrando de forma transparente cuál era su coste.

Las estrictas políticas monetarias y fiscales unidas a los cambios en el gasto que indujo el efecto de la devaluación, fueron absolutamente necesarios para corregir el déficit de la cuenta corriente, que como vemos en el gráfico 3, pasó de ser claramente negativo (en torno al 6% del PIB) a conseguir un ligero superávit corriente.

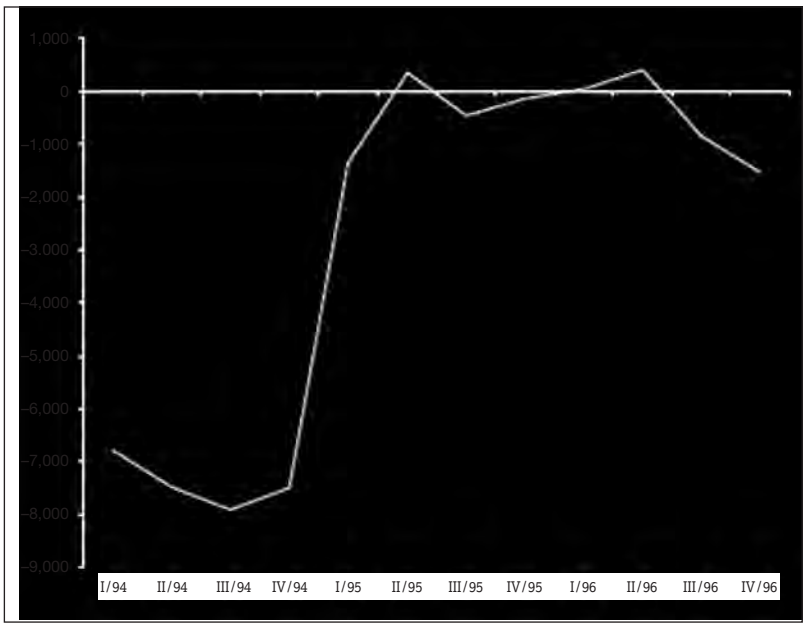
Gráfico 2. Interest Rate and Exchange Rate (1994-1995)



Para cumplir los compromisos con los acreedores y conseguir la refinanciación de los vencimientos a los que tenía que hacer frente, el gobierno negoció y obtuvo un paquete de apoyo de emergencia con el FMI, de nada menos que 52 mil millones de US$. Y para tratar de resolver los problemas del sector bancario (el sobre-endeudamiento de hogares y empresas y los efectos de la crisis), adoptó una estrategia comprehensiva, a través de una serie de programas cuyos principales objetivos fueron:

- Prevenir los pánicos bancarios.
- Combatir el riesgo moral y minimizar las distorsiones.
- Considerar la reestructuración como un coste aparte.
- Reducir al máximo el papel del banco central como prestamista de última instancia –este punto era necesario para no entrar en conflicto con el objetivo de control de la inflación–.
- Y por último, era necesario fortalecer la regulación y supervisión del sistema financiero: actualmente el sistema financiero mexicano es uno de

Gráfico 3. Current Account (1994-1996) (millions of dollars)



los más sólidos de la región. Es decir, se ha fortalecido para prevenir, para evitar tener que volver a pasar en el futuro por una crisis tan grave como la del año 95.

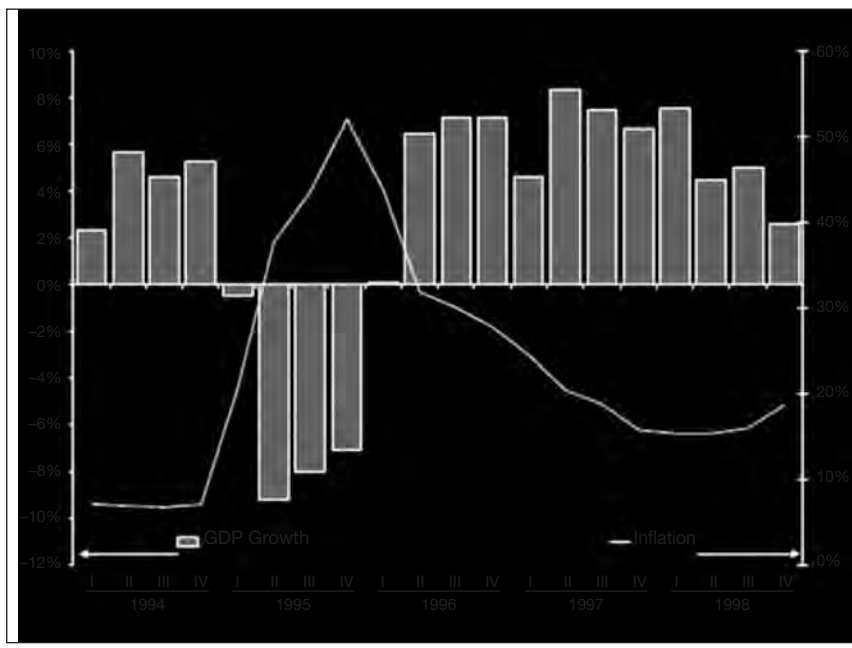
Con estos objetivos y con la financiación del FMI, el Banco Central fue capaz de abrir líneas de crédito en moneda extranjera para que los bancos hicieran frente a sus necesidades de financiación, pero eso sí, a tasas de interés elevadas para evitar el azar moral y también se acometió un importante programa de recapitalización y de reformas legales para sanear la banca y evitar las corridas bancarias y en definitiva, para solucionar otra de las raíces de la crisis, que eran las prácticas poco saneadas en las que había incurrido el sector financiero. Fue entonces cuando se hicieron las reformas legales para abrir el sector a la inversión extranjera y los bancos extranjeros entraron con nuevas inversiones y con nuevas prácticas, estandarizadas a nivel internacional.

Tras la implementación de esta estrategia, los mercados financieros reconocieron las medidas adoptadas y los compromisos del gobierno para pagar los vencimientos de la deuda: se habían adoptado las medidas adecuadas, con

instrumentos dirigidos directamente y por separado a enfrentar cada uno de los problemas. Los inversores se sintieron confiados en que se les iba a devolver los vencimientos de la deuda; el peso se estabilizó tras el *overshooting* inicial, los tipos de interés también se moderaron y el gobierno y algunos bancos fueron capaces de refinanciar los vencimientos de sus deudas en los mercados internacionales.

Como podemos observar en el gráfico 4, el coste económico de la crisis fueron cuatro trimestres de caídas fuertes en el PIB, a tasas interanuales incluso superiores al 10% pero en los años siguientes el crecimiento se recuperó.

Gráfico 4. GDP and Inflation (annual growth rates)



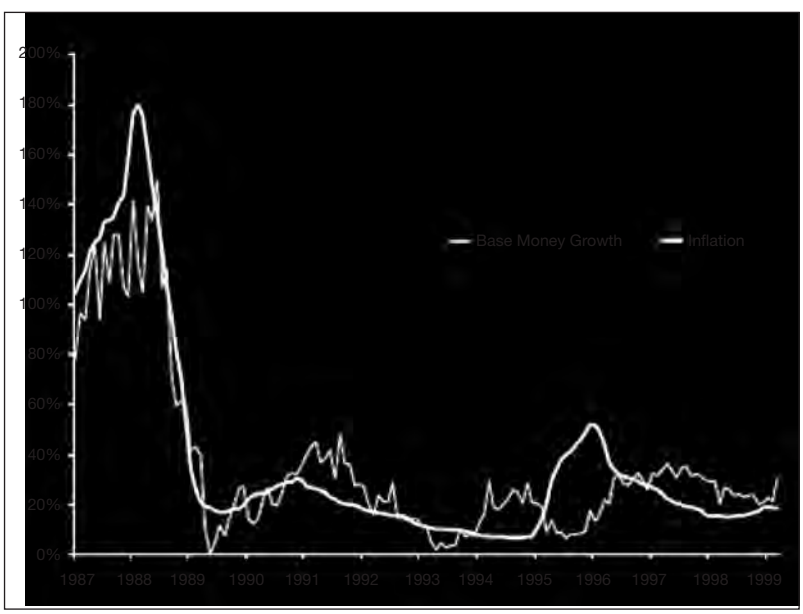
En el gráfico 5 vemos cual fue una de las razones para el control de la inflación: no fue una política de tipos de cambio predeterminados, sino la política monetaria restrictiva que siguió el Banco Central, moderando el crecimiento de la base monetaria y favoreciendo así la contención de la presiones inflacionarias. Efectivamente, para los estándares europeos la inflación en algunos

momentos fue bastante elevada pero en todos los casos estuvo muy lejos de la hiperinflación de finales de la década de los 80.

Me gustaría también resaltar un último punto sobre el desenlace de la crisis financiera de los años 90 en México: finalmente, el gobierno no necesitó todo el monto del programa de rescate del FMI, sino que solo hizo uso de la mitad y fue capaz de repagarlo por completo tres años antes de la fecha prevista para su vencimiento.

Es decir, México había conseguido, gracias a la rapidez y a la claridad con la que hizo frente a todos los problemas que surgieron en la crisis, enfrentar la crisis y conseguir sentar las bases para su recuperación y para reducir su vulnerabilidad y la probabilidad de ocurrencia de crisis en el futuro. Como vemos actualmente, México es uno de los países que goza de mejor salud financiera pese a que, efectivamente su crecimiento económico es, en comparación con otros países de la región, bastante moderado.

Gráfico 5. Base Money Growth and Inflation (1987-1999)



4. CONCLUSIÓN: POLÍTICAS DE AJUSTE EN LATINOAMÉRICA Y LECCIONES APRENDIDAS

Para finalizar mi presentación, me gustaría extraer una serie de conclusiones sobre lo que permitió que Latinoamérica sí consiguiera, en la década de los 90, hacer frente a las crisis de manera más efectiva y evitar que ocurriera lo mismo que en la década de los 80.

En primer lugar, es importante reconocer que el origen inicial de las crisis suele ser una combinación de desequilibrios, es decir, no hay un desequilibrio único. Por lo tanto, la solución debe ser integral: no sirve centrarse en la corrección de un único desequilibrio y desestimar el resto de desequilibrios que conjuntamente están en otras variables. Es decir, se requiere una solución integral y con vistas a su sostenibilidad en el futuro. Es necesario analizar siempre las consecuencias colaterales de las acciones que se tomen.

En segundo lugar, es importante actuar con rapidez. Las crisis nunca se solucionan solas. Y cuanto más tardemos en poner las medidas adecuadas mayores serán los costes y la necesidad de ajuste.

En tercer lugar, es preciso recuperar cuanto antes la credibilidad de los inversores, con medidas coherentes. Los inversores, que son en definitiva los que ponen los fondos, analizan con mucho detenimiento cuáles son las políticas adoptadas y cualquier incoherencia es rápidamente detectada. Es decir, es muy importante ganar credibilidad con medidas coherentes y comunicarlas de forma efectiva. Para ello, lógicamente, hay que identificar claramente los objetivos. Si, como ocurrió en la década de los 80 el objetivo no era enfrentar las causas origen de la crisis sino que lo único que se perseguía era que los bancos en Estados Unidos continuasen recibiendo sus pagos, pues efectivamente no se fue a solucionar la crisis, pues no se estaba resolviendo sus orígenes.

En cuarto lugar, hay que establecer instrumentos separados para cada uno de los objetivos perseguidos: un objetivo, un instrumento. No se puede perseguir con un único instrumento varios objetivos que pueden entrar en conflicto entre sí.

En quinto lugar, me gustaría resaltar que solicitar ayuda externa ahorra tiempo y dinero. Muchas veces se ve como una falta de credibilidad: si solicitamos la ayuda externa vamos a poner de manifiesto cuáles son nuestros problemas:

efectivamente si los problemas son graves hay que solicitar la ayuda externa y adoptar cuanto antes las medidas adecuadas para solventar la crisis. Los países de Latinoamérica también han demostrado haber aprendido esta lección, y en la crisis de 2008-2009 solicitaron de forma preventiva líneas de crédito al FMI, reforzando así su posición internacional.

Y mi conclusión última es que en un mundo tan globalizado como el actual cualquier país puede ser objeto de contagio, porque los inversores actúan en muchas ocasiones con una visión global, y cualquier problema en un punto del globo puede acabar contagiando al resto. Por eso, es importante no solo contar con sólidos fundamentos sino que también es necesario construir fortalezas de cara a los márgenes de actuación de las políticas monetarias y fiscales. Es decir, es necesario tener las municiones para luchar contra eventuales ataques.

AMÉRICA LATINA: DESAFÍOS Y VULNERABILIDADES TRAS UNA DÉCADA DORADA

Sebastián Sosa
Economista senior del Fondo Monetario Internacional

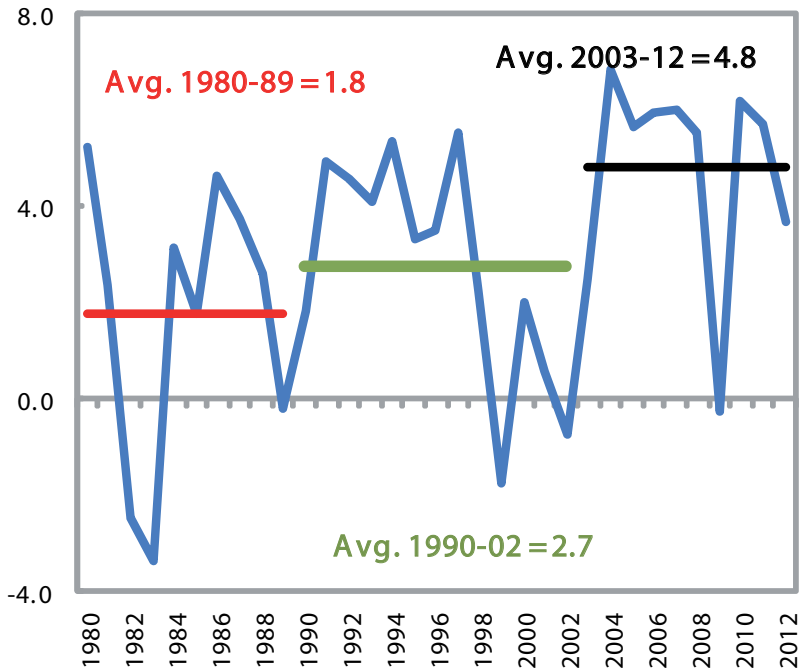
América Latina atravesó un período de bonanza económica durante la última década, interrumpido brevemente por los efectos de la crisis global de 2008-2009. La región alcanzó altas tasas de crecimiento, así como también mejoras en sus fundamentos macroeconómicos. Si bien los buenos resultados logrados reflejan en parte mejoras de las políticas macroeconómicas en gran parte de la región, sin dudas esta última se benefició de un contexto externo extraordinariamente favorable. Sin embargo, el impulso proveniente de estos factores externos ha empezado a debilitarse recientemente, planteando importantes desafíos para América Latina de cara al futuro.

1. UNA DÉCADA DORADA (2003-2012)

América Latina ha crecido de forma vigorosa durante la última década. El crecimiento del PIB real anual promedio fue de aproximadamente el 5% en ese período, duplicando el promedio de las dos décadas previas (gráfico 1). Esta aceleración del crecimiento ha sido prácticamente generalizada, ya que con algunas pocas excepciones todos los países latinoamericanos aumentaron las tasas de crecimiento durante los últimos diez años.

El alto crecimiento fue acompañado de mejoras sustanciales en los fundamentos macroeconómicos en gran parte de la región. La mayoría de los países logró superávits fiscales primarios y de cuenta corriente, especialmente en el período 2003-2008, lo que permitió caídas drásticas de los niveles de deuda pública y deuda externa. Estas caídas alcanzaron un 30% del PIB en promedio, y fueron además complementadas por importantes mejoras en el perfil de deuda, con extensiones en la madurez de la misma y reducciones en el porcentaje de deuda denominada en moneda extranjera, lo cual permitió reducir algunas vulnerabilidades financieras en las hojas de balance tanto del sector público como privado. Las reservas

Gráfico 1. América Latina: Crecimiento del PIB real. (Porcentaje)[1]



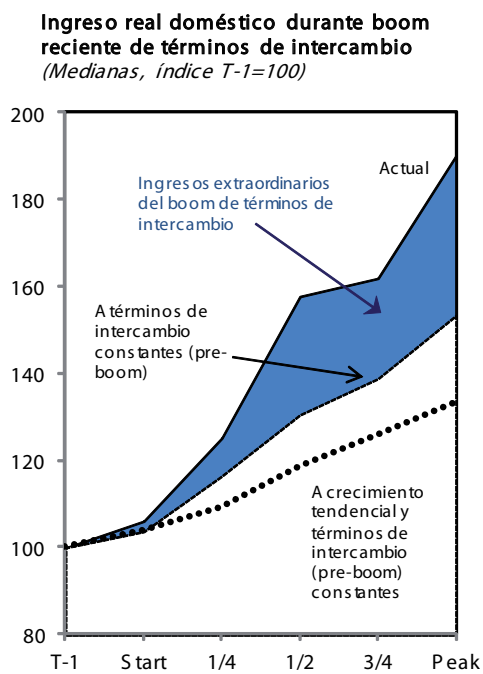
Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.
[1] Promedio simple de los países de América Latina.

internacionales netas aumentaron dramáticamente, lo que permitió fortalecer las defensas macroeconómicas ante *shocks* externos adversos. Asimismo, la inflación se mantuvo moderada (salvo en algunos casos, como Argentina y Venezuela), en niveles bajos en comparación a los promedios históricos para la región.

El auge económico de América Latina es explicado por una combinación de factores. Por un lado, políticas macroeconómicas más sólidas, con marcos de política monetaria y fiscal más creíbles en la mayoría de los países. Pero el éxito es también el resultado de condiciones externas extremadamente favorables para la región. En primer lugar, un *boom* de precios de materias primas que implicó un aumento sin precedentes de los términos de intercambio para la región. Un estudio reciente elaborado por el Fondo Monetario Internacional cuantifica las ganancias extraordinarias de ingreso real doméstico (el '*windfall*') y encuentra que las mismas son significativamente mayores a las de episodios previos de aumento de los

términos de intercambio, por ejemplo en la década de los 70[1]. En segundo lugar, la región enfrentó condiciones de financiamiento externo extremadamente favorables, con posibilidades de acceso a crédito externo abundante y barato (gráficos 2a y 2b). En un contexto de bajas tasas de interés internacional y abundante liquidez en los mercados financieros globales, las tasas de interés de títulos de deuda pública en la mayoría de los países de América Latina cayeron de forma significativa.

Gráfico 2a. América Latina. Factores Externos



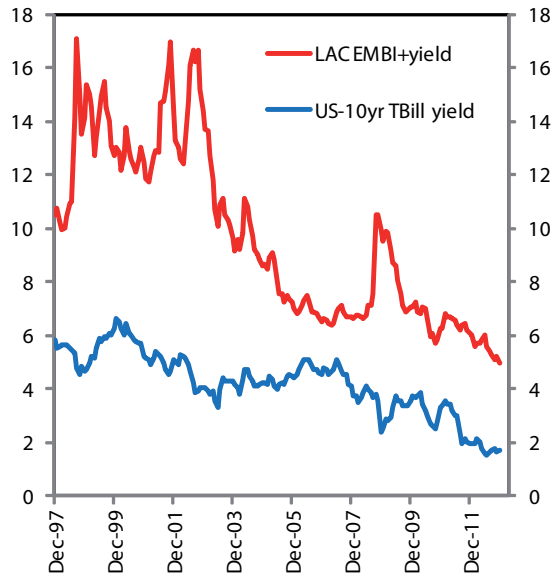
Fuentes: Adler y Magud (2013), Bloomberg, y FMI, *International Financial Statistics.*

Asimismo, el impacto de la crisis económica y financiera mundial fue en general limitado y breve, aunque no fue uniforme a lo largo de la región. En gran parte de la misma (en particular América del Sur y América Central) se produjo una desaceleración del crecimiento del producto en 2009, aunque no una contracción. Además, el crecimiento se recuperó vigorosamente en 2010,

[1] Véase Adler y Magud (2013).

Gráfico 2b. América Latina. Factores Externos

Rendimiento de bonos soberanos de AL y tasa de interés del bono del tesoro americano a 10 años
(Porcentaje)



Fuentes: Adler y Magud (2013), Bloomberg, y FMI, *International Financial Statistics.*

retornando rápidamente a las tasas pre-crisis. México, en cambio, sufrió una caída importante del PIB en 2009, debido a los vínculos más estrechos que este país tiene con la economía norteamericana, pero de todas formas la actividad económica se recuperó de forma rápida.

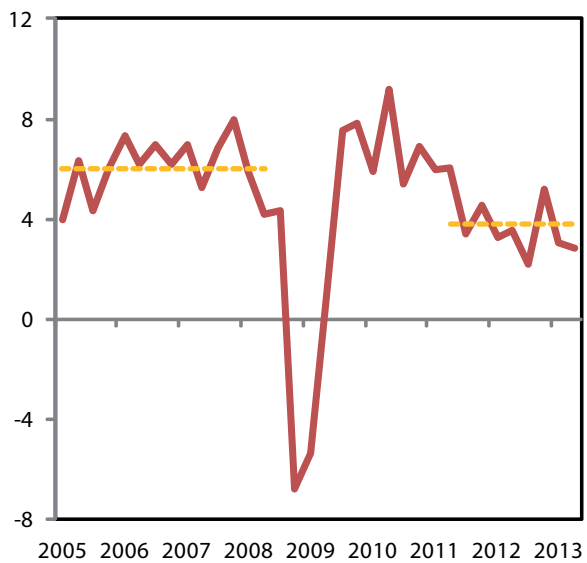
¿Por qué el impacto de la crisis mundial no fue mayor en esta ocasión? Primero, la mayoría de los países pudieron implementar una política fiscal marcadamente contra-cíclica, con un importante estímulo fiscal, en especial en los países del grupo LA-6. Esto contrasta fuertemente con el comportamiento histórico de la política fiscal en la región, que ha sido tradicionalmente pro-cíclica, y en parte refleja el hecho que por primera vez existía espacio fiscal para responder con una política expansiva, debido a que, como fue mencionado anteriormente, varios países de la región presentaron superávits fiscales primarios en el período 2003-2008. Asimismo, no existía una estrecha interacción soberano/bancos, que tantos problemas generó en la región en el pasado. Segundo, la política monetaria también respondió de manera expansiva, ayudando a mitigar el impacto negativo en el nivel de

actividad económica. Además, la mayor flexibilidad cambiaria que en décadas anteriores permitió a las economías de la región absorber más eficazmente el impacto negativo del *shock*. Tercero, un endeudamiento externo limitado (incluso a nivel bancario, ya que los bancos básicamente se fondeaban con depósitos domésticos), niveles de dolarización financiera relativamente bajos, así como también mejoras sustanciales en términos de regulación y supervisión de los sistemas financieros domésticos, jugaron un rol importante. Finalmente, hubo también algo de buena suerte, ya que los precios de las materias primas rebotaron rápidamente, existían muy pocos de los denominados 'activos tóxicos' en el sistema bancario local, y una rápida y decisiva respuesta de política en economías avanzadas, que permitió normalizar las condiciones de los mercados financieros internacionales.

2. VULNERABILIDADES, PERSPECTIVAS Y RIESGOS

Recientemente, sin embargo, han aparecido algunas vulnerabilidades en las economías de la región. El crecimiento del producto se ha venido desacelerando desde mediados de 2011 (gráfico 3). El crecimiento promedio ha caído del 6%

Gráfico 3. América Latina: Crecimiento del PIB real (porcentaje, tasa trimestral anualizada, desestacionalizada)[1]

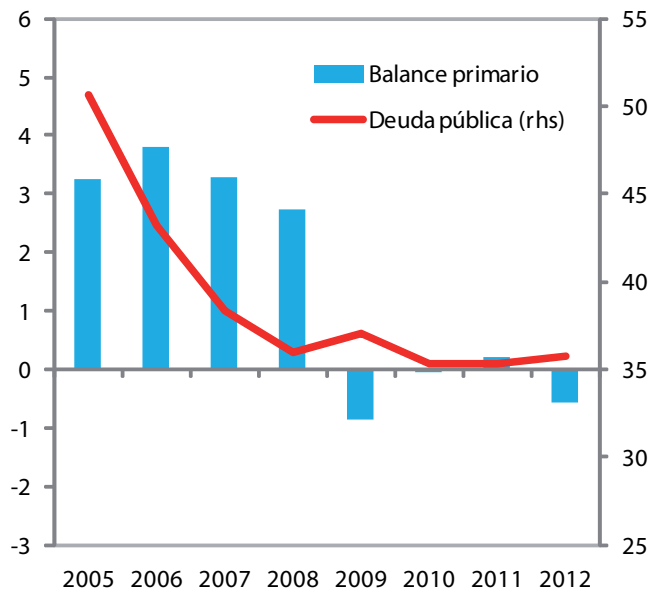


Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.
[1] Promedio simple de los países de América Latina.

en 2010 a menos del 3% en 2012-2013. Además, las proyecciones de crecimiento para 2013 han sido revisadas a la baja en la mayor parte de América Latina, y de forma notable en algunos casos como Brasil y México. Esta moderación en las tasas de crecimiento refleja tanto factores estructurales como factores cíclicos.

Asimismo, las posiciones fiscales son en general más débiles que previo a la crisis de 2008-2009 (gráfico 4). Durante el período 2004-2008 la región registró fuertes superávits fiscales primarios (alrededor de tres puntos porcentuales del PIB, en promedio). Como se mencionó anteriormente, gran parte de la región reaccionó implementando importantes estímulos fiscales en 2009, lo cual permitió mitigar el impacto negativo de la crisis. Sin embargo, dicho estímulo no ha sido retirado en años siguientes a pesar del fuerte crecimiento económico observado, por lo cual en la mayoría de los países el superávit primario es mucho menor que previo a la crisis, y en varios casos

Gráfico 4. América Latina: Deuda pública y Balance Fiscal Primario (Porcentaje del PIB)[1]

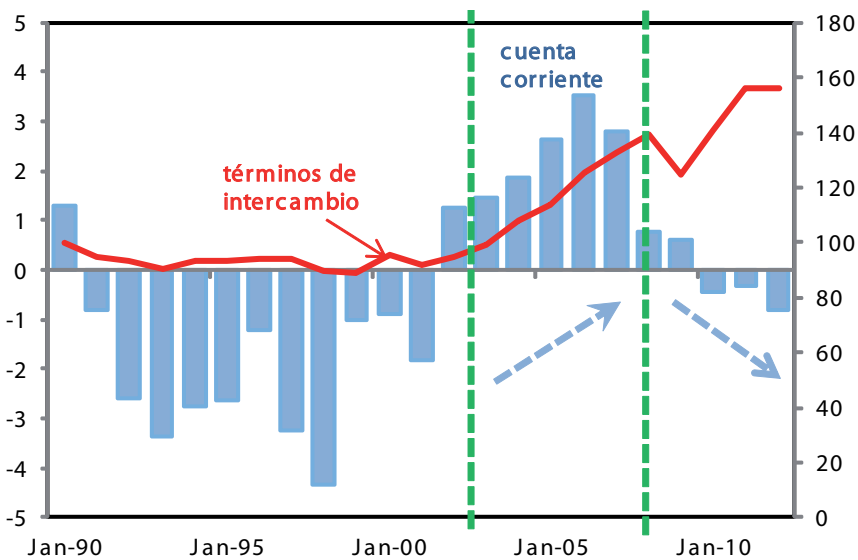


Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.
[1] Promedio simple de los países de América Latina.

persisten los déficits. En consecuencia, los niveles de deuda pública, que habían caído de forma sostenida hasta 2008, se estabilizaron y en algunos casos incluso aumentaron.

La posición externa también se ha debilitado. El saldo en cuenta corriente se ha deteriorado rápidamente, a pesar de que los términos de intercambio continúan siendo favorables para la región (gráfico 5). Mientras que durante 2003-2008 se registraron superávits significativos, la posición externa ha empeorado desde 2009, observándose crecientes déficits de cuenta corriente. Este deterioro refleja el fuerte dinamismo de la demanda interna, que ha crecido por encima del producto en la mayoría de los países de la región.

Gráfico 5. América Latina: Cuenta Corriente y Términos de Intercambio (Porcentaje del PIB, e índice 1990=100)[1]

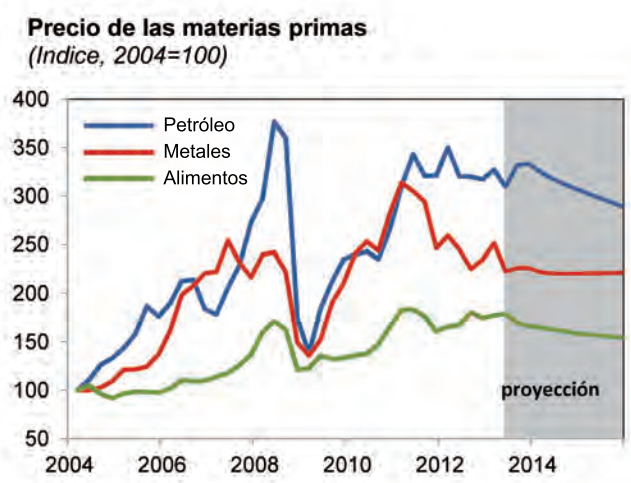


Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial.
[1] Promedio simple de los países de América Latina.

Las perspectivas de crecimiento en el mediano plazo también presentan dificultades. Las proyecciones del FMI indican que América Latina crecerá, en promedio, a una tasa anual del 3,3%, bastante por debajo del 5% observado en la última década, aunque todavía por encima de las tasas registradas en las décadas del 80 y 90. Esta caída de las tasas de crecimiento respecto a niveles cíclicamente elevados de los últimos años se explica por factores cíclicos así como también estructurales.

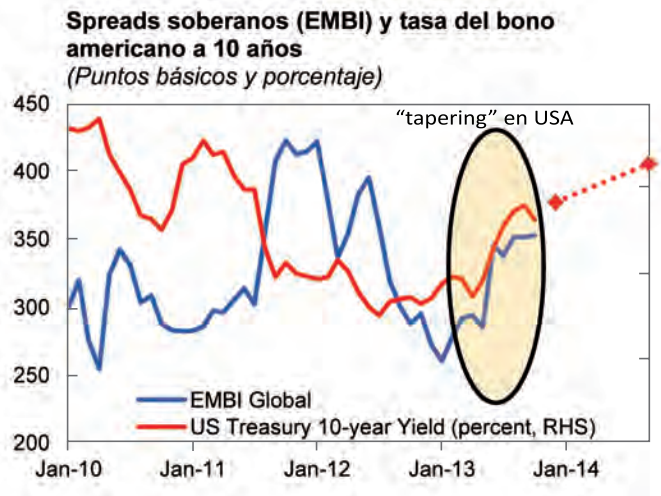
El contexto externo seguramente dejará de proveer un estímulo importante para América Latina en el futuro próximo. Por un lado, las proyecciones de precios de materias primas apuntan a una moderación o en el mejor de los casos estabilización de dichos precios. Además, se espera que las condiciones de financiamiento externo para la región no sean tan favorables, a medida que se normalice la política monetaria en Estados Unidos, y suban las tasas de interés en ese país (gráficos 6a y 6b). De hecho, los diferenciales de tasas de interés de los bonos soberanos de los países latinoamericanos han aumentado de manera significativa en los últimos meses, acompañando el incremento de las tasas de interés de los bonos del tesoro americano a diez años.

Gráfico 6a. América Latina: Deterioro del Contexto Externo



Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.

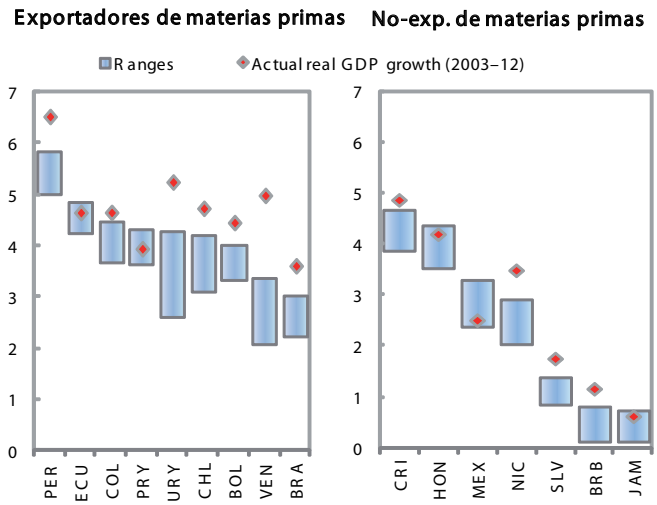
Gráfico 6b. América Latina: Deterioro del Contexto Externo



Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial, y cálculos del personal técnico del FMI.

Si bien las estimaciones de crecimiento potencial para los próximos años varían significativamente entre países de la región, dichas estimaciones se ubican por debajo de las tasas de crecimiento observadas en el periodo 2003-2012 en la mayoría de los países (gráfico 7). Esto refleja algunas restricciones de oferta que están empezando a hacerse notar en varias economías. Más específicamente, el factor trabajo, que fue el principal motor del crecimiento durante el período de alto crecimiento reciente, difícilmente pueda seguir contribuyendo de manera tan importante. Esto se debe a que el desempleo, que cayó de manera importante en esos años, se ubica en niveles históricamente bajos, por lo cual es poco probable que pueda caer aún más. Algo similar ocurre con la tasa de participación, que aumentó de manera sostenida en las últimas décadas, pero que ha convergido a niveles similares a los de otras regiones con ingreso *per cápita* comparable, y se ha acercado a los de economías avanzadas. En algunos países otro tipo de restricciones de oferta, relacionados con cuellos de botella en infraestructura o energía, tampoco pueden descartarse.

Gráfico 7. América Latina: Rangos de Crecimiento del PIB Potencial Estimado, 2013-17 (Porcentaje)

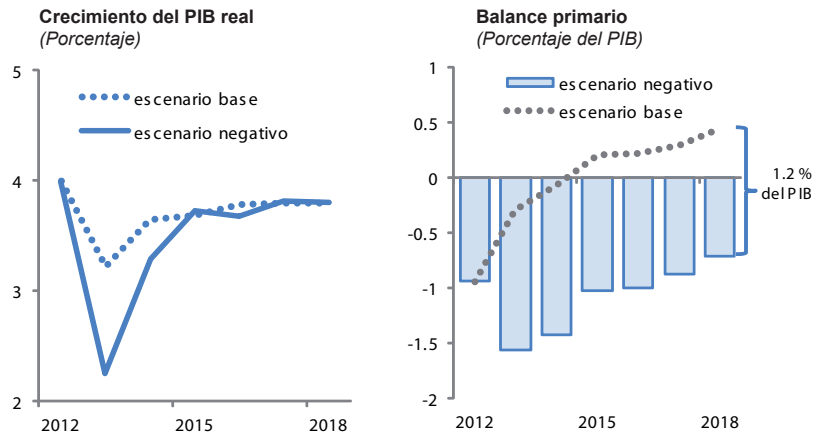


Fuente: Sosa, Tsounta y Kim (2013).

¿Cuáles son los principales riesgos para América Latina en este contexto? Dos riesgos fundamentales sobresalen en el horizonte. Primero, la región continúa siendo muy dependiente de materias primas, especialmente los países de América del Sur. Esta dependencia es particularmente grande en los países cuyas exportaciones se concentran en metales y energía, como Bolivia, Chile, Ecuador, Venezuela y Perú, donde las exportaciones netas de productos primarios representan entre un 10% y un 30% del PIB, y entre un 60% y 80% de las exportaciones totales de bienes y servicios. Por lo tanto, estas economías continúan siendo particularmente vulnerables a caídas drásticas de precios de los productos primarios. Un *shock* adverso de esta naturaleza afectaría de manera importante tanto el crecimiento como las finanzas públicas en la región (gráfico 8)[2].

[2] Véase Adler y Sosa (2013) para más detalles acerca del posible impacto de una caída en el precio de las materias primas sobre las economías de América Latina.

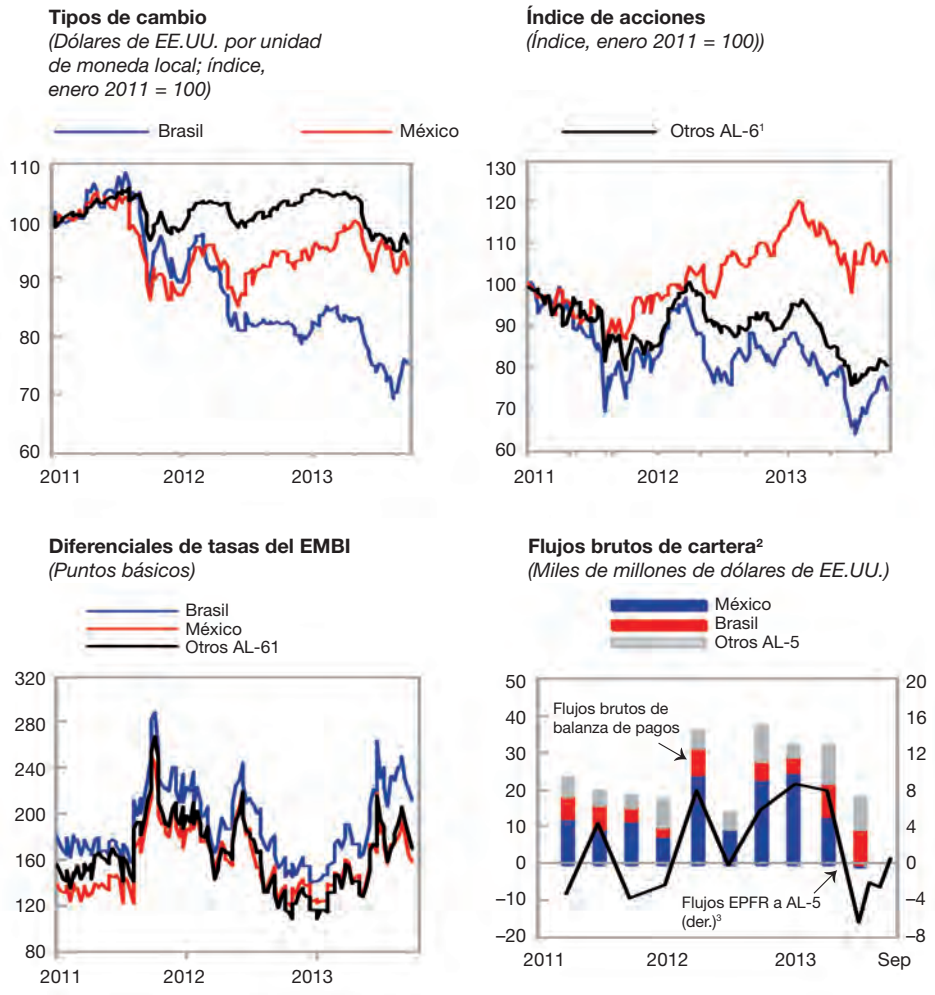
Gráfico 8. América Latina: Impacto de una Caída de Precios de Materias Primas (Porcentaje de PIB salvo que se indique lo contrario, promedio simple de países de AL)[1]



Fuentes: FMI, Perspectivas de la economía mundial y cálculos del personal técnico del FMI.
[1] El escenario negativo simula el impacto de una caída de precios de materias primas del 20% (10%) para energía y metales (bienes agrícolas) respecto al escenario base.

El segundo riesgo está asociado a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Este proceso podría causar nuevos episodios de volatilidad financiera y salidas de capital, tal como se observó a partir de mayo, cuando la Reserva Federal de ese país sugirió que el retiro del estímulo proveniente del '*quantitative easing*' podría adelantarse. Durante ese episodio de volatilidad se produjo una importante depreciación de las monedas locales, caídas del precio de las acciones, así como también salidas de capital de portafolio (gráfico 9). Nuevos episodios de este tipo no pueden descartarse en el futuro próximo. Entre los países particularmente vulnerables a este tipo de *shock* financiero, se encuentran aquellos que han recibido ingresos de capitales de gran magnitud en los últimos tiempos, y aquellos donde la participación de inversores extranjeros en los mercados locales es más importante. Dicha participación ha aumento mucho, por ejemplo, en el mercado de deuda soberana en moneda local, donde la presencia de no residentes alcanza un 35% (México) y hasta un 55% en algún caso (Perú).

Gráfico 9. América Latina: Indicadores Financieros



Fuentes: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; FMI, International Financial Statistics; y cálculos del personal técnico del FMI.

[1] Promedio simple de Chile, Colombia, Perú y Uruguay, excepto en el caso de los precios de acciones, que excluye Uruguay por falta de datos.

[2] Incluye pasivos de cartera de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

[3] Los flujos EPFR (Emerging Portfolio Fund Research) proveen una aproximación de más alta frecuencia a los flujos de acciones y deuda, si bien los datos son menos detallados que los de la balanza de pagos.

3. DESAFÍOS DE POLÍTICA

El principal desafío para América Latina consiste en preservar la estabilidad macroeconómica y financiera en un contexto externo mucho menos favorable que el de la última década. Responder de forma adecuada a estos desafíos requiere acciones en varios frentes.

Primero, el '*mix*' de políticas macroeconómicas debe ser ajustado a la nueva realidad en la cual el estímulo proveniente de factores externos no estará presente, y donde el crecimiento seguramente no será tan fuerte como en los últimos años. En el corto plazo, es fundamental recuperar el espacio fiscal, evitando tentaciones de adoptar políticas fiscales expansivas. ¿Por qué? El nivel de actividad se encuentra cerca de su potencial en la mayoría de los países, mientras que el déficit en cuenta corriente ha aumentado. Además, el espacio fiscal utilizado para mitigar el impacto de la crisis mundial no ha sido recuperado, y hacerlo permitiría enfrentar los riesgos de *shocks* externos adversos de una manera más sólida. En caso de que la desaceleración económica fuese significativa, la política monetaria y cambiaria debería ser usada como primera línea de defensa, especialmente en países con marcos de política sólidos, con niveles de inflación bajos y expectativas de inflación bien ancladas. En varios países existe espacio para reducir las tasas de política monetaria en caso de ser necesario, mientras que la flexibilidad del tipo de cambio permitiría suavizar el impacto negativo sobre el nivel de actividad económica.

Segundo, es importante administrar adecuadamente flujos de capital volátiles. Si bien América Latina está mejor preparada que en el pasado para enfrentar este tipo de *shocks*, la región es aún muy sensible a cambios en las condiciones financieras internacionales. Es necesario efectuar una supervisión y regulación del sistema financiero efectiva y proactiva, que permita identificar y mitigar rápidamente vulnerabilidades. En cualquier caso, preservar sólidos fundamentos macroeconómicos y marcos de políticas coherentes y creíbles resulta crítico en el contexto actual.

Por último, mantener elevadas tasas de crecimiento sostenible es un desafío clave para América Latina en los próximos años. Cierta moderación respecto a las altas tasas observadas durante el reciente período de bonanza será inevitable. En un contexto en que las economías están operando a su nivel potencial, y con ciertas restricciones de oferta que fueron discutidas anteriormente, es fundamental aumentar el crecimiento de la Productividad Total de los Factores

(PTF). Si bien el crecimiento de la PTF durante 2003-2012 fue superior al de décadas anteriores, el mismo es aún bajo si se tiene en cuenta consideraciones cíclicas y en comparación con otras regiones como Asia emergente. Si bien el diseño de una agenda de políticas para aumentar la productividad es una tarea complicada y requiere de medidas específicas para cada país, en la mayoría de los casos se requiere incrementar la inversión en infraestructura y capital humano, mejorar el clima de negocios (por ejemplo, simplificando el sistema impositivo), y fortalecer la regulaciones de entrada y salida que faciliten una reasignación de recursos hacia sectores nuevos y de alta productividad. Reformas para estimular el ahorro doméstico, que continúa siendo muy bajo para estándares internacionales, sigue siendo una prioridad para la región en su conjunto. Finalmente, en América Central y el Caribe, resulta fundamental reducir los altos niveles de deuda pública y mejorar los niveles de competitividad de las economías.

4. CONCLUSIONES

En síntesis, América Latina atravesó un período de bonanza durante 2003-2012, una "década dorada", en parte gracias a un contexto externo extremadamente favorable. Sin embargo, las condiciones externas están cambiando, y algunas vulnerabilidades han aparecido en el horizonte de la región. El crecimiento se ha desacelerado, y tanto las posiciones fiscales como externas se han deteriorado. Las perspectivas económicas no son tan favorables, y existen algunos riesgos clave, asociados a una posible caída de los precios de materias primas y un empeoramiento de las condiciones financieras internacionales. En este contexto, los principales desafíos de política consisten en fortalecer las posiciones fiscales, administrar adecuadamente los flujos de capital en un entorno mucho más volátil, y realizar reformas estructurales para estimular la productividad y el ahorro doméstico.

Bibliografía

Adler, G. y N. Magud, (2013), "Four Decades of Terms-of-Trade Booms: Saving-Investment Patterns and a New Metric of Income Windfall," *IMF Working Paper No. 13/103*.

G. Adler y S. Sosa, (2013), "External Conditions and Debt Sustainability in Latin America," *IMF Working Paper No. 13/27*.

Fondo Monetario Internacional, (2013), *Perspectivas Económicas Regionales: Las Américas*, May 2013.

Sosa, S. E. Tsounta, y H. Kim (2013), "Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?", *IMF Working Paper No. 13/109*.

IV
LAS CRISIS EN EL ÁREA EURO

NATURALEZA Y CAUSAS DE LA CRISIS DEL EURO

José Carlos Díez
Universidad Pontificia de Comillas, ICADE

La historia es la suma total de todas aquellas cosas
que hubieran podido evitarse
Konrad Adenauer

RESUMEN

En este trabajo se analiza la crisis del euro. Se revisa los antecedentes históricos y los déficit institucionales en el diseño de la Unión Monetaria sin lo cual no es posible entender la naturaleza y causas de la crisis actual. Las crisis de deuda son una patología muy poco frecuente en economía, especialmente en países desarrollados, pero con gran capacidad destructiva. Por esta razón, es determinante acertar en el diagnóstico para definir la política económica que solucione la crisis. Las principales causas analizadas son la integración financiera, la minusvaloración de los riesgos, los desequilibrios locales dentro de la eurozona y la Gran Recesión.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera mundial cuyo primer síntoma fue el colapso del mercado de titulizaciones *subprime* a principios de 2007 ha ido mutando. Ahora se centra en Europa y está poniendo en cuestión la viabilidad futura del Euro y el propio proyecto europeo. El presente trabajo tiene como objetivo clasificar la naturaleza de la Crisis del Euro e identificar las principales causas de las mismas. Aunque el objeto no es analizar las posibles medidas de política económica para solucionar la crisis, sin un diagnóstico preciso del origen y dinámica de la crisis, acertar con las soluciones sería una lotería.

Para ello, en el apartado 2 se detallarán los antecedentes históricos del proyecto europeo y de la moneda única. En el aparatado 3 se describe la naturaleza de la crisis que es una patología poco frecuente en economía pero que causa daños devastadores sobre el desempleo y la deuda pública de los países afectados. En el apartado 4 se analizan las principales causas de la crisis que son: 1) integración financiera y minusvaloración de los riesgos, 2) desequilibrios locales y 3) la Gran Recesión. Por último, en el aparatado 5 se extraen las principales conclusiones del artículo y se fijan los requisitos que debe cumplir la hoja de ruta para solucionar la crisis del euro.

2. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DEL EURO

El euro es el primer experimento monetario del siglo XXI. No es el primero de la historia y no será el último pero afecta a una economía como la eurozona que supone el 15% del PIB y el 40% de las exportaciones mundiales. La Unión Europea es un proyecto político para evitar que en Europa hubiera una tercera guerra mundial. La primera cesión de soberanía permitió que un órgano supranacional controlase la producción de carbón y acero de Francia y Alemania, materias primas básicas para producir armamento. Europa no era un área monetaria óptima por lo que si un país sufre una perturbación asimétrica que no afecta al resto y ve variar su tasa de paro no se puede compensar con trabajadores que migran a otros países donde las tasas de desempleo son más bajas. La burbuja en España es un buen ejemplo. Durante los años del *boom* España creaba un tercio de los empleos de la eurozona pero no venían trabajadores alemanes donde la tasa de paro estaba en máximos históricos, venían inmigrantes de fuera del área. Cuando estalló la burbuja, nuestra tasa de paro se disparó pero los trabajadores españoles apenas se han ido a trabajar a Alemania.

El ejemplo de área monetaria óptima siempre es Estados Unidos. No obstante, se olvida que para conseguirlo primero tuvieron que aniquilar a los pobladores originales y luego tener una guerra civil que degeneró en un incumplimiento de pagos de su deuda externa. El proyecto europeo es del siglo XXI y cuando en Asia, América o África se inician procesos de integración miran a Europa para inspirarse. No obstante, el euro fue una huida hacia adelante arriesgada. Desde que finalizó el sistema de Bretton Woods Europa ha intentado evitar la competencia desleal de las devaluaciones competitivas dentro de una unión aduanera. Alemania, con la moneda más fuerte del sistema, siempre ha liderado los

acuerdos monetarios ya que sus empresas padecían la deslocalización industrial que provocaban las devaluaciones, principalmente de la Lira italiana, un país que está a pocas horas en camión de Baviera. Tras la caída del muro de Berlín se optó por acelerar la unión monetaria para que fuese el ariete de la unión política. No obstante, la unión política se estancó tras la grave crisis alemana del 2000 y ahora el proyecto de moneda única comienza a agrietarse.

3. NATURALEZA DE LA CRISIS DEL EURO

La naturaleza de la crisis que está asolando a la Unión Europea es una crisis clásica de deflación de deuda (Fischer, 1933). Desde la Gran Depresión esta tipología de crisis se habían desarrollado especialmente en los países emergentes y se asociaban a países con vulnerabilidad financiera, con escasa tradición de estabilidad macroeconómica y fragilidad institucional. Japón había sufrido una crisis de este tipo en los noventa y su economía aún se encuentra atrapada en la deflación y en la trampa de la liquidez pero se veía como un caso exótico del extremo oriente. En 2008 la Gran Recesión provocó una abrupta disrupción de las economías desarrolladas de sus sendas de crecimiento y el fantasma de la Gran Depresión volvió a sobrevolar el mundo. A diferencia, la actuación decidida y coordinada de políticas económicas globales evitó otra Gran Depresión (Eichengreen, 2010). Desde entonces, el comercio y la producción industrial mundial son un 10% superior a los niveles previos a la Gran Recesión aunque el índice bursátil mundial MSCI sigue un 20% por debajo de los niveles de la primavera de 2008.

No obstante, la quiebra de Lehman Brothers colapsó el comercio mundial y todos los países y áreas entraron en recesión abruptamente, lo cual favoreció la coordinación de políticas pero la recuperación de 2009 fue asimétrica y la coordinación de políticas económicas mundiales brilló por su ausencia. En la eurozona se pasó de la euforia por la intervención para evitar una depresión desde el verano de 2008 hasta la primavera de 2009, a hablar de estrategias de salida en el otoño de ese mismo año y empezar a implementarlas repentinamente en la primavera de 2010. La crisis de la deuda afectó a un país con fuertes desequilibrios de balanza de pagos y altamente endeudado como Grecia que supone el 2% del PIB y la población de la eurozona y se ha ido extendiendo primero a Irlanda, luego a Portugal y luego a Italia y España. Ya está afectada un tercio del PIB del área y por lo tanto es un problema sistémico y global. Esta es una crisis

de balanza de pagos de manual pero la existencia de una moneda común y el alto nivel de endeudamiento hacen que no haya precedentes históricos comparables, lo cual complica el diagnóstico y por supuesto la búsqueda de las políticas que puedan solucionarla.

4. CAUSAS DE LA CRISIS DEL EURO

La crisis del euro es extremadamente compleja como todas las crisis de deflación de deuda de la historia (Díez, 2012) por lo que a continuación revisaremos los principales hechos estilizados que permitan entender los fundamentos del sobreendeudamiento sin los cuales no será posible acertar en las políticas económicas para facilitar su digestión.

4.1. Integración financiera y minusvaloración del riesgo

Cuando un país adopta un tipo de cambio fijo y los inversores lo consideran sostenible en el futuro su prima de riesgo disminuye. Un inversor racional debe elegir entre una infinita variedad de activos internacionales para invertir sus ahorros pero sus cálculos de rentabilidad los hace en moneda local ya que el objetivo de comprar activos financieros es protegerse del deterioro de capacidad de compra que provoca la inflación durante el periodo de la inversión. Si el inversor compra un activo en otra moneda y se aprecia durante el periodo de la inversión aumentará su rentabilidad en moneda local pero si se deprecia disminuirá, por esa razón hay una relación directa entre los tipos de interés y los tipos de cambio (Dornbusch, 1976).

En el caso del euro se trata del tipo de cambio con mayor compromiso y mayores costes de salida por lo que el plus de credibilidad es también mayor y por lo tanto la bajada de primas de riesgo también debe ser más intensa. Tras el nacimiento de la moneda única Europa vivió un intenso proceso de integración financiera. Los fondos de inversión y las entidades financieras de la eurozona pasaron de tener un 20% de sus carteras en activos de otros países del área en 1998, al 45% y 40% respectivamente en 2007. Esto supuso un intenso trasvase de capitales desde los países con exceso de ahorro, principalmente Alemania, a los países con déficit de ahorro y especialmente a aquellos con mayores primas de riesgo.

Esta llegada de flujos de capitales, junto a la credibilidad que los inversores otorgaron al euro desde su nacimiento ayuda a explicar la intensa convergencia

de tipos de interés entre la deuda pública de los diferentes países miembros que se produjo hasta que comenzó la Gran Recesión en 2008. No obstante, como sucede en todas las burbujas financieras, al principio hay fundamentales que justifican el comportamiento de los inversores pero normalmente tras cambios de flujos financieros tan bruscos suele haber sobrerreacción y los precios de los activos se alejan de sus fundamentales.

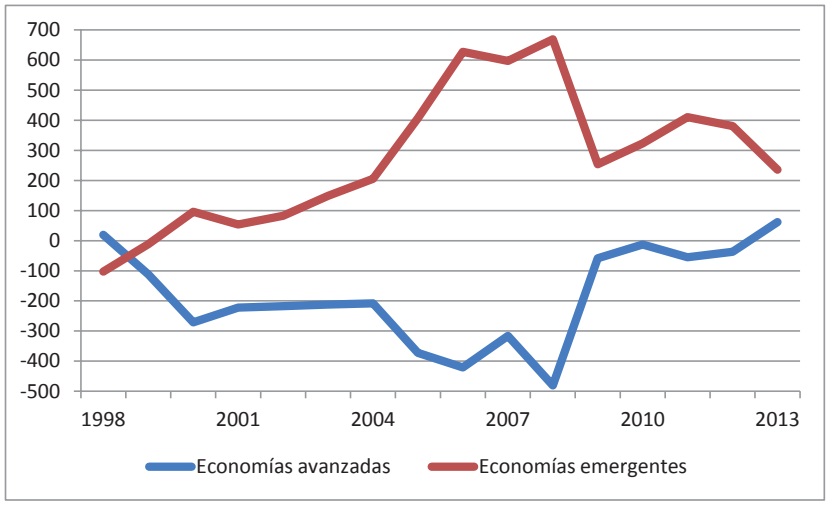
En la deuda corporativa privada el proceso fue aún más intenso. Especialmente en las emisiones bancarias de países periféricos que fue el canal clave para formar una de las mayores burbujas crediticias de la historia en estos países. Hasta 1997, las empresas de países periféricos como España tenían muchas dificultades para emitir bonos en los mercados internacionales. La peseta era una moneda con varias devaluaciones en las últimas décadas, sus mercados financieros eran muy estrechos y prácticamente estaban copados por la deuda pública.

La entrada en el euro permitió a las entidades financieras españolas acceder a un mercado organizado de cédulas hipotecarias con mucha tradición y profundidad en Alemania y que rápidamente se extendió al resto de países del área. Esto coincidió con una profunda y compleja crisis de deuda en Alemania fruto de los excesos de su Unificación que aumentó su tasa de ahorro de manera estructural y con ella la demanda de activos de máxima calidad crediticia para sus entidades financieras, aseguradoras y fondos de pensiones, lo cual favoreció el rápido desarrollo de este mercado y también sus excesos (Díez, 2012b).

4.2. Desequilibrios locales

En las últimas décadas el paradigma económico ha analizado por separado la economía real y la financiera. La Gran Recesión ha demostrado el fracaso del paradigma y como nos enseñó Luca Pacioli en el siglo XIII cuando se analiza una economía no se puede separar el activo del pasivo. Por lo tanto, aunque es evidente que el huracán se originó en el ámbito financiero hay desequilibrios en la economía real que también ayudan a explicar la crisis. En el gráfico 1 se puede observar la divergencia de las balanzas por cuenta corriente entre los países desarrollados y los emergentes en la última década. Varias causas ayudan a explicar este fenómeno que la literatura ha denominado los "desequilibrios globales" (Caballero et al, 2009).

Gráfico 1: Saldo por cuenta corriente.



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

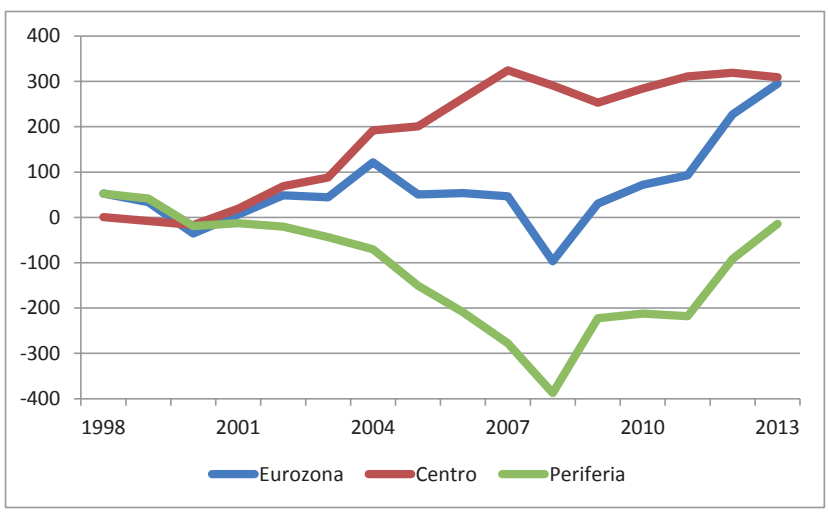
La causa principal estuvo en las consecuencias de la crisis asiática en 1997. Los países afectados tenían fuertes déficits por cuenta corriente y escaso nivel de reservas de divisas antes de la crisis y posteriormente orientaron su política económica a las exportaciones y el resultado fue superávits por cuenta corriente y elevados niveles de reservas de divisas. El resultado fue un aumento estructural de la tasa de ahorro mundial (Bernanke, 2005). La acumulación de reservas se concentró en fondos soberanos y bancos centrales con un perfil de inversión conservador lo cual aumentó significativamente la demanda de fondos prestables de renta fija de máxima calidad crediticia, los conocidos AAA. Sin entender la crisis asiática y sus consecuencias no es posible entender el intenso desarrollo del sistema bancario en la sombra y el fuerte aumento del apalancamiento del sistema bancario mundial que se ha analizado en el apartado anterior (Caballero et al, 2008).

Como se puede comprobar, desde 2009 se han corregido la mayor parte de los desequilibrios globales. Los países desarrollados han eliminado su déficit por cuenta corriente. Europa ha generado un fuerte superávit como ahora explicaremos y junto con el de Japón sirve para financiar el déficit de Estados Unidos que se ha reducido pero sigue siendo muy elevado. Entre los emergentes, China es el que ha registrado una reducción más espectacular de su superávit por cuenta

corriente. Tras el frenazo del consumo en Estados Unidos y sobre todo en Europa, China ha visto como el crecimiento de sus exportaciones se reducía bruscamente. La mayor inflación en China y la apreciación del tipo de cambio contra el dólar ha corregido casi toda la infravaloración del Yuan chino y esto también ayuda a explicar la reducción de su superávit por cuenta corriente. El gobierno chino se ha visto forzado a cambiar su modelo de política económica orientado a las exportaciones, favoreciendo el consumo interno. Esto ha aumentado sus importaciones y ha reducido el superávit exterior.

En el gráfico 2 se puede comprobar cómo la eurozona apenas se vio afectada por el fenómeno de los Desequilibrios Globales con un saldo por cuenta corriente próxima al equilibrio desde la crisis asiática. Sin embargo, en el gráfico se puede observar que si ha habido fuertes divergencias entre los distintos países que forman el Euro y por esta razón se ha denominado al fenómeno Desequilibrios Locales. En 2001, Alemania sufrió una crisis de deuda similar a la que se está registrando en España en estos momentos, aunque sin apenas déficit por cuenta corriente y deuda externa. Alemania, como le sucedió a Japón en los años ochenta, tuvo un problema de sobreendeudamiento de sus familias y empresas, con burbuja inmobiliaria, pinchazo y depresión incluidas. Tras el pinchazo de

Gráfico 2: Saldo por cuenta corriente.



Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

la burbuja en el año 2000, las familias alemanes tuvieron fobia a endeudarse y aumentaron estructuralmente su tasa de ahorro para reducir su deuda. Su consumo privado se hundió y sus empresas buscaron en la exportación la demanda que no encontraban dentro de su mercado. La recaudación fiscal se desplomó y Alemania incumplió el Pacto de Estabilidad y vio cómo su deuda pública aumentaba significativamente hasta 2005.

El nacimiento del euro y el *boom* de crédito en los países periféricos europeos permitieron a Alemania salir de la grave recesión gracias al tirón de sus exportaciones. Además, el ahorro alemán encontró un destino fácil sin asumir riesgo cambiario en sus socios de la eurozona. Como es lógico, las causas de la Crisis del Euro se centran en el análisis de los desequilibrios de los países deudores, ya que son los países que más problemas están sufriendo. Pero no es posible entender y explicar la crisis sin analizar el comportamiento de los países ahorradores, especialmente de Alemania.

Los países deudores han reducido bruscamente su déficit con el exterior, provocando un desplome de la inversión, del empleo y del consumo y una súbita subida de su tasa de paro y de pobreza. No obstante, siguen teniendo un problema de elevada deuda externa y muchas dificultades para financiarla. Por lo tanto, se enfrentan a un período prolongado de reducción de deuda lo cual mantendrá su demanda interna débil y su tasa de paro elevada. Tendrán que registrar superávit por cuenta corriente, como sucedió en Asia en 1998 y en Alemania en 2001. No obstante, los países acreedores, especialmente Alemania, no solo no han reducido su elevada tasa de ahorro y su superávit exterior, sino que la han aumentado desde 2009. Esto ha sido posible gracias al fuerte crecimiento de las exportaciones a países emergentes, especialmente Rusia, Oriente Medio e Iberoamérica. Los países emergentes vuelven a sufrir fugas de capitales y a tener problemas para financiar sus déficits exteriores y sus bancos centrales se han visto obligados a subir tipos de interés durante 2013. Esto supondrá menor crecimiento y menor demanda de importaciones provenientes de Europa.

Por lo tanto, o los países centrales reducen su ahorro y estimulan su gasto doméstico, como ha hecho China desde 2009, o Europa está condenada a varios años de estancamiento como le sucedió a Japón. Japón tenía exceso de ahorro y pudo obligar a sus fondos de pensiones a que compraran su deuda pública que ha subido exponencialmente. Y mantuvo una tasa de paro del 4% que le permitió mantener la estabilidad social. En Europa, los países periféricos tienen déficit

de ahorro y no pueden obligar a los inversores internacionales a comprar su deuda pública. Y padecen tasas de paro muy elevadas, con elevado riesgo de crisis sociales. Por lo tanto, la situación en Europa sigue siendo insostenible y la luz al final del túnel de la Crisis del Euro que parece verse en 2013, lo más probable es que sea otro tren que viene a arrollarnos.

4.3. La Gran Recesión

La Unión Monetaria Europea nació con problemas institucionales pero no comenzaron a ser evidentes y a poner en riesgo su viabilidad hasta 2009. La Gran Recesión que asoló el mundo y Europa en 2008 ha sido la peor recesión desde hace setenta años, aunque no llegó a la profundidad y a la duración de la Gran Depresión, por eso se le ha denominado Gran Recesión. Sin un terremoto de esta magnitud es posible que las deficiencias institucionales del proyecto europeo podrían haber aguantado más tiempo pero la crisis las ha puesto al descubierto y el euro se encuentra en la encrucijada.

En 2007 fueron perturbaciones financieras las que anticiparon la recesión. El mercado de emisiones privadas, especialmente con garantía hipotecaria prácticamente se secó para los bancos españoles y también para el resto de países endeudados. Esto frenó en seco el *boom* de crédito y fue el detonante de la recesión. En 2008 la quiebra desordenada de Lehman provocó la mayor corrida financiera global desde la Gran Depresión. Los inversores volaron a la deuda pública a corto plazo de las monedas de reserva internacional, los mercados monetarios se secaron, los de divisas también y en semanas colapsó el comercio mundial. La reacción coordinada en el G-20 con la política monetaria, financiera y fiscal más expansiva de la historia evitó que el mundo entrara en depresión y permitió una recuperación en "V" del comercio y la economía mundial en 2009.

La economía es una ciencia empírica pero es complicado encontrar experimentos homogéneos para comparar políticas, pero esta crisis nos ha ofrecido uno. La Gran Recesión fue sincronizada y la mayoría de países entraron a la vez en recesión. Sin embargo, la recuperación desde 2009 ha sido dispar y las políticas económicas han muy diferentes en Estados Unidos y la eurozona, lo cual permite la comparación de sus efectos. Europa precipitó la consolidación fiscal a principio de 2010, a pesar de haber metido la mitad de estímulo en 2008 para salir de la recesión, mientras Estados Unidos ha seguido renovando los planes de estímulo fiscal. El Banco Central Euopeo ha sido muy reacio a intervenir y solo

lo ha hecho cuando los mercados estaban al borde del colapso e incluso se permitió el lujo de subir los tipos de interés en julio de 2011, cometiendo el mismo error que en julio de 2008, anticipando la recesión. La Reserva Federal ha mantenido sus tipos al 0% y ha ido renovando sus políticas cuantitativas.

Tras dos años de experimento. ¿Cuál ha sido el resultado? Estados Unidos ha crecido el doble que Europa, su inflación ha aumentado también el doble y su tasa de paro ha disminuido hasta el 8,5% mientras en Europa ha aumentado superando el 10%. En Estados Unidos varios estados, entre ellos California y Florida, pincharon su burbuja inmobiliaria y California incumplió pagos y creó su propia moneda, lo que en Argentina denominaron Patacones. Por lo tanto, la crisis del euro no es la causa de los problemas de Europa sino simplemente el resultado de los errores de política económica cometidos en Europa desde 2009.

Tampoco es válido el argumento de mayor rigidez de los mercados de trabajo europeos y de los problemas de movilidad del trabajo entre países. En Estados Unidos la tasa de paro aumentó con la misma intensidad en los estados que no habían tenido burbuja inmobiliaria, confirmando que la causa del aumento del desempleo era un desplome de la demanda provocado por una intensa crisis bancaria y de restricción de crédito. Pero seguramente el resultado del experimento más espectacular es lo que ha ocurrido con las finanzas públicas. Estados Unidos sin subir los impuestos, sin grandes recortes y simplemente congelando el gasto público ha conseguido aumentar los ingresos fiscales un 25% desde 2009 hasta 2013 y ha reducido el déficit nueve puntos porcentuales de PIB. Europa subiendo los impuestos y recortando el gasto ha conseguido un aumento de los ingresos del 11% desde 2009 hasta 2013 y una reducción del déficit de tres puntos de PIB.

La afloración de casi diez puntos de déficit público de un nuevo Gobierno en Grecia fue la llama que prendió el incendio de la crisis del euro en la que estamos inmersos. La "Tragedia Griega" se fue contagiando primero a Portugal, luego a Irlanda y en la actualidad amenaza a España e Italia por lo que afecta ya a un tercio del PIB de la eurozona (Díez, 2012). La Gran Recesión inició un proceso de desintegración financiera en la eurozona que la "Tragedia Griega" y el contagio al resto de economías intensificó. En una unión monetaria, la salida de flujos de capital son equivalentes a una política monetaria y contractiva y al contrario la entrada es expansiva. Esto ayuda a entender por qué los países

sometidos a tensión financiera entraron de nuevo en una profunda recesión en 2011 mientras Alemania, el principal receptor de flujos, se ha estancado y ha evitado la recesión.

5. CONCLUSIONES

El proyecto europeo es político y surge como necesidad para acabar con las guerras y los enfrentamientos que asolaron Europa en el siglo XX. El euro fue un intento de acelerar la unión política pero al final ha acabado siendo una huida hacia adelante.

El euro es la versión más extrema de un tipo de cambio fijo. Eso sí, reforzado y con elevados costes de salida lo cual lo hace más creíble. Pero sin una unión política, fiscal y bancaria siempre estará en cuestión si será una moneda única.

En los años noventa se sobrevaloraron los beneficios de la creación del euro que los había y han quedado demostrados. Pero se minusvaloraron los costes que la realidad ha demostrado que también existían. Los dos principales problemas institucionales que deben ser resueltos son: la ausencia de una unión fiscal que complemente la unión monetaria y la ausencia de un prestador de última instancia por las limitaciones impuestas al BCE en sus estatutos.

La integración financiera y la minusvaloración de los riesgos, ambos fenómenos globales, son determinantes para explicar el *boom* de crédito y el problema de sobreendeudamiento que es el origen de la crisis del euro. El caso de las cédulas hipotecarias es un buen ejemplo de que no solo se minusvaloraron los riesgos de crédito sino especialmente los de liquidez.

Los desequilibrios locales, elevado superávit por cuenta corriente en Alemania y déficits en España y otros países, forzaron el trasvase de flujos financieros y favorecieron el *boom* de crédito y el sobreendeudamiento. Los países sometidos a tensión financiera están reduciendo sus déficits por cuenta corriente bruscamente pero Alemania ha elevado su superávit exterior desde 2009.

Los problemas institucionales de la eurozona se pusieron en evidencia en la Gran Recesión, por la brusca caída de la actividad y el colapso de los mercados financieros y los canales crediticios que han hecho que muchas deudas sean insostenibles y no se puedan pagar. Sin esta recesión tan profunda los problemas podrían haber tardado más tiempo en aparecer.

En el momento de entregar este artículo la economía europea se encuentra en una incipiente y débil recuperación tras casi dos años de recesión y seis años de crisis. No obstante, los problemas de desintegración financiera y desequilibrios locales siguen sin resolverse. Por esta razón la recuperación es tan débil, especialmente en los países de la periferia, la deuda crece y sigue siendo insostenible y el riesgo de que algunos países abandonen el euro incluso de ruptura de la moneda única, lejos de desaparecer, han aumentado.

Bibliografía

Bernanke, B. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit". Discurso Reserva Federal 10 de marzo.

Bernanke, B. (2007), "The Financial Accelerator and the Credit Channel". Discurso Reserva Federal 15 de junio.

Caballero, R.J., E. Farhi, y P.O.Gourinchas (2008), "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates", *American Economic Review*, vol. 98 (1), pp. 358-93.

Caballero, R.J. y A. Krishnamurthy (2009), "Global Imbalances and Financial Fragility," *American Economic Review: Papers & Proceedings*, vol. 99 (May), pp. 584-88.

Comisión Europea (2012), *El Sistema Bancario en la Sombra*. Libro verde, Marzo.

De Grauwe, P. (2009), *Economics of Monetary Union* 9 ed. Oxford University Press. Oxford.

Díez, J.C. (2012), "Crisis de la Deuda Europea: crisis de emergentes o sumergidos" *Papeles de Economía Española* 130 enero, pag. 150-166.

Díez, J.C., (2012b), "El Sistema Bancario tras la Gran Recesión", *Mediterráneo Económico* 20 enero, pag. 329-345.

Díez, J.C. (2013), *Hay Vida Después de la Crisis*, Plaza y Janés.

Dornbusch, R., (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics." *Journal of Political Economy* 84: pag. 1161-76.

Eichengreen, B. y C. Wyplosz (1998), "The Stability Pact: Stabilizing or Destabilizing?", *Economic Policy* 26 April, pag. 65-113.

Eichengreen, B. y K.O'Rourke (2010), A tale of two depressions: What do the new data tell us? February 2010 update, VoxEU.org, 8 March.

European Commission (1998), *Convergence Report 1998*, Bruselas.

European Monetary Institute (1998), *Convergence Report*, Frankfurt am Main, March 1998.

FSB, Financial Stability Board, (2011), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. October.

Friedman, M. (1953), *The Case for Flexible Exchange Rates. Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, 1953, pp. 157-203. Chicago.

Keynes, J.M. (1992), *Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria*. Fondo de Cultura Económica de España. Madrid.

Meade, J. (1957), "The Balance of Payments Problems of a Free Trade Area", *Hay Vida Después de la Crisis*, Plaza y Janés., *Economic Journal*, Sept. 67, 379-96.

Mundell, R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, vol. 51, No. 4., pp. 657-665.

Nurkse, R. (1942), *International Currency Experience. Lessons from the Inter-War period*. League of Nations, p. 188. Genova.

Obstfeld, M. (1998), "EMU: Ready, or Not?", Working Paper. University of California, Berkeley.

Rodríguez Prada, G. (1994), "Teoría y estrategias de la integración económica y monetaria: con aplicaciones a los casos de la UE, el NAFTA y el MERCOSUR". Universidad de Alcalá. Alcalá de Henares.

Torrero, A. (2006), *Crisis Financieras: Enseñanzas de Cinco Episodios*. Marcial Pons. Madrid.

LA CRISIS DE LA UNIÓN EUROPEA

Rafael Doménech
Economista jefe de Economías Desarrolladas de BBVA

RESUMEN

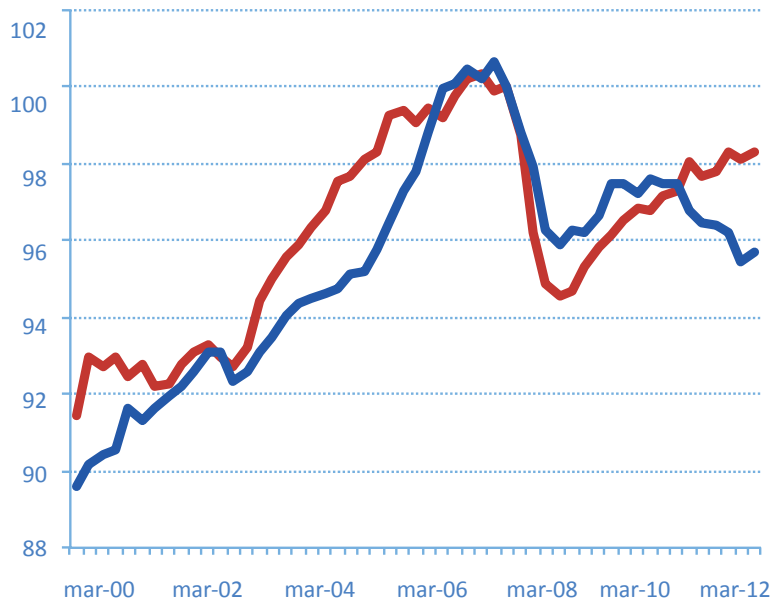
En este capítulo se analiza la crisis de la Unión Europea desde la perspectiva de las crisis de América Latina en los ochenta, Argentina en 2001 o, más recientemente, Estados Unidos. La existencia de una Unión Económica y Monetaria ha permitido plantear soluciones que en otras crisis previas no fueron posibles, desencadenando intensas devaluaciones y reestructuraciones masivas de deuda pública y privada. Sin embargo, y a diferencia de Estados Unidos, en la medida que las instituciones europeas no estaban diseñadas para hacer frente a la heterogeneidad en los desequilibrios acumulados por sus miembros, no se ha podido evitar una crisis de deuda especialmente intensa en algunos de ellos, ante la ausencia de una unión fiscal y bancaria completa. En esta situación, Europa necesita seguir llevando a cabo reformas estructurales e institucionales (nacionales y europeas) para acelerar la salida de la crisis y asegurar un mayor bienestar a largo plazo, en una economía global más competitiva.

1. INTRODUCCIÓN

Europa ha sufrido las consecuencias de una crisis financiera, económica e institucional, con características propias y específicas. A diferencia de Estados Unidos, que tras la crisis financiera de finales de 2008 inició ya en la segunda mitad de 2009 el camino de la recuperación económica, esta se vio truncada en Europa a mediados de 2011, tal y como muestra el gráfico 1. En él se representa el PIB por persona en edad de trabajar, normalizando su nivel a 100 en el primer trimestre de 2008. En Estados Unidos la caída inicial fue de algo más de cinco puntos porcentuales, de los cuales se han recuperado aproximadamente las dos terceras partes en los últimos cuatro años, al tiempo que su tasa de desempleo ha ido disminuyendo tendencialmente. En Europa, tras un

intento inicial de recuperación, ésta se vio truncada como consecuencia de la recesión posterior a la que dio lugar la crisis de deuda soberana, de manera que a mediados de 2013 el nivel de PIB por persona en edad de trabajar se situaba incluso por debajo del mínimo alcanzado en 2009. En contraste con Estados Unidos, durante todos estos años la tasa de desempleo no ha dejado de crecer, hasta alcanzar el 12% en 2013.

Gráfico 1: PIB por persona en edad de trabajar (2T 2008 = 100).



Fuente: BBVA Research.

Las razones que están detrás de la crisis europeas son bien conocidas y han sido ya analizadas en otros trabajos previos (Andrés y Doménech, 2012[a]; Lane, 2012 y Shambaugh, 2012). Por lo tanto, el objetivo de este trabajo no es volver a analizar sus causas sino discutir sus soluciones, extrayendo conclusiones y lecciones tanto de crisis anteriores (Reinhart y Rogoff, 2009, o Sargent, 2012) como de la experiencia más reciente. En un trabajo muy interesante, Ramos-Francia et al (2013) han comparado la crisis europea desde la óptica de la crisis de América Latina en los ochenta. Correctamente consideran que la situación actual de algunos países europeos es peor en determinados ámbitos: desequilibrios y niveles

de deuda más elevados, y la imposibilidad de devaluar sus monedas al formar parte de una unión monetaria, que tampoco considera la opción de reducir el valor real de las deudas mediante inflación.

No obstante, también hay diferencias entre ambas crisis. Sin duda, la más importante es que el Banco Central Europeo ha gozado de la credibilidad y estabilidad suficientes como para permitir que, ante la huida de los inversores internacionales de los mercados de deuda de algunos países periféricos, éstos no tuvieran que suspender pagos. A diferencia de la eurozona, los países que sufrieron la crisis de América Latina en los ochenta, o más recientemente Argentina (2001), se vieron abocados a la suspensión de pagos ante la situación de *sudden stop* a la que tuvieron que hacer frente. De los países analizados por Ramos-Francia et al (2013), solo Chile recuperó el nivel de renta *per cápita* antes de que acabara la década de los ochenta, tras una caía inicial del 18,6%. México y Brasil, con caídas cercanas al 12,5%, tendrían que esperar a la segunda mitad de la década siguiente. Argentina, cuya renta *per cápita* entre 1980 y 1990 disminuyó un 23%, también recuperó su nivel de 1980 en la segunda mitad de los noventa, aunque la crisis de 2001 volvería a suponer una caída del 24% en su renta *per cápita*.

Las diferencias institucionales hacen que no todas las soluciones de experiencias previas tengan por qué ser recomendables a la eurozona. La devaluación del tipo de cambio por parte de algunos países, que exigiría su salida de la zona euro, tendría más costes que beneficios (véase, por ejemplo, Cavallo y Cotani, 2010). Como se discute en este capítulo, la crisis ha sido la consecuencia de un diseño incorrecto de las instituciones europeas, primero, para impedir la generación de desequilibrios excesivos en épocas de bonanza, segundo, para gestionarlos cuando los mercados financieros se han tensionado y fragmentado, y, tercero, para asegurar las bases de una correcta convergencia económica e institucional a largo plazo. Por lo tanto, la solución debe descansar en el rediseño de las instituciones europeas y nacionales, y en las reformas estructurales allí donde sea necesario.

El rediseño de las instituciones es una solución específica de la crisis europea pero no es totalmente nueva. El precedente más claro, aunque lejano en el tiempo es el de Estados Unidos en la crisis fiscal de 1783 (Sargent, 2012). La respuesta entonces consistió en apostar claramente por la unión fiscal, económica y política. Primero, con la Constitución ratificada en 1788, que otorgó

poderes fiscales al gobierno federal, que con anterioridad solo tenían los estados. Segundo, con la creación del Tesoro en 1789. Tercero, con la nacionalización de las deudas de los estados en 1790, es decir, una mutualización completa de la deuda pública. Cuarto, con la creación del primer Banco de los Estados Unidos en 1791. Los problemas potenciales de riesgo moral, argumento que suele utilizarse por los detractores de la mutualización de deudas, se evitaron con claras reglas fiscales que obligan a las autoridades de los estados.

Además de estas soluciones, las crisis previas de deuda han contemplado la reestructuración de la deuda pública y privada. El debate sobre esta cuestión se centra en la intensidad y alcance de la misma (por ejemplo, Paris y Wyplosz, 2013), puesto que esta solución se ha venido aplicando a lo largo de la crisis entre los países con mayores problemas. Por ejemplo, Grecia ha reestructurado ya su deuda pública en manos de agentes privados, y ahora se vuelve a debatir si debe realizarse una nueva reestructuración más intensa, que alcance también a los tenedores públicos de deuda. La reestructuración de deuda pública es más problemática, en la medida que siempre se ha considerado como un activo de referencia para la deuda del sector privado. En otros países, como ha sido el caso de España, la reestructuración de deuda privada, tanto de particulares como de empresas, se ha venido haciendo desde el inicio de la crisis de forma selectiva, con mayor incidencia en el caso del sector bancario (preferentes o SAREB) o de los préstamos del sector inmobiliario. La aproximación más pragmática es no descartar esta solución y recurrir a ella cuando sea totalmente imprescindible por problemas de solvencia pero no por restricciones de liquidez. En resumen, a lo largo de la crisis europea se ha optado por una combinación dinámica y adaptativa de las distintas soluciones disponibles, en función de las necesidades de cada momento.

La estructura de este capítulo es la siguiente. En el apartado 2 se resumen brevemente las razones de los desequilibrios acumulados en la fase de expansión previa a la crisis. En la tercera sección se analiza la estrategia de recuperación a corto y medio plazo, que combina reformas estructurales con avances hacia una Unión Económica y Monetaria más genuina. La cuarta sección aborda las bases de una estrategia de crecimiento y convergencia entre sus miembros a largo plazo. La quita sección presenta las principales conclusiones de este capítulo.

2. DE LA GRAN MODERACIÓN A LA GRAN RECESIÓN

De 1995 a 2007 la economía mundial vivió uno de los períodos de crecimiento económico más prolongado y estable de las últimas décadas, y con una inflación bajo control. Esta situación generó la percepción de que la política económica se estaba gestionando mucho mejor que en épocas anteriores y que por fin se había aprendido a controlar los ciclos económicos, popularizándose el término de Gran Moderación para referirse a esta nueva situación (véase Stock y Watson, 2002). Todo ello condujo a una valoración muy reducida del riesgo y, a través de menores primas, a una disminución de los tipos de interés.

Sin ánimo de repasar en detalle las razones que han estado detrás de esta Gran Moderación y de los desequilibrios que terminaron formándose, no obstante sí que merece la pena entender las claves de una situación que desembocaría en la Gran Recesión:

1. Política de bajos tipos de interés o *"money glut"*. La globalización y la irrupción de países exportadores con costes de producción muy reducidos permitió mantener la inflación bajo control a pesar de las elevadas tasas de crecimiento. Esas bajas tasa de inflación, junto con el objetivo de evitar la recesión económica tras la explosión de la burbuja tecnológica y la atonía en Alemania debida a los elevados costes de su reunificación, dieron lugar a una política de tipos de interés muy reducidos, que propiciaron un aumento del precio de muchos activos (financieros e inmobiliarios). La política monetaria de "benign neglect" respecto a los elevados precios de esos activos retroalimentó el proceso.
2. Elevado ahorro mundial o *"saving glut"*, que dio lugar a un aumento de la demanda de activos seguros, provocando ingentes emisiones de derivados y titulizaciones, con las que hacer frente a la escasez de oferta. Durante esos años existía una enorme liquidez para financiar los activos que servían como subyacentes. Todo ello propició una enorme heterogeneidad por países, sectores y agentes, con la que unos se especializaron en proporcionar los instrumentos de inversión y subyacentes que demandaban los mercados (por ejemplo, Estados Unidos, España e Irlanda), y otros en proporcionar enormes volúmenes de ahorro (por ejemplo, Alemania, China, etc.).
3. La creación de la UEM supuso la desaparición del riesgo de tipo de cambio entre sus miembros. Al mismo tiempo se extendió la idea de que la

creación de la moneda única facilitaría la convergencia económica al acelerar los flujos de capital de las economías de mayor a menor nivel de renta *per cápita*, en línea con la predicciones de la teoría económica (véase, por ejemplo, Barro, Mankiw y Sala-i-Martin, 1992). Este escenario favoreció la desaparición de las primas de riesgos en la deuda soberana y la aparición de elevados déficits por cuenta corriente, reflejando las expectativas de convergencia económica. Por fin, parecía que concluía la paradoja Feldstein y Horioka, de manera que la correlación entre las tasas de ahorro e inversión entre países pasaba a ser nula o incluso negativa.

En la medida que muchos de estos desequilibrios se financiaban internamente entre países europeos, sin necesidad de acudir al ahorro externo, al principio de la crisis la UEM presentaba menores desequilibrios agregados que Estados Unidos o Reino Unido. Como muestra el cuadro 1, en 2010 y 2011 el déficit y nivel de endeudamiento sobre PIB de los hogares, empresas y frente al resto del mundo era menor en la eurozona.

Sin embargo, como suele ocurrir casi siempre, la cadena termina rompiéndose por el eslabón más débil. Y este fue el caso primero de Grecia, posteriormente Irlanda y así sucesivamente, a medida que los mercados financieros dudaron de la solvencia de determinados países para hacer frente a su endeudamiento y empezaron a tener claro que el resto de miembros de la UEM respondería, como mucho, a los problemas de liquidez, a través del BCE, el FEEF o el MEDE, pero no a los de solvencia de forma solidaria.

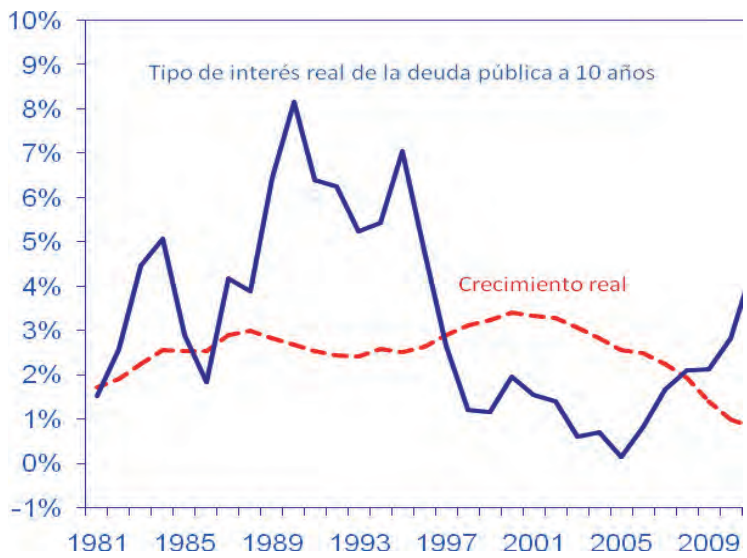
Cuadro 1: Desequilibrios agregados en la Eurozona, EE.UU. y Reino Unido como porcentaje del PIB (2010 y 2011).

		EA17	US	UK
Saldo presupuestario AA.PP	2011	-4,4	-9,6	-8,9
Deuda AA.PP.	2011	87,6	100,0	84,8
Deuda de los hogares	2010	67,3	92,1	106,1
Deuda de las empresas	2010	119,1	74,6	123,7
Balanza por cuenta corriente	2011	0,1	-3,1	-2,7
Posición internacional neta	2010	-7,2	-17,0	-13,9

Fuente: BBVA Research y Haver.

Así pues, una de las razones de la crisis de deuda en Europa hay que buscarla en el diseño inapropiado de sus instituciones para hacer frente a la heterogeneidad en los desequilibrios a la que dio lugar el período de tiempo tan prolongado de crecimiento económico y bajos tipos de interés. Como muestra el gráfico 2, en el que se han representado el tipo de interés real de la pública y una estimación del crecimiento potencial, España fue un claro ejemplo de incentivos en la acumulación de deuda, sobre todo privada. Los mercados no imponían ningún tipo de disciplina económica. Al contrario, alimentaban una acumulación ineficiente de capital, hasta niveles en los que su productividad marginal era excesivamente reducida como para hacer frente a un cambio brusco en las condiciones de financiación y aumento de su coste de uso. De 1997 a 2008, el tipo de interés real de la deuda pública a 10 años se situó por debajo del crecimiento real tendencial de la economía. Adicionalmente, la disminución de las primas de riesgo de particulares y empresas respecto a la deuda pública, hasta su práctica desaparición, provocó que el tipo de interés real al que se financiaban los agentes privados también se encontrara por debajo

Gráfico 2: Crecimiento real del PIB potencial y rentabilidad real de la deuda pública a 10 años, España (1981-2012).



del crecimiento real de sus ingresos. Esta es la condición que se requiere para que una economía empiece a operar en una región de acumulación ineficiente de capital[1].

Este hecho se dio simultáneamente en otros países europeos. Además, en muchos de ellos el crecimiento del PIB no estuvo necesariamente acompañado de un crecimiento de la productividad del trabajo, sino sobre todo de un fuerte crecimiento del empleo. De esta manera, el aumento del déficit exterior, que servía para financiar el endeudamiento de distintos sectores económicos (en unos países, el sector público, en otros, el privado), no estaba correlacionado con el crecimiento de la productividad. El déficit exterior servía para financiar en algunos países la disminución del ahorro del sector privado y público (e.g., Grecia) mientras en otros financiaba el fuerte aumento de la inversión del sector privado (e.g., España), con un importante predominio de la financiación bancaria. En cualquiera de los casos, el fuerte crecimiento de la demanda doméstica dio lugar a un aumento de la producción de no comercializables, a la importación de comercializables y a la persistencia del desequilibrio en la balanza por cuenta corriente, que no respondía al volumen de la deuda externa neta acumulada.

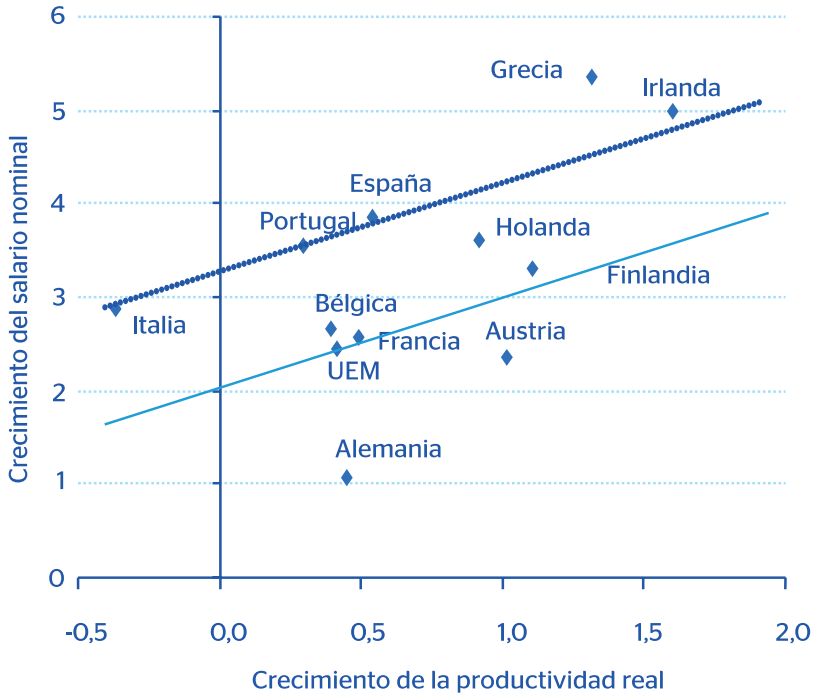
El fuerte crecimiento del empleo en un contexto de reducido crecimiento relativo de la productividad del trabajo dio lugar a un crecimiento de los salarios nominales por encima de su productividad, con el consiguiente aumento de los costes laborales unitarios, tal y como se pone de manifiesto en el gráfico 3. El diferencial del crecimiento de los salarios nominales respecto al crecimiento de la productividad de Italia, Portugal, España e Irlanda entre

---

[1] De acuerdo con los modelos de crecimiento óptimo (véase, por ejemplo, Barro y Sala-i-Martin, 2004, o Blanchard y Fischer, 1993) en la senda de crecimiento equilibrado de estado estacionario se verifica la regla de oro modificada por la que el tipo de interés (r) es igual a la suma de la tasa de descuento (ρ) y de crecimiento de la población (n), es decir, $r = n + \rho$. En estos modelos el equilibrio es dinámicamente eficiente y no se acumula capital productivo (k) en exceso cuando $r = f'(k) - \delta = \rho + \phi\, g > n + g$, en donde ϕ es el coeficiente de aversión relativa al riesgo, $f'(k)$ la productividad marginal del capital y δ la tasa de depreciación. Dado que el crecimiento del PIB a largo plazo viene determinado por $n + g$, resulta evidente que cuando el tipo de interés real disminuye por debajo del crecimiento del PIB durante un período de tiempo prolongado se dan las condiciones para que la economía acumule capital en exceso y de manera ineficiente.

1999 y 2007 era prácticamente idéntico, ligeramente inferior al de Grecia, y casi tres puntos superior al de Alemania[2].

Gráfico 3: Crecimiento de los salarios nominales y de la productividad real (1999-2007).



Fuente: BBVA Research en base a Eurostat.

Todo ello resultó en la generación de importantes desequilibrios entre los países de la eurozona que se fueron acumulando en el tiempo, hasta alcanzar en 2010 la situación que se pone de manifiesto en el cuadro 2, para los diez indicadores que contempla el Procedimiento de Desequilibrios Excesivos de la UE[3]. De igual manera que los mercados financieros internacionales descubrieron de repente los importantes desequilibrios acumulados, también

[2] En este gráfico, las rectas con pendiente positiva representan las combinaciones de crecimiento nominal de los salarios y crecimiento real de la productividad que dan lugar al mismo crecimiento de los costes laborales unitarios.

[3] Véase http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/economic_reforms/eip/

constataron que los diez años de unión económica y monetaria no habían asegurado la convergencia de la capacidad estructural (condiciones de oferta) entre los países miembros de la UEM. La convergencia en la renta *per cápita* se había producido por el fuerte crecimiento de la demanda agregada, a costa de cierta divergencia en la productividad del trabajo. Como muestra el cuadro 3, las diferencias entre países no se circunscribían a los determinantes de medio plazo (eficiencia del mercado de trabajo o regulaciones de los mercados de bienes, servicios, etc.), sino también a los de largo plazo (calidad de las instituciones, capital humano, capital tecnológico e infraestructuras). Idéntico resultado se obtiene cuando se analizan las disparidades entre las regiones europeas, utilizando el Indicador de Competitividad Internacional (gráfico 4), que resume 73 variables que determinan la competitividad de las economías, su productividad y su renta *per cápita*, clasificadas en once categorías: (1) Instituciones, (2) Estabilidad macroeconómica, (3) Infraestructuras, (4) Sanidad, (5) Calidad de la Educación Primaria y Secundaria, (6) Educación superior, Formación Profesional y Continua, (7) Eficiencia del Mercado de Trabajo, (8) Tamaño de mercado, (9) Preparación Tecnológica, (10) Complejidad de negocios, (11) Innovación.

Cuadro 2: Desequilibrios macroeconómicos en la Eurozona en 2010.

	Belgium	Denmark	Germany	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Netherlands	Austria	Portugal	Finland	EMU
Current account	-0.6	3.9	5.9	-2.7	-12.1	-6.5	-1.7	-2.8	5.0	3.5	-11.2	2.1	-1.4
Net IIP	77.8	10.3	38.4	-90.9	-92.5	-89.5	-10.0	-23.9	28.0	-9.8	-107.5	9.9	-21.6
Real exchange rate	1.3	1.0	-3.0	-5.0	3.9	0.6	-1.4	-1.0	-1.0	-1.3	-2.4	0.3	-0.7
Export shares	-15.4	-15.3	-8.3	-12.8	-20.0	-11.6	-19.4	-19.	-8.1	-14.8	-8.6	-18.7	-14.3
ULC	8.5	11.0	6.6	-2.3	12.8	3.3	7.2	7.8	7.4	8.9	5.1	12.3	-7.4
Housing prices	0.4	0.6	1.0	-10.5	-6.8	-4.3	3.6	1.5	-2.9	-1.5	0.1	6.6	-1.4
Private credit	13.1	5.8	3.1	-4.5	-0.7	1.4	2.4	3.6	-0.7	6.4	3.3	6.8	3.3
Private debt	232.8	244.2	128.1	341.3	124.1	227.3	159.8	126.4	223.4	165.7	248.5	177.7	199.9
Public debt	96.2	43.4	83.2	92.5	144.9	61.0	82.3	118.4	62.9	71.8	93.4	48.3	83.2
Unemployment rate	7.7	5.6	7.5	10.6	9.9	16.5	9.0	7.6	3.8	4.3	10.4	7.7	8.4

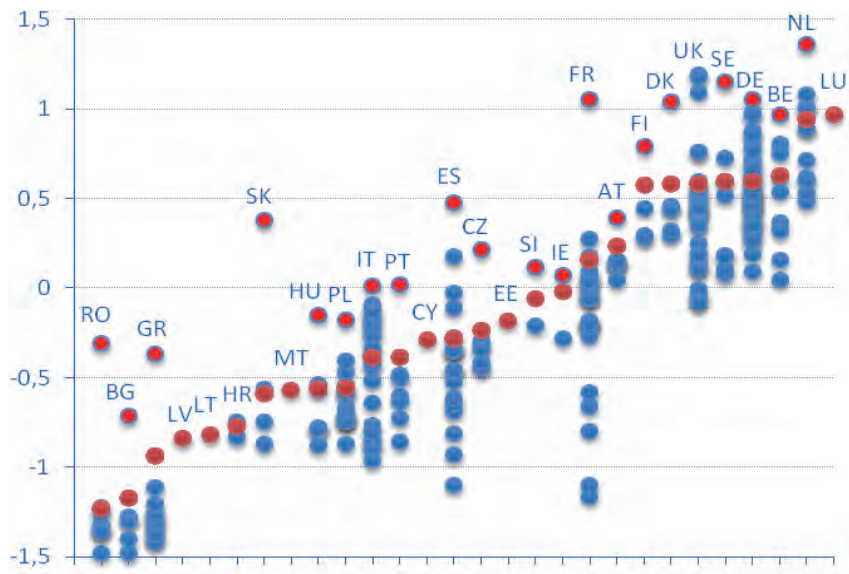
Fuente: BBVA Research, Eurostat y Haver.

Cuadro 3: Capacidad estructural en las economías desarrolladas en 2010.

	Liberal Market Economies			Coordinated Market Economies									Mixed market Economies				Avge.
Medium Term	UK	USA	IRL	GER	FRA	NLD	BEL	AUT	FIN	DEN	SWE	JAP	SPA	ITA	POR	GRE	
Labour market	1	1	1	2	3	2	2	2	1	1	2	1	3	3	3	3	1.9
Corporate regulations	1	1	1	2	2	1	3	2	2	1	1	2	3	2	2	3	1.8
Network regulations	1	1	3	1	2	1	1	1	2	1	1	2	1	2	2	3	1.6
Retail	1	1	1	1	2	1	3	3	2	2	1	1	2	2	2	3	1.8
Professional services	1	1	1	3	2	1	2	2	1	1	1	1	2	3	2	3	1.7
Long term																	
Institutions and contracts	1	2	2	1	2	1	2	1	1	1	2	2	2	3	3	3	1.8
Human capital	2	2	1	2	2	1	1	2	1	1	1	1	3	3	3	3	1.8
Infraestructure	1	1	3	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	3	2	3	1.6
Innovation	1	1	2	1	1	1	1	2	2	1	1	1	3	2	3	3	1.6
Average	1.1	1.3	1.7	1.6	1.9	1.1	1.9	1.9	1.6	1.1	1.2	1.3	2.2	2.6	2.4	3.0	1.7

Fuente: FMI y BBVA Research.

Gráfico 4: Índice de Competitividad Regional en Europa (2013).

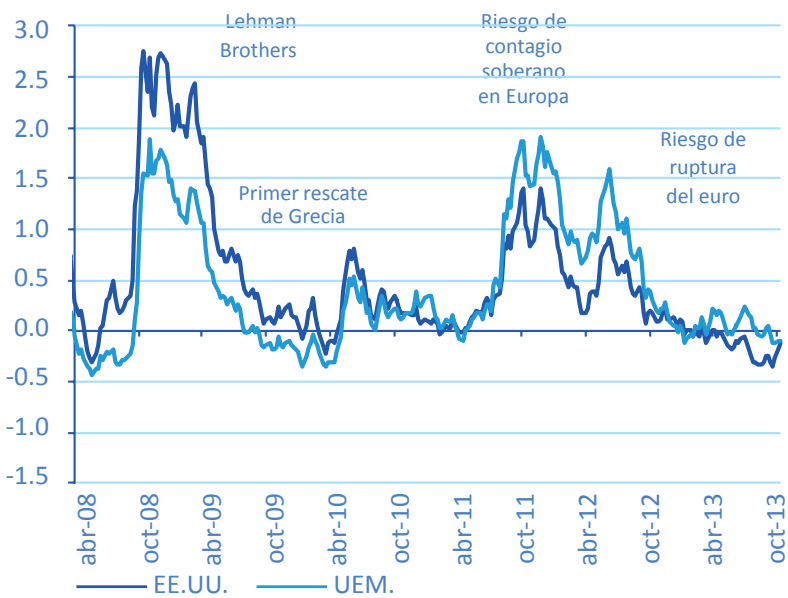


Fuente: Annoni y Dijkstra (2013).

A lo largo de 2009 y 2010 los mercados financieros empezaron a dar los primeros síntomas de discriminación en las primas de riesgos entre países y a dudar de la capacidad de algunos de ellos para hacer frente a su endeudamiento. Como han mostrado Cardoso y Doménech (2010), las primas de riesgo de 2010 ya estaban correlacionadas con la capacidad estructural de crecimiento del cuadro 2. De hecho, el indicador que resume las distintas variables que aparecen en ese cuadro tenían una mayor capacidad explicativa de las primas de riesgo que otros determinantes como el déficit y deuda públicos, o el endeudamiento exterior.

Las tensiones financieras se normalizaron algo hasta que la incertidumbre política en Italia a mediados de 2011 y posteriormente las económicas en España terminaron por provocar un importante efecto contagio. El resultado de esta situación es bien conocido: a finales de 2011 y en la primera mitad de 2012 la eurozona llegó a estar al borde del abismo. Las tensiones financieras alcanzaron niveles en Europa incluso más elevados que tras el colapso de Lehman Brothers y durante más tiempo, tal y como muestra el gráfico 5. La evidencia indica que estas tensiones financieras tienen efectos muy importantes sobre la economía real con un desfase entre dos y tres trimestres. Así, las tensiones de la primera mitad de 2012 dieron lugar a una fuerte contracción económica en el cuarto trimestre de ese año.

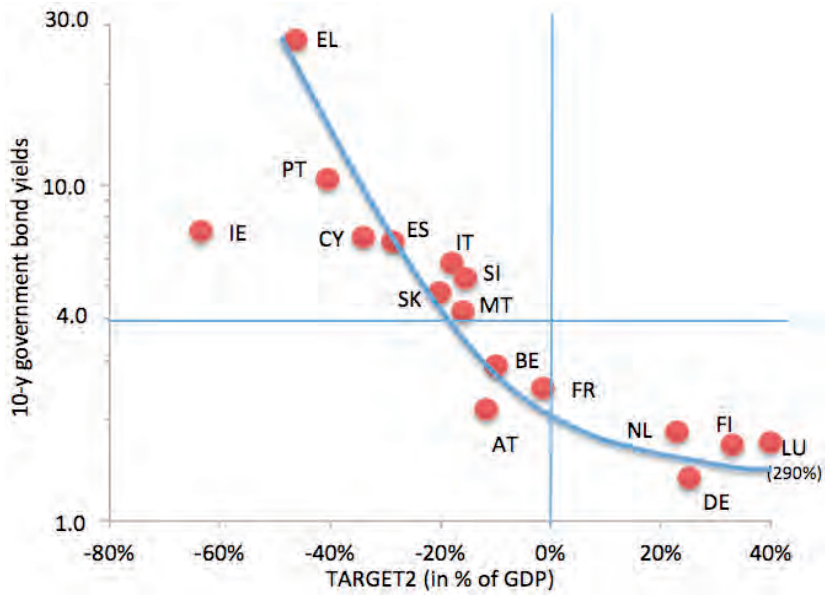
Gráfico 5: Índices de tensiones financieras en UEM y EE.UU.



Fuente: BBVA Research.

Al mismo tiempo que las tensiones financieras se disparaban, los mercados se fragmentaban completamente entre países europeos y la liquidez desaparecía para aquellos con mayores desequilibrios. La única fuente de liquidez para muchos de ellos pasó a ser el BCE. En el gráfico 6 se muestra claramente que las diferencias en los tipos de interés de la deuda pública (consecuencia de las diferencias en las primas de riesgo entre países) y la posición deudora o acreedora de cada país frente al eurosistema eran dos caras de la misma moneda.

Gráfico 6: Tipos de interés y TARGET2 (junio 2012).



Fuente: BCE y BBVA Research.

3. UNA ESTRATEGIA DE RECUPERACIÓN A CORTO Y MEDIO PLAZO

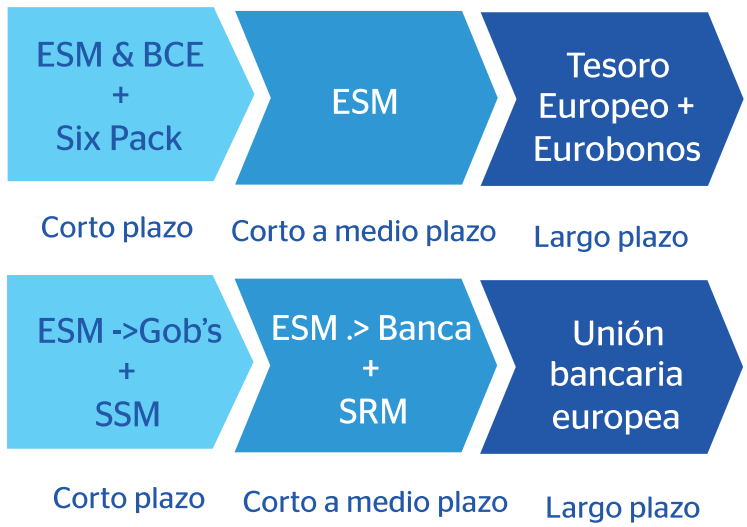
Como se ha señalado anteriormente, las tensiones y fragmentación financiera eran consecuencia de unas instituciones europeas que no habían sido diseñadas para hacer frente a la heterogeneidad en los desequilibrios entre sus miembros. Una heterogeneidad que, como ha señalado Gros (2012), también se ha producido entre los estados de Estados Unidos. Sin embargo, los mercados financieros nunca han dudado de que detrás de cada estado estaban las instituciones

federales, que harían frente a los problemas de cualquiera de ellos sin que se plantease la más mínima duda sobre su continuidad dentro de la unión económica y monetaria de Estados Unidos. A diferencia de la eurozona, Estados Unidos cuenta con una unión fiscal, bancaria, económica y política completas. Desde la crisis fiscal de 1783 Estados Unidos se ha ido dotando de un unión fiscal plena, con un Tesoro y bonos federales (lo que supone una mutualización de deuda entre estados), con una unión bancaria que supervisa y resuelve crisis bancarias con fondos públicos de rescate y reglas comunes. Gracias a estas instituciones federales y a la mutualización de la deuda bancaria y pública, Estados Unidos pudo abordar la recapitalización de su sistema bancario a principios de 2009, cuando las primas de riesgo no habían empezado a discriminar entre países, y evitar tensiones financieras en los mercados de deuda pública. A diferencia del BCE, que no puede coordinarse con todas y cada una de las autoridades fiscales y bancarias de sus miembros, la Reserva Federal tiene muchos menos problemas de coordinación con otras autoridades federales, de manera que su política monetaria pudo ser más expansiva y efectiva, actuando con más rapidez desde el inicio de la crisis. Teniendo en cuenta la experiencia de Estados Unidos desde un principio estuvo claro que la solución a los problemas de diseño de las instituciones europeas era apostar por una UEM más genuina a largo plazo, que descasará en esos cuatro pilares.

El primer elemento de la estrategia de recuperación a corto y medio plazo pasaba por anclar las expectativas de los agentes económicos sobre una UEM más genuina. El segundo elemento era la corrección de los desequilibrios acumulados, con una reestructuración selectiva de la deuda pública y/o privada, en aquellos casos en los que fuera imprescindible. El tercer componente de esta estrategia era buscar el equilibrio adecuado entre ajustes fiscales, crecimiento y reformas estructurales, de manera que se evitase entrar en un círculo vicioso del que fuera difícil escapar (véase Andrés y Doménech, 2013). Para ello era necesario poner el foco en los déficits fiscales estructurales como propone el Tratado de Estabilidad.

El problema de esta estrategia es diseñar las reformas europeas y nacionales a corto plazo que sean consistentes con los objetivos a largo plazo y las condiciones para ir avanzando en la hoja de ruta del gráfico 7, tal y como señalan Andrés y Doménech (2012b). Aunque una unión bancaria y fiscal plena tiene claros beneficios a largo plazo, también presenta costes a corto plazo, que

Gráfico 7: El proceso de convergencia hacia la unión bancaria y fiscal.



pueden distribuirse de una manera muy asimétrica entre los países miembros, dependiendo de que la solución sea una u otra. Si se pone el énfasis en la mutualización de deuda, se beneficia a los países periféricos a cambio de un mayor coste para los países que aportan un mejor *rating*. Por el contrario, si el énfasis se pone en los ajustes fiscales y reformas estructurales, el coste lo soportan las economías periféricas, en beneficio de las economías del centro.

Otro problema es que estas soluciones no producen efectos inmediatos, sino que lleva bastante tiempo ir reduciendo los desequilibrios acumulados antes y después de la crisis económica. Por esta razón, para que esta estrategia tuviera éxito era indispensable la seguridad de que, de ser necesario, los gobiernos de los países de la eurozona contarían en cualquier caso con la liquidez con la que cubrir sus necesidades de financiación. Este paso fue el que dio el BCE en septiembre de 2012 cuando aprobó el programa de compras de deuda soberana (OMT). Gracias a la OMT y, posteriormente, a la decisión de avanzar hacia la unión bancaria, los flujos de capital ha ido volviendo progresivamente a los países europeos, no solo en los mercados de deuda pública sino también para emisiones privadas. El segundo rescate griego también fue una decisión muy relevante para evitar el riesgo de ruptura del euro. El resultado de todos

estos avances ha sido una significativa reducción de las tensiones financieras, tal y como muestra el gráfico 5, a pesar de que también se han ido produciendo diferentes eventos de riesgo a lo largo de 2013, como el rescate bancario en Chipre, varias sentencias del tribunal constitucional portugués, que ha puesto serias trabas al proceso de consolidación fiscal en ese país, o las incertidumbres políticas en Italia.

3.1. La unión bancaria

Teóricamente el proceso de unión bancaria debería permitir:

1. La reducción de la fragmentación financiera (convergencia de los costes de financiación) y restaurar el mercado interbancario, gracias a la supervisión única a nivel europeo (SSM por sus iniciales en inglés).
2. Reducir mediante un Mecanismo Europeo de Resolución Bancaria (SRM por sus iniciales en inglés) los riesgos de crisis bancaria sistémicas que terminen convirtiéndose en crisis fiscales.
3. Romper el bucle diabólico el riesgo bancario y el soberano.
4. Establecer un fondo de garantía de depósitos.
5. Facilitar la creación de bancos pan-europeos.

En la práctica, aunque la unión bancaria sigue avanzando con un calendario que dará lugar a una supervisión bancaria (SSM) operativa a partir de noviembre de 2014 y a la entrada efectiva de un mecanismo de resolución de crisis (SRM) en enero de 2015, no será una unión completa y, muy probablemente, no eliminará la correlación entre riesgo bancario y soberano, puesto que se han ido constituyendo distintas garantías que evitan la mutualización de deuda y, por lo tanto, la creación de una unión fiscal parcial (véase Sicilia, Fernández de Lis y Rubio, 2013). De hecho, la mutualización parcial solo será posible cuando se hayan agotado todas las demás opciones (ampliación de capital en mercados privados, pérdidas de capital de accionistas e instrumentos híbridos, *bail-in* de otros acreedores privados y recapitalización con fondos públicos nacionales).

Por otro lado, los fundamentos jurídicos de la unión bancaria sin reforma de los tratados no son compartidos por todos los países europeos, lo que dificulta aún más que se alcance un consenso sobre reformas rápidas y ambiciosas en este ámbito.

3.2. La unión fiscal se pospone al futuro

En la cumbre de diciembre de 2012, y a pesar de la aprobación de la hoja de ruta hacia una UEM más genuina, los países europeos decidieron que todos los avances se centraran en la unión bancaria y que la unión fiscal se retrasase *sine die*. Por el momento, los países se conforman con el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, y el *Six Pack* (Comisión Europea, 2012). Además en las últimas elecciones en Alemania, tanto la CDU/CSU como el SPD han dejado claro su oposición a nuevos avances en la unión fiscal, particularmente hacia la mutualización de la deuda pública a través de eurobonos. Esta opción, no es necesaria ni suficiente para el funcionamiento de una unión monetaria, pero es conveniente como mecanismo de seguro ante *shocks* de carácter asimétrico (véase, por ejemplo, Delpla y von Weizsäcker, 2010).

4. UNA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO A LARGO PLAZO

Además de una estrategia de recuperación a corto y medio plazo, que pasa por una convergencia hacia una Unión Económica y Monetaria más genuina, Europa necesita también una estrategia de convergencia entre sus miembros (para reducir las diferencias regionales del gráfico 4) y de crecimiento a largo plazo. La experiencia del largo período de expansión anterior a la crisis pone de manifiesto que la unión monetaria, bancaria y fiscal, y mayores flujos comerciales entre países no asegura la convergencia económica entre los miembros. Esta es sin duda una aspiración legítima de sus ciudadanos, que desean ver el proceso de construcción europea como el camino hacia mayores niveles de bienestar.

Esta estrategia de crecimiento y convergencia a largo plazo debe ir, por lo tanto, mucho más allá de la integración bancaria y fiscal, impulsando una mejora en los determinantes del crecimiento económico y su convergencia entre los países miembros. De manera muy resumida, los determinantes del crecimiento a largo plazo son básicamente cuatro:

1. La calidad de las instituciones que incentivan y aumentan la eficiencia de la inversión en capital privado y público, capital humano y tecnológico.
2. Las infraestructuras.
3. La inversión en I+D+i.
4. La cantidad y calidad de capital humano.

La evidencia indica que, en promedio, estas cuatro variables son capaces de explicar más de un 90 por ciento de la varianza en la renta *per cápita* entre los países europeos.

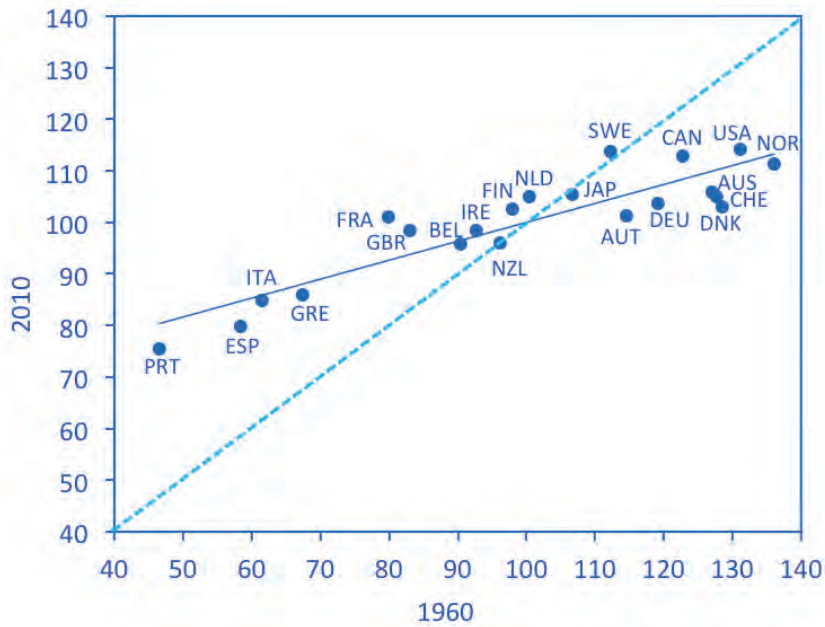
Las instituciones son cruciales para el crecimiento a largo plazo (sirva la evidencia de Acemoglu y Robinson, 2012, como ejemplo entre la amplísima literatura existente). La diversidad entre países, tanto en sus legislaciones económicas como en la calidad y en la eficiencia de las instituciones nacionales que las aplican, es todavía muy importante, a pesar de los avances que se han producido en las últimas décadas, promovidos muchos de ellos desde las propias instituciones europeas. Las enormes diferencias en las tasas de paro, en la estructura productiva y en el tamaño de las empresas son excelentes ejemplos de las consecuencias que tiene esa diversidad institucional.

En cuanto a las infraestructuras, todavía existen algunas diferencias entre los países miembros, pero este ha sido uno de los ámbitos en los que la convergencia europea ha sido más evidente, consecuencia de décadas de fondos estructurales y de cohesión.

Sin embargo, la convergencia en capital humano y tecnológico avanza de manera mucho más lenta. Dentro de la Unión Europea, las diferencias en el porcentaje del PIB destinado a I+D son muy grandes (del 0,47% de Rumanía al 3,87% de Finlandia en 2010) y persistentes en el tiempo, planteando un problema similar al que existe con las diferencias en los niveles de capital humano. Por ejemplo, en el gráfico 8 se observa que tras cinco décadas de convergencia en los años de escolarización de la población mayor de 25 años, países como España, Italia, Grecia o Portugal han reducido sus diferencias relativas iniciales solo a la mitad, por lo que todavía se enfrentan a un reto muy importante, como es la mejora de sus niveles de capital humano.

Sin quitar méritos a la estrategia Europa 2020, dadas la diferencias existentes la convergencia en renta *per cápita* entre los países europeos, por un lado, y entre Europa y Estados Unidos, por otro, la convergencia en los determinantes del crecimiento económico es un proceso que va a llevar décadas, en el mejor de los casos, y que requiere de reformas estructurales muy ambiciosas y prolongadas en el tiempo.

Gráfico 8: Años de escolarización de la población adulta en 1960 y 2010 (en porcentaje respecto a la media).



Fuente: de la Fuente and Doménech (2012).

5. CONCLUSIONES

Al menos cualitativamente, como ya ocurriera en los años ochenta en América Latina, la crisis europea ha puesto de manifiesto la excesiva complacencia de los mercados, agentes, instituciones internacionales y gobiernos a la hora de interpretar los desequilibrios generados durante el largo período de expansión anterior. Una vez reconocidos esos desequilibrios, los mercados sobrerreaccionan con un comportamiento procíclico que tiende a aumentar la volatilidad económica: generan mecanismos de disciplina a largo plazo, pero a corto y medio plazo permiten financiar la acumulación de desequilibrios durante más tiempo de lo debido y posteriormente, de forma súbita, intensifican la crisis al detener de golpe (*sudden stop*) su financiación. Los desequilibrios acumulados en Europa durante la expansión y la crisis van a ser una pesada losa durante años en muchas economías europeas.

La existencia de una Unión Económica y Monetaria ha permitido plantear soluciones que en otras crisis previas no fueron posibles, como en el caso de América Latina. La desaparición de la financiación internacional para algunos países europeos pudo ser compensada, al menos parcialmente, con la del Banco Central Europeo, evitando que muchos de ellos tuvieran que suspender pagos y realizar una reestructuración masiva de la deuda pública y privada. De esta manera, se ha podido comprar tiempo para llevar a cabo la consolidación fiscal, las reformas estructurales y el rediseño de las instituciones europeas. Sin embargo, y a diferencia de Estados Unidos, la ausencia de una unión fiscal, bancaria y económica completas no ha permitido evitar una crisis de deuda soberana y bancaria en muchos de países europeos. Por lo tanto, podría concluirse que la crisis europea se ha situado a medio camino entre la crisis de América Latina en los ochenta o Argentina en 2001, y la de Estados Unidos en los últimos cinco años.

Como ya ocurriera en Estados Unidos a finales del siglo XVIII, una de las lecciones de la crisis es que Europa necesita una mayor unión bancaria, fiscal y económica, para propiciar un crecimiento mayor y más equilibrado. Así pues, la solución pasa por reformas estructurales e institucionales (nacionales y europeas) para acelerar la salida de la crisis y asegurar un mayor bienestar a largo plazo en una economía global más competitiva.

Bibliografía

Acemoglu, D. y J. Robinson, (2012), *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*. Crown Business.

Andrés, J. y R. Doménech, (2012a), "El Futuro del Euro tras la Gran Recesión". Libro Marrón, Círculo de Empresarios.

http://www.circulodeempresarios.org/es/publicaciones/libro-marron/el-futuro-del-euro-libro-marron-2012

Andrés, J. y R. Doménech, (2012b), "A Solution to the Euro Debt Crisis: Back From the Future" Vox EU, June 26.

http://www.voxeu.org/article/back-future-solution-eurozone-crisis

Andrés, J. y R. Doménech, (2013), "Budget balance, structural unemployment and fiscal adjustments: the Spanish case". Vox EU.

Annoni, P. y L. Dijkstra, (2013), "EU Regional Competitiveness Index RCI 2013". Mimeo, Economic Analysis Unit, DG Regio, Comisión Europea.

http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/studies/pdf/6th_report/rci_2013_report_final.pdf

Barro, R. y X. Sala-i-Martin, (2004), *Economic Growth*. Second edition. The MIT Press.

Barro, R. J., N. G. Mankiw y X. Sala-i-Martin, (1995), "Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth." *American Economic Review*, 85(1), 103-15.

http://darp.lse.ac.uk/papersdb/Barro_etal_(AER95).pdf

Blanchard, O. J. y S. Fischer, (1993), *Lectures on Macroeconomics*. The MIT Press.

Cardoso, M. y R. Doménech, (2010), "The sovereign debt crisis: Structural reforms and country risk". Vox EU.

http://www.voxeu.org/article/eurozone-crisis-structural-reforms-and-country-risk

Cavallo, D. y J. Cottani, (2010), "Making fiscal consolidation work in Greece, Portugal, And Spain: Some lessons from Argentina".

http://www.voxeu.org/article/greece-portugal-and-spain-lessons-argentina

Comisión Europea, (2012), "Six-pack? Two-pack? Fiscal compact? A short guide to the new EU fiscal governance".

http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm

De la Fuente, A. y R. Doménech, (2012), "Educational Attainment in the OECD, 1960-2010". WP 12/20. BBVA Research.

http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1220_tcm348-357479.pdf?ts=1562013

Delpla, J. y J. von Weizsäcker, (2010), "The Blue Bond Proposal". *Bruegel Policy Brief*.

http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/403-the-blue-bond-proposal/

Feldstein, M. y Ch. Horioka, (1980), "Domestic Savings and International Capital Flows." *Economic Journal*, 90 (358), 314-29.

Gross, D., (2012), "Banking union: Ireland vs Nevada, an illustration of the importance of an integrated banking system". Vox EU.

http://www.voxeu.org/article/banking-union-if-ireland-were-nevada

Lane, P., (2012), "The European Sovereign Debt Crisis". *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-68.

http://goo.gl/kNDIWu

Paris, P. y Ch. Wyplosz, (2013), "To end the Eurozone crisis, bury the debt forever". Vox EU.

www.voxeu.org/article/end-eurozone-crisis-bury-debt-forever#.UgCNAiY-QoLk.twitter

Ramos-Francia, M.; A. M. Aguilar-Argaez, S. Garcia-Verdu y G. Cuadra, (2013), "Heading into Trouble: A Comparison of the Latin American Crises and the Euro Area's Current Crisis". Monetaria, 2013, vol. XXXV, issue 1, pages 87-165.

http://www.cemla.org/PDF/monetaria/PUB-MON-I-01.pdf

Reinhart, C., and K. Rogoff, (2009), *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, Princeton University Press.

Sargent, T., (2012), "United States Then, Europe Now". *Journal of Political Economy*, Vol. 120, No. 1 (February 2012), 1-40.

http://www.wcfia.harvard.edu/sites/default/files/Sargent_Sweden_final.pdf

Shambaugh, J., (2012), "The Euro's Three Crises." Brookings Papers on Economic Activity. Spring, 157-211.

http://www.brookings.edu/~/media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a_Shambaugh.pdf

Sicilia, J., S. Fernández de Lis y A. Rubio, (2013), "Banking Union: integrating components and complementary measures". Working Paper Nº 13/28. BBVA Research.

http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1328_tcm348-404382.pdf

Stock, J. y M. Watson, (2002), "Has the business cycle changed and why?", *NBER Macroeconomics Annual*. 159 – 218.

http://www.nber.org/chapters/c11075.pdf

LA RESPUESTA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO A LA CRISIS

José Luis Malo de Molina
Director general del Servicio de Estudios del Banco de España

La gran crisis del siglo XXI ha planteado retos formidables a los gestores de las políticas económicas en todo el mundo y, muy particularmente, a los bancos centrales, por la importancia que han tenido los componentes financieros en el desencadenamiento y desarrollo de aquella y por el hecho de que, no en balde, la política monetaria es el instrumento más ágil, y más poderoso a corto plazo, de la política económica, aunque, como más adelante se verá, su capacidad de actuación frente a determinado tipo de perturbaciones es limitada. Para el Banco Central Europeo (BCE) todo ha resultado mucho más complicado, pues la crisis le sorprendió al inicio de la andadura del complejo proyecto de integración monetaria europea, que estaba asentado, además, sobre unas bases institucionales que han terminado manifestándose como insuficientes en aspectos muy relevantes.

1. RETOS DERIVADOS DE LA CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA

El análisis de las actuaciones del BCE en respuesta a la crisis debe comenzar identificando, de forma sucinta, los retos que ésta ha planteado a los países avanzados en general, y a la Unión Económica y Monetaria en particular.

Tras el episodio de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, la Gran Recesión se desencadenó en forma de una brusca y repentina evaporación de la liquidez mundial y una abrupta reevaluación de los riesgos financieros como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers, que amenazaron con colapsar la estabilidad del sistema financiero global. Más adelante, la crisis financiera se transformó en una crisis del sector real de las economías en forma de una profunda recesión, que en algunos casos, como en Estados Unidos, suscitó ries-

gos de deflación y en otros, como en el área del euro, adquirió tintes de gran persistencia, con una prolongada recaída.

Por si fuera poco la suma de una grave perturbación de liquidez con una gran recesión, los problemas de gestión de la política monetaria para suministrar el estímulo que la situación requería se vieron enrarecidos adicionalmente por los límites a la actuación de los bancos centrales que surgen cuando los tipos de interés de intervención se aproximan a cero.

Además, la emergencia de los profundos desequilibrios financieros que estuvieron en el origen de la crisis puso al descubierto la existencia de lagunas importantes en el armazón de la política económica que tienen que ver sobre todo con el insuficiente desarrollo de la llamada «política macroprudencial» cuya atención e impulso habrían de requerir la asunción de nuevas responsabilidades por parte de los bancos centrales[1].

En general, la mayor parte de estos problemas no se diferencian de manera sustancial de los que habitualmente tiene que abordar la política monetaria, aunque es verdad que en esta ocasión se plantearon con una intensidad desconocida en las últimas décadas y obligaron a explotar al máximo el arsenal de los instrumentos operativos disponibles y a desarrollar innovaciones que estuvieran a la altura de la excepcionalidad de la grave situación creada. En el área del euro, sin embargo, aparecieron serios problemas de fragmentación financiera que dieron una dimensión especialmente grave y novedosa a las dificultades de actuación del BCE, derivadas de la singularidad del propio modelo de una política monetaria única que se aplica a 17 Estados que mantienen la plena soberanía en el manejo de los restantes instrumentos de la política económica en los ámbitos fiscales, estructurales y otros, entre los que se encuentran la regulación, supervisión y, en su caso, la reestructuración de sus respectivos sistemas financieros.

La fragmentación de los mercados financieros del área del euro estuvo ligada también a la percepción de las insuficiencias del marco institucional y de gobernanza del diseño original de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que

---

[1] Alberola, Trucharte y Vega (2013) revisan la experiencia española con las provisiones dinámicas para reflexionar sobre el papel de los bancos centrales en la preservación de la estabilidad financiera en la zona del euro.

llegaron al punto de suscitar riesgos de ruptura o reversibilidad de la moneda única. En unos mercados financieros fragmentados, los impulsos de la política monetaria no llegan en igual medida a todos los países miembros[2]. El deterioro del mecanismo de transmisión suscitó complejidades muy especiales al BCE.

2. LA SINGULARIDAD DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Es obvio que la capacidad de actuación de los bancos centrales para afrontar los retos que plantea una crisis como la descrita a través de la política monetaria es siempre limitada. La crisis actual tiene componentes estructurales relacionados con la asignación eficiente de los recursos, y distributivos, derivados de las transferencias de rentas entre países o sectores, frente a los cuales la política monetaria no tiene capacidad alguna de actuación. En realidad, la política monetaria ni siquiera tiene la posibilidad de abordar por sí sola y en toda su dimensión los problemas de índole macroeconómica, que son más específicamente su ámbito de actuación, sin el concurso de otras áreas de política económica, como la política presupuestaria, particularmente cuando existen problemas de sobreendeudamiento privado y de sostenibilidad de la deuda pública. Como es bien sabido, incluso para que la política monetaria pueda perseguir con eficacia la estabilidad de los precios es imprescindible que la sostenibilidad de las finanzas públicas asegure la existencia de un régimen de dominancia monetaria. En definitiva, cuando los factores de riesgo proceden de ámbitos ajenos, lo único que la política monetaria puede hacer es, como mucho, comprar tiempo para que los otros componentes de la política económica actúen en la dirección y con la intensidad requeridas.

Estas restricciones son particularmente severas en el caso del BCE, que no tiene un único interlocutor responsable del resto de componentes de la política económica, sino a 17 Estados soberanos que han de responder ante sus respectivos parlamentos nacionales. Esta singularidad tiene especial importancia para las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal. En el peculiar diseño de la UEM, el BCE no puede embarcarse en operaciones que puedan implicar mutualización de riesgos o transferencia de rentas entre países miembros que no han sido explícitamente aceptadas por los parlamentos nacionales. El BCE no puede interferir en las transferencias de renta entre países, ni mucho

[2] Véase el recuadro 4.1 del *Informe Anual* del Banco de España, 2012.

menos suplir las acciones de solidaridad entre Estados miembros que los parlamentos nacionales no están dispuestos a adoptar en el ámbito específico de sus competencias propias. La transferencia de rentas entre países no es una función que pueda asumir un banco central, porque entraría en conflicto con la integridad y la eficacia de la política monetaria y con los requerimientos de legitimidad democrática exigidos por las constituciones de los países miembros y los tratados de la Unión. Los únicos riesgos que el BCE puede asumir son los que se derivan estrictamente del desempeño de los objetivos de política monetaria que tiene encomendados.

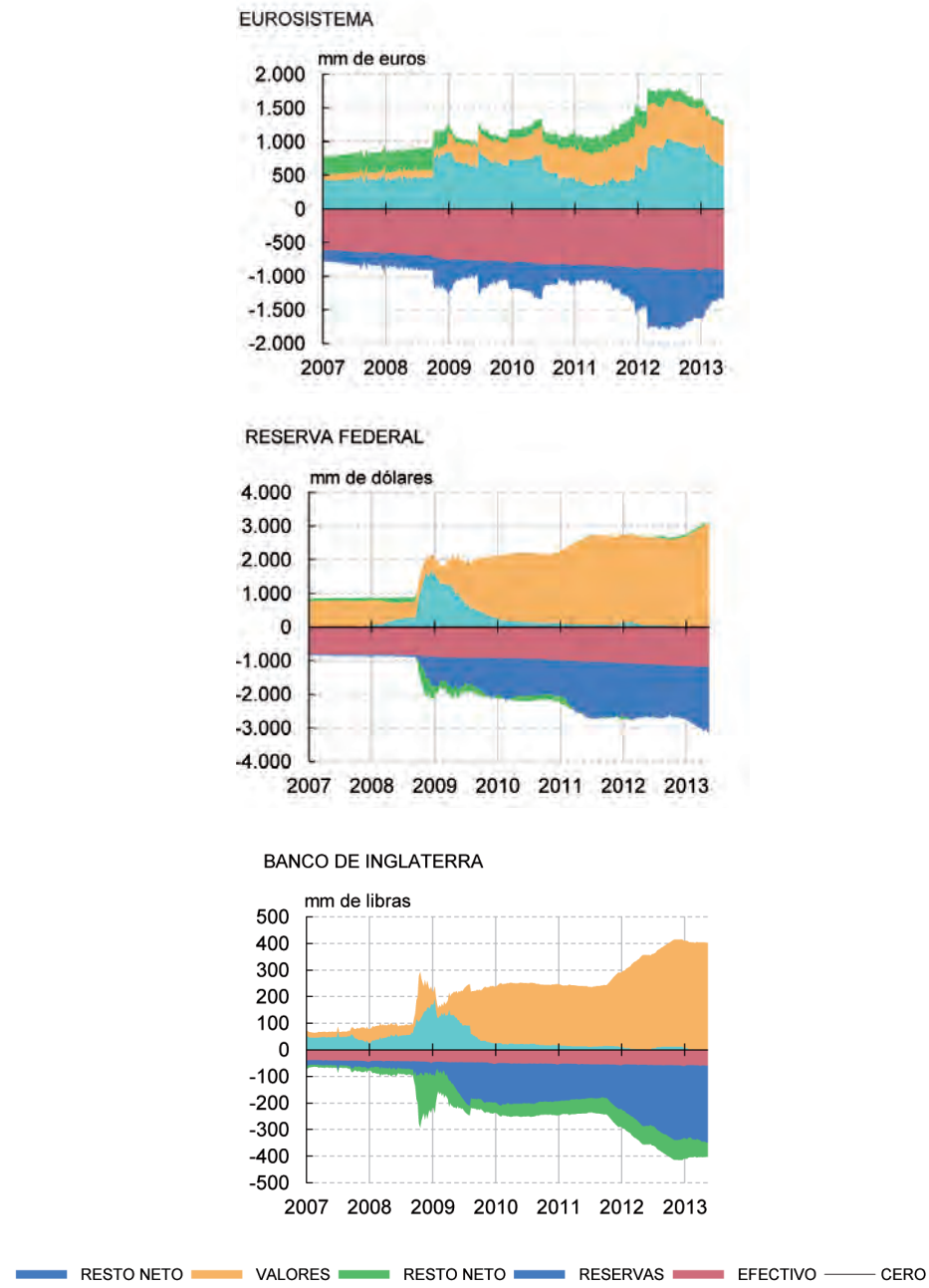
3. INYECCIONES MASIVAS DE LIQUIDEZ

El BCE merece el reconocimiento de haber sido el más rápido en responder con inyecciones inmediatas y masivas de liquidez al repentino aumento de la aversión al riesgo y la extensión indiscriminada de la desconfianza entre los intermediarios financieros que generó la quiebra de Lehman Brothers, que fueron seguidas por otros bancos centrales y que tuvieron un efecto paliativo suficiente para impedir que la ola de parálisis en las transacciones interbancarias desembocase en un colapso financiero generalizado[3] (véase gráfico 1). Las medidas de emergencia en el suministro de liquidez permitieron al BCE suplir la práctica desaparición del mercado interbancario colocándose él mismo como el principal actor del mercado monetario, de tal forma que una gran parte de las operaciones que antes se hacían directamente entre los intermediarios financieros pasaron a estar integradas en el propio balance del BCE. Puesto de una manera muy simple, las entidades excedentarias de liquidez preferían depositarla en el BCE a asumir riesgos con otras contrapartidas y, a su vez, el BCE quedaba como prácticamente el único suministrador de liquidez a las entidades deficitarias. El desempeño de esta función desencadenó un importante incremento del tamaño del balance del banco central, que se habría de ir alimentando conforme el desarrollo de la crisis financiera fue cegando otras vías de financiación de las instituciones financieras monetarias en los mercados mayoristas o cuando más adelante, como luego se verá, la crisis del euro cristalizó en un secamiento de la financiación a algunos países vulnerables del área.

---

[3] Una descripción más detallada de la actuación del BCE, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra entre 2007 y 2009 puede encontrarse en Lenza, Pill y Reichlin (2010).

Gráfico 1: Balances simplificados.



Fuentes: Banco Central Europeo, Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

Hay que decir que el diseño operativo del BCE estaba particularmente bien equipado para articular este tipo de reacción. Otros bancos centrales tuvieron que modificar sus marcos operativos para aproximarse al del BCE, que actuaba frente a un número muy amplio de contrapartidas y aceptaba una gama muy amplia de colateral. No obstante, también el BCE tuvo que innovar, modificando sus sistemas de subasta de liquidez para hacerlas a tipo de interés fijo y sin límites de cantidad, ampliando la gama de colaterales admisibles y flexibilizando los criterios de admisión, ampliando los plazos de los préstamos de política monetaria y diseñando nuevas facilidades de suministro de liquidez orientadas a satisfacer necesidades específicas, con el fin de intentar que el tono de la política monetaria alcanzase al conjunto de la economía del área. También se acordaron permutas de divisas con otros bancos centrales para poder ofrecer líneas de liquidez en moneda extranjera.

Muchas de estas innovaciones se fueron introduciendo de manera gradual en respuesta a las necesidades que la extensión y la persistencia de la crisis iban suscitando. La flexibilización de la política de colateral ablandó las restricciones de liquidez de los bancos al ofrecerles mayores posibilidades de movilizar y transformar en liquidez activos cuyos mercados estaban paralizados. La prórroga sucesiva de los compromisos temporales de mantenimiento de las subastas sin restricciones y el alargamiento de los plazos de los préstamos de inyección de liquidez, desde los tres meses hasta los tres años, contribuyeron a aliviar la incertidumbre, al proporcionar a los intermediarios seguridad sobre la posibilidad de descansar en las operaciones de refinanciación en el banco central durante períodos de tiempo prolongados.

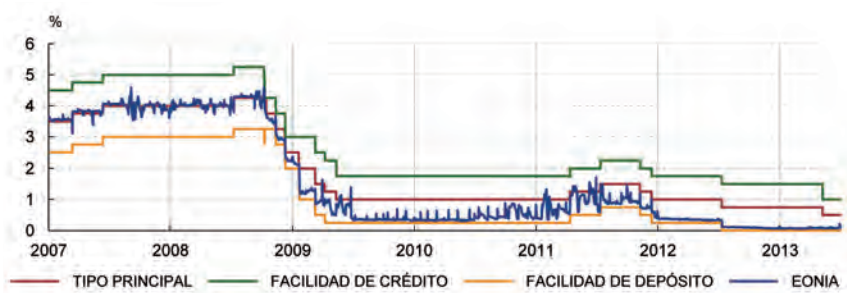
En la expansión del balance del BCE también desempeñaron un papel relevante las operaciones de adquisición de títulos emitidos tanto por el sector privado como por el público. Se pusieron en marcha dos programas sucesivos de compras de bonos bancarios garantizados (cédulas o equivalentes) y otro de compras en firme de bonos públicos de países en tensión (SMP, Programa para los Mercados de Valores, por sus siglas en inglés) con la limitada finalidad de restablecer la transmisión de la política monetaria. Es cierto que cuando se compara la composición de la expansión del balance del BCE con la de otros bancos centrales durante la crisis (especialmente, con la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón), la diferencia más notable es el menor peso relativo que ha tenido la compra de valores, sobre todo deuda pública, frente al papel mucho más relevante de las operaciones de préstamo a las entidades de crédito (véase gráfico 1). Esta es

una diferencia importante que tiene que ver con los rasgos propios iniciales de los marcos operativos, pero sobre todo con la ya mencionada singularidad del BCE como banco central de 17 países.

4. LA EXPANSIÓN MONETARIA Y EL LÍMITE CERO DE LOS TIPOS DE INTERÉS

Las medidas no estándar orientadas a satisfacer el aumento de la preferencia por la liquidez y a facilitar la transmisión del tono de la política monetaria a las decisiones de gasto de los agentes finales se fueron introduciendo en paralelo a una relajación de las condiciones monetarias, en consonancia con la debilidad de la demanda y la actividad de la zona y el anclaje de las expectativas de inflación en línea con el mandato de estabilidad del precios del BCE (véase gráfico 2). El tono extraordinariamente expansivo que fue adoptando la política monetaria pretendía crear unas condiciones más proclives al sostenimiento de la dinámica de gasto privado en inversión y consumo y favorecer los procesos de desapalancamiento en los que muchos agentes se hallaban inmersos. La instrumentación de la relajación monetaria requerida se enfrentó, sin embargo, a dos grandes problemas. Por un lado, el límite en el margen de actuación que surge cuando los tipos de interés de intervención se aproximan a cero y, por otro, la ruptura de la transmisión de la política monetaria como consecuencia de la fragmentación financiera del área.

Gráfico 2: EONIA y tipos de interés del BCE.



Fuente: Banco Central Europeo.

Cuando las subastas de los préstamos de política monetaria se realizan a tipo de interés fijo y sin límites de cantidades, como ha sido el caso desde el inicio de la crisis, la referencia para la transmisión monetaria viene establecida por la

parte inferior del corredor habitual delimitado por las facilidades de depósito y de crédito del BCE, que es la comprendida entre la facilidad de depósito y el tipo de las operaciones de refinanciación del BCE. Desde julio de 2012 el tipo de la facilidad de depósito ha estado situado en cero y el tipo de las operaciones principales de refinanciación bajó al 1 % el 8 de diciembre de 2011, al 0,75 % el 5 de julio de 2012 y al 0,5 % el 2 de mayo de 2013. Los tipos de la facilidad de crédito se han ido moviendo de manera que la amplitud del corredor se ha ido estrechando para evitar poner en negativo el tipo de la facilidad de depósito y mantener una estructura simétrica del corredor en torno al tipo principal de refinanciación. Con estos movimientos de los instrumentos convencionales, el BCE se ha aproximado, como otros bancos centrales, al llamado «límite cero» *(zero lower bound)*. La ausencia de riesgos deflacionistas en la zona del euro y las diferencias en el patrón temporal del ciclo, que hizo que el área se enfrentase a la crisis desde una posición inicial con tipos más altos, explican que en la UEM la aproximación al límite se haya realizado más tardíamente. Más allá de estas diferencias circunstanciales, interesa profundizar en las diferentes modalidades operativas con las que las distintas áreas se han enfrentado a esta restricción y en las razones que subyacen a ellas. Los instrumentos habituales en la literatura para capear esta anómala situación se pueden resumir básicamente en tres: el recurso a tipos de interés negativos, la adopción de una política de guía para el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo (*forward guidance*) y la llamada «relajación cuantitativa» (*Quantitative Easing,* QE), considerando tanto la expansión como el cambio en la composición del balance del banco central[4]. Veamos las particularidades específicas del BCE en el recurso a estos instrumentos[5].

---

[4] Bernanke y Reinhart (2004) recogieron estas opciones de política monetaria como fruto del debate a principios de este siglo sobre la problemática japonesa y los temores deflacionistas en Estados Unidos. En ese mismo contexto, Eggertsson y Woodford (2003 y 2004) desarrollaron una justificación teórica del papel crucial que podían desempeñar las expectativas sobre la conducción de la política monetaria cuando el tipo de interés oficial es cercano a cero. En el contexto actual, Woodford (2012) revisa la argumentación teórica disponible y las condiciones bajo las que cabe esperar una mayor efectividad de estas dimensiones no convencionales de la política monetaria.

[5] Una descripción comparada de las medidas no convencionales desplegadas por los bancos centrales de los países desarrollados con los objetivos de restituir la función de intermediación del sistema financiero y estimular la economía puede consultarse en FMI (2013).

El recurso a tipos de interés negativos ofrece un recorrido limitado y puede introducir algunas distorsiones en el funcionamiento de los mercados monetarios, por lo que ha sido utilizado en muy pocos casos y con un balance poco resolutivo. A pesar de ello, puede constituir una señal poderosa sobre las intenciones de la política monetaria y en el caso de la zona del euro puede ayudar a reequilibrar los incentivos entre entidades o zonas con exceso de liquidez y aquellas con escasez. Por ello, el BCE ha culminado los preparativos para poder recurrir a la fijación de tipos negativos en la facilidad de depósito y ha anunciado que continúa abierto a su posible implementación si la situación lo requiriera, de manera que puede decirse que el recurso a los tipos de interés negativos forma parte del posible arsenal de instrumentos del BCE.

El recurso a la adopción de orientaciones explicitas sobre el comportamiento futuro de los tipos de interés a corto plazo pretende incidir directamente en la formación de expectativas y, por lo tanto, sobre la pendiente de la curva de rendimientos, de manera que abaratando los tipos a largo plazo se generen estímulos al gasto o a la adquisición de activos con riesgo. El caso en el que más se ha avanzado en el uso de este recurso ha sido el de la Reserva Federal, donde se ha pasado de mensajes genéricos sobre el mantenimiento de los tipos de intervención cercanos a cero por el tiempo que fuera necesario a la vinculación de dicho período a algunas referencias cuantitativas relacionadas con el comportamiento del desempleo. Un paso que, sin duda, está vinculado a la singularidad del mandato dual de la Fed, en el que la estabilidad de precios y la lucha contra el desempleo están mencionadas explícitamente. En el caso del BCE, el recurso a esta modalidad se ha traducido en innovaciones importantes en la comunicación. De la reiteración del mensaje sobre la reticencia del BCE a asumir compromisos previos se pasó al énfasis en el mantenimiento de la política monetaria expansiva por el tiempo que fuera necesario. Y en la reunión del 4 de julio de 2013 se adoptó una fórmula explícita de orientación futura añadiendo que el Consejo de Gobierno esperaba que sus tipos de interés de intervención se mantuvieran en los niveles alcanzados, o incluso más bajos, durante un período prolongado de tiempo[6]. Este es, por tanto, uno de los recursos que el BCE está utilizando.

---

[6] En el recuadro del editorial del Boletín Mensual del BCE de julio de 2013 se exponen los fundamentos de la decisión del Consejo de Gobierno de ofrecer indicaciones sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE.

Donde las diferencias son más notables es en el terreno de la llamada «relajación cuantitativa», consistente en la compra masiva de bonos, principalmente públicos, en el mercado secundario con el fin de incidir directamente en los tipos de interés de estos instrumentos y, por lo tanto, también en la pendiente de la curva de rendimientos. Esta modalidad ha sido el principal factor de expansión del balance de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra[7], como ilustra el gráfico 1. La versión más agresiva de este tipo de actuación ha sido la adoptada recientemente por el Banco de Japón, por la magnitud de los programas de compra anunciados con la finalidad explícita de aumentar la tasa de inflación. Como ya se ha dicho, el BCE ha realizado algunos programas de compra de valores (SMP) que incluyen, en cantidades moderadas y con condiciones estrictas, la compra en firme en el mercado secundario de deuda pública de algunos Estados miembros. Sin embargo, la motivación del recurso a esta modalidad operativa no responde –ni puede responder– a la finalidad de abaratar de forma generalizada el coste de la financiación pública a largo plazo. La singularidad del BCE de ser el banco central de 17 países soberanos le impide embarcarse en operaciones de relajación cuantitativa, como las practicadas por otros bancos centrales, porque ello implicaría asumir directamente la mutualización de riesgos y la posibilidad de realizar transferencias de rentas ente dichos países, no aceptadas ni aprobadas por sus respectivos parlamentos. El objetivo de las posibles compras del BCE de deuda pública en el mercado secundario solo puede estar relacionado con el problema específico del área del euro de su posible fragmentación financiera y la distorsión que esta introduce en la transmisión de la política monetaria[8].

5. FRAGMENTACIÓN DEL ÁREA DEL EURO Y RUPTURA DEL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

Graves problemas específicos con los que se ha tenido que enfrentar el BCE han sido la fragmentación financiera y las dudas sobre la sostenibilidad de la in-

---

[7] Véase Cúrdia y Woodford (2011) para una exposición y justificación teórica de la efectividad de este tipo de medidas.

[8] Millaruelo y Del Río (2013) y Cour-Thimann y Winkler (2013) revisan las medidas no convencionales del BCE a lo largo de las distintas fases de la crisis y su vinculación con el marco institucional de la zona del euro y las características de su sistema financiero.

tegración monetaria[9]. Problemas de gran envergadura que han condicionado de forma decisiva toda la política económica del área, y muy singularmente su política monetaria (véase gráfico 3). Muchas de las medidas no estándar adoptadas para atender las voluminosas necesidades de liquidez han tenido también como preocupación central la recuperación de la integración perdida y minimizar los riesgos de ruptura del euro. El agravamiento de las tensiones en el verano de 2012 obligó a anunciar la puesta en marcha de mecanismos excepcionales que salieran al paso del círculo vicioso de expectativas con riesgo de autorrealización sobre la ruptura del área. Esta fue la razón del anuncio (y del diseño y preparación) del Programa de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, por sus siglas en inglés).

Para entender el papel específico y la capacidad limitada de las operaciones no estándar acometidas por el BCE con el fin de superar la fragmentación financiera del área es imprescindible partir del diagnóstico de la crisis del euro[10]. En síntesis, la crisis tiene una raíz doble. Por un lado, en muchos países los gestores de la política económica no adoptaron las políticas necesarias para garantizar la estabilidad macroeconómica que la pertenencia a la UEM requería, y los mercados financieros, a la vez, fallaron a la hora de penalizar las políticas erróneas y de ejercer la función disciplinadora que se esperaba de ellos. De esta manera, se acumularon importantes desequilibrios que emergieron de forma abrupta cuando la crisis económica puso fin al exuberante crecimiento que había ayudado a ocultar hasta entonces los problemas subyacentes.

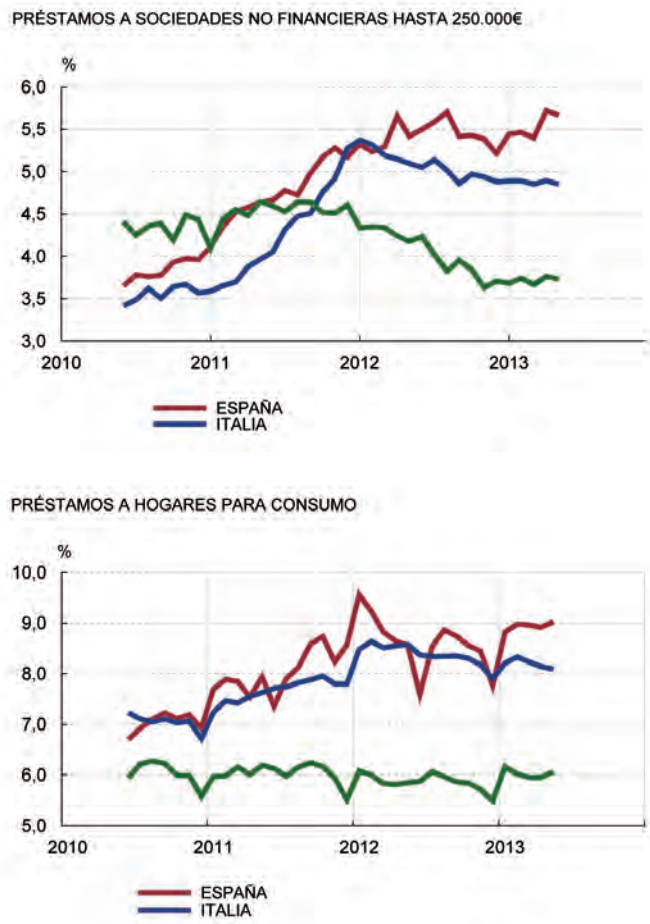
Por otro lado, la crisis ha sido el resultado de un conjunto de debilidades que arrastraba el diseño institucional inicial de la Unión Monetaria. Dicho diseño incluía una política monetaria única, acompañada de una coordinación y vigilancia mutua en otras parcelas de política económica mucho más difusa y escasamente efectiva. El ejemplo más notorio fue la inoperatividad práctica, en el área de la política de estabilidad presupuestaria, del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento. Los instrumentos establecidos para coordinar otras políticas de carácter estructural, regulatorio o financiero eran incluso más débiles. Y a

---

[9] Una compilación amplia y un análisis de los indicadores más relevantes de integración financiera en el área del euro pueden encontrarse en el informe de integración financiera del BCE. Véase BCE (2012 y 2013).

[10] Para más detalle, puede consultarse el capítulo 2 del *Informe Anual, 2012* del Banco de España.

Gráfico 3: Tipos de interés bancarios.



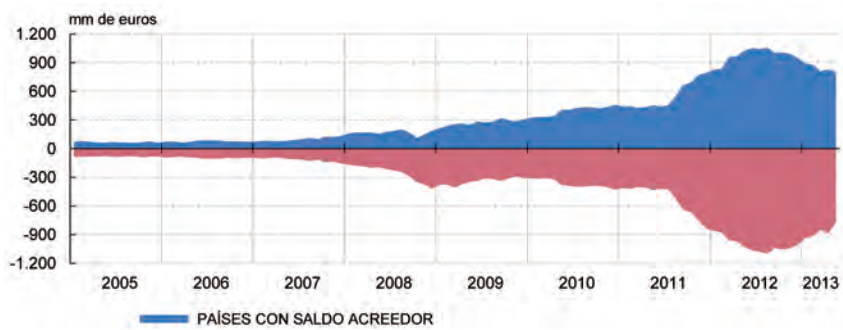
Fuente: Banco Central Europeo.

todo ello se añadía la total ausencia de mecanismos apropiados para gestionar las crisis de carácter sistémico que afectasen al conjunto del área, por lo que no fue posible actuar con la presteza necesaria cuando se precipitaron las tensiones. Puede decirse que la UEM era efectivamente monetaria, pero apenas lo era económica.

La magnitud de los desequilibrios que se gestaron, y que hicieron erupción durante la crisis, habla por sí misma de la relevancia de los fallos de diseño de

la UEM. Una las consecuencias más graves de todo ello fue la activación de un círculo vicioso entre el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, los riesgos financieros y los riesgos de la deuda soberana, que se realimentaron entre sí y se extendieron de unos países vulnerables a otros, con muy poca capacidad de reacción por parte de las autoridades europeas, hasta el punto de que esta espiral negativa llevó a algunos analistas a poner en duda la propia supervivencia del euro, al menos en su configuración y con su perímetro actuales. La perspectiva de que las deudas de algunos Gobiernos y algunas compañías situadas en esos países no se pudieran liquidar en euros había cobrado verosimilitud. Algunos inversores internacionales empezaron a desinvertir en los bonos soberanos de algunos países periféricos o en los títulos emitidos por instituciones privadas domiciliadas en esos mismos países. Alemania se convirtió en el refugio seguro y los fondos se dirigieron hacia allí, ampliando los diferenciales de tipos de interés y secando la disponibilidad de crédito e incrementando su coste, agudizando la fractura financiera del área. La evolución de los saldos Target de los bancos centrales del eurosistema se convirtió en la prueba más visible de dicha fragmentación (véase gráfico 4).

Gráfico 4: Saldo TARGET 2 agregado a los bancos centrales nacionales en el Eurosistema.



Fuente: Banco Central Europeo y bancos centrales nacionales.

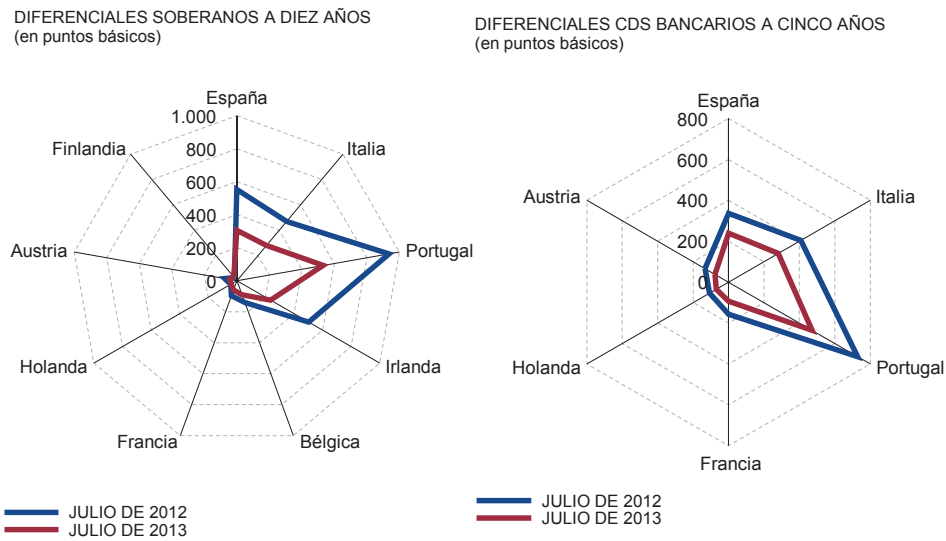
Esta peligrosa espiral se pudo detener gracias a la acción en un triple frente. Los Gobiernos nacionales más directamente concernidos por los problemas de confianza y credibilidad aceleraron los procesos de ajuste de sus economías y los programas necesarios de reforma estructural. Así, por ejemplo, la aprobación por parte de la Troika de los progresos realizados en Grecia para

cumplir su programa tuvo un evidente efecto de relajación de las tensiones de los mercados. Un segundo frente en el que la reacción era necesaria para superar la crisis del euro era en el terreno específico de la política monetaria. Es evidente que la política monetaria no tiene capacidad ni atribuciones para resolver los problemas de fondo que subyacen a la crisis, pero también es evidente que la pasividad del BCE ante la gravedad de las expectativas que se estaban generando y ante la profundidad de la fractura en la transmisión de la política monetaria única habría precipitado un desenlace catastrófico. En tales circunstancias, la activación de medidas extraordinarias que ratificasen el compromiso del BCE con la preservación de la moneda única y con la restauración de la transmisión monetaria resultaba primordial para el desempeño del objetivo de estabilidad monetaria que tiene encomendado. El alcance de los retos planteados justificó la ampliación del menú de las operaciones no estándar de política monetaria al Programa de OMT, que contempla la posibilidad de compraventa de bonos soberanos de los países sometidos a expectativas infundadas de abandono del euro.

Las OMT no se pueden asimilar a los instrumentos específicos de la llamada «relajación cuantitativa». Su finalidad es combatir el riesgo de cola de una eventual ruptura del euro y de bloqueo en la transmisión de la política monetaria a los países periféricos. En coherencia con este enfoque las OMT están sometidas a una fuerte condicionalidad, por lo que no pueden entenderse como un sustituto de los esfuerzos de reforma que han de hacer los países con desequilibrios. Su mero anuncio ha sido muy eficaz en la consecución del objetivo perseguido, como lo reflejan numerosos indicadores financieros y es reconocido de manera general por los analistas (véase gráfico 5).

En todo caso, la solución duradera de los problemas emergidos depende en gran medida de la acción en el tercero de los frentes, que es el que corresponde a las medidas que han de tomar las autoridades europeas para reformar y fortalecer la gobernanza del euro y facilitar el camino desde una unión exclusivamente monetaria hacia una unión económica más genuina, según la hoja de ruta aprobada por el Consejo Europeo, que comprende una unión bancaria, una unión económica, una unión fiscal y un reforzamiento de la legitimidad democrática de todo el proceso, que puede entenderse como una suerte de unión política.

Gráfico 5: Diferenciales con Alemania.



Fuente: Banco Central Europeo, Datastream y Banco de España.

6. LA UNIÓN BANCARIA

Desde el punto de vista de las actuaciones del BCE, tienen especial relevancia los pasos necesarios para el establecimiento de la unión bancaria, porque afecta muy directamente a los problemas de fragmentación y a los riesgos de ruptura que han distorsionado la transmisión de la política monetaria y porque, además, al propio BCE se le ha asignado el papel del supervisor único, que es uno de los ingredientes fundamentales de dicha unión, junto con el establecimiento de un mecanismo de resolución único y la armonización de los sistemas de garantía de depósitos. La especial arquitectura de la UEM no facilitaba, en principio, la atribución al BCE de las funciones de supervisión bancaria, por más que en muchos países se encuentre incardinada en el banco central. Sin embargo, las razones de urgencia y las dificultades para proceder a una reforma de los tratados que estableciera las provisiones adecuadas para la creación *ex novo* de una institución supervisora única europea aconsejaron aprovechar el margen que ofrecían los tratados actuales para partir de la única institución europea con capacidad e independencia para el desempeño de esta función mediante una interpretación amplia de las funciones que el Consejo Europeo estaba autorizado a conferir al BCE.

El avance rápido hacia la unión bancaria, que fue una de las decisiones más importantes de las autoridades europeas en la esfera del reforzamiento de la UEM para detener la espiral negativa del verano de 2012, constituía una respuesta ineludible para superar algunas de las graves disfunciones que aquejan al euro. Es necesaria para romper el círculo vicioso entre riesgo bancario y riesgo soberano y conseguir el grado de integración financiera que corresponde a la existencia de una moneda, de manera que los bancos del área se encuentren en igualdad de condiciones para la obtención de recursos de capital y financieros, solo dependiendo de su propia solvencia y modelo de negocio, y no del país en el que estén domiciliados. Estas son condiciones imprescindibles para lograr que una adecuada transmisión de la política monetaria permita que sus impulsos lleguen de forma homogénea a todos los países miembros, aunque ello no quiera decir que los tipos de interés hayan de ser tan uniformes como lo fueron durante el período en el que se gestaron los graves desequilibrios que nos llevaron a esta crisis.

A nadie se le escapa la enorme complejidad del proceso emprendido, pero tampoco nadie debe ignorar lo mucho que se juegan Europa y su proceso de integración en este envite.

Bibliografía

Alberola, E., C. Trucharte y J. L. Vega, (2013), «Central Banks, Macroprudential Policy and the Spanish Experience», en J. Braude, Z. Eckstein, S. Fischer y K. Flug (eds.), *The Great Recession. Lessons for Central Bankers*, MIT Press, pp. 99-121.

Banco de España, (2013), *Informe anual.*

Banco Central Europeo, (2013), *Financial integration in Europe*, abril.

Banco Central Europeo , (2012), *Financial integration in Europe*, abril.

Bernanke, B. S., y V. R. Reinhart, (2004), «Conducting monetary policy at very low short-term interest rates», A*merican Economic Review, Papers and Proceedings*, 94 (2), pp. 85-90.

Cour-Thimann P., y B. Winkler, (2013), *The ECB's non-standard monetary policy measures. The role of institutional factors and financial structure*, Documento de Trabajo n.º 1528, Banco Central Europeo.

Cúrdia, V., y M. Woodford, (2011), «The central bank balance sheet as an instrument of monetary policy», J*ournal of Monetary Economics* 58, pp. 54-79.

Eggertsson, G. B., y M. Woodford, (2003), «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», B*rookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, the Brookings Institution, vol. 34 (1), pp. 139-235.

Eggertsson, G. B., y M. Woodford, (2004), «Policy options in a liquidity trap», A*merican Economic Review*, American Economic Association, vol. 94 (2), pp. 76-79.

Fondo Monetario Internacional, (2013), "Unconventional monetary policies-recent experience and prospects", *Documento de Trabajo*, FMI.

Lenza M., H. Pill y L. Reichlin, (2010), "Monetary policy in exceptional times", *Documento de Trabajo* n.º 1253, Banco Central Europeo.

Millaruelo A., y A. del Río, (2013), «Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis», B*oletín Económico,* enero, Banco de España.

Woodford, M. , (2012), «Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound», 2012 FRB Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, WY.

CRISIS EN LA EUROZONA. SEIS AÑOS DESPUÉS

Emilio Ontiveros
Universidad Autónoma de Madrid
y presidente de Analistas Financieros Internacionales, AFI

Seis años después del desencadenamiento de la crisis financiera que dio lugar a la Gran Recesión, es la eurozona la que sigue sufriendo sus peores consecuencias. Los daños reales y financieros no son precisamente inferiores a los sufridos donde se originó la convulsión. Pero es en el debilitamiento de la credibilidad del propio proyecto de integración monetaria donde también se localizan inquietantes implicaciones.

La confianza de los ciudadanos en las instituciones europeas se ha debilitado de forma manifiesta como consecuencia de una gestión de la crisis que al menos hasta el momento no ha aportado resultados mínimamente aceptables. En realidad, las condiciones de vida en la mayoría de los países han descendido de forma significativa, retrocediendo la convergencia real de las economías en la que se confiaba cuando se introdujo el euro, tanto en el seno de la eurozona, como de ésta con Estados Unidos.

En las notas que siguen se revisa ese impacto diferencial de la crisis en la eurozona, las políticas aplicadas y se acaba sugiriendo un cambio de políticas y el necesario fortalecimiento de las instituciones para que consigan hacer lo propio con la muy erosionada confianza de los ciudadanos en la propia dinámica de la integración europea. Son consideraciones que insisten en algunas reflejadas en otros trabajos, como Ontiveros (2011, 2013), pero reforzadas quizás por los resultados observados recientemente.

1. DAÑOS DIFERENCIALES

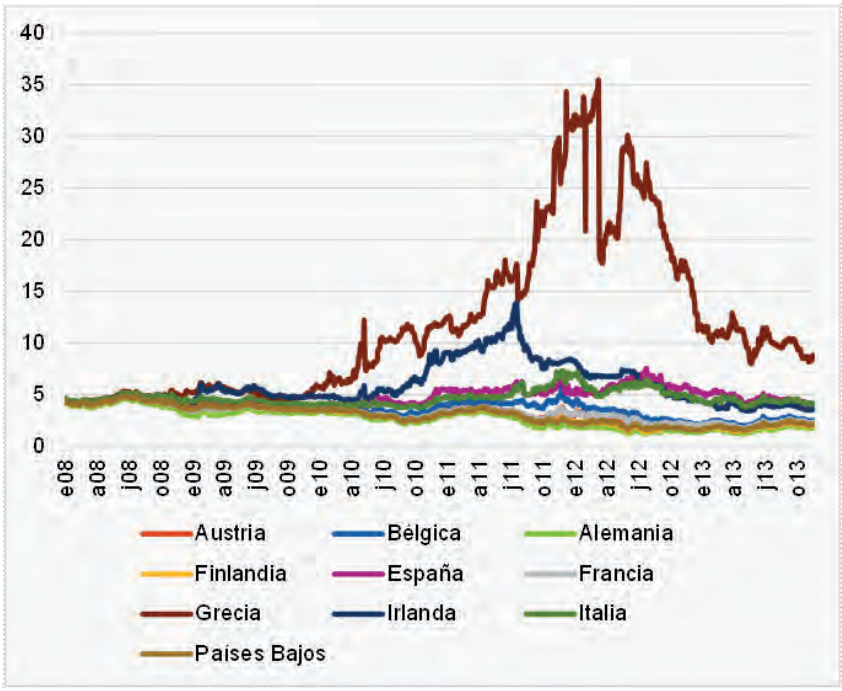
Hoy ya existe evidencia suficiente sobre la inadecuación de las políticas aplicadas en la gestión de la crisis de la eurozona. El ajuste presupuestario indiscriminado, con bastante independencia del origen de sus desequilibrios, cuando las economías periféricas abordaban una de las peores recesiones,

no ha hecho sino pronunciar aún más las consecuencias de la contracción actual. La economía del conjunto de la eurozona registra, en efecto, la peor situación desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Los registros de variación del PIB, del empleo, de la inversión, o de la no menos relevante natalidad empresarial neta, son manifiestamente más adversos que los correspondientes a la economía estadounidense donde se originó la crisis. La pérdida de crecimiento potencial ha sido notable: la contracción de la inversión o las elevadas tasas de mortalidad empresarial son suficientemente expresivas al respecto. Casi tanto como la intensa destrucción de empleo: el conjunto de la UE ha perdido más de 6 millones de empleos desde 2008. Tendrá que transcurrir mucho tiempo antes de recuperar los niveles de renta por habitante previos a la crisis.

A pesar de que estadísticamente se haya iniciado una fase de recuperación, esta será excesivamente débil, vulnerable a la inestabilidad financiera todavía subyacente en el área. Efectivamente, en el frente financiero los daños diferenciales no son menores. Y, en todo caso más prolongados. Todavía en los momentos actuales algunas economías de la eurozona exhiben una fragilidad en sus mercados de deuda pública y en sus sistemas bancarios, concediendo vigencia a ese "bucle diabólico" que vincula esas dos fuentes de amenazas y que sigue activo en las economías periféricas, aunque ciertamente menos intenso desde la advertencia de intervención por el BCE en septiembre de 2012. Ello no puede obviar, sin embargo, el enorme daño que está causando la combinación de políticas presupuestarias basadas en la austeridad y al anormal funcionamiento de algunos sistemas bancarios. Daños, a decir verdad, cuya restauración llevará tiempo.

La anterior interacción entre salud bancaria y deuda pública ayuda a explicar los todavía apreciables diferenciales entre los tipos de interés de los bonos del tesoro alemán y los periféricos, como se refleja en el gráfico adjunto. Primas de riesgo a todas luces excesivas que siguen reflejando factores adicionales a los fundamentos económico-fiscales de las distintas economías, como probabilidades de desenlaces extremos en la propia gestión de la eurozona.

Gráfico 1: Tipos de interés de los bonos del tesoro a 10 años.



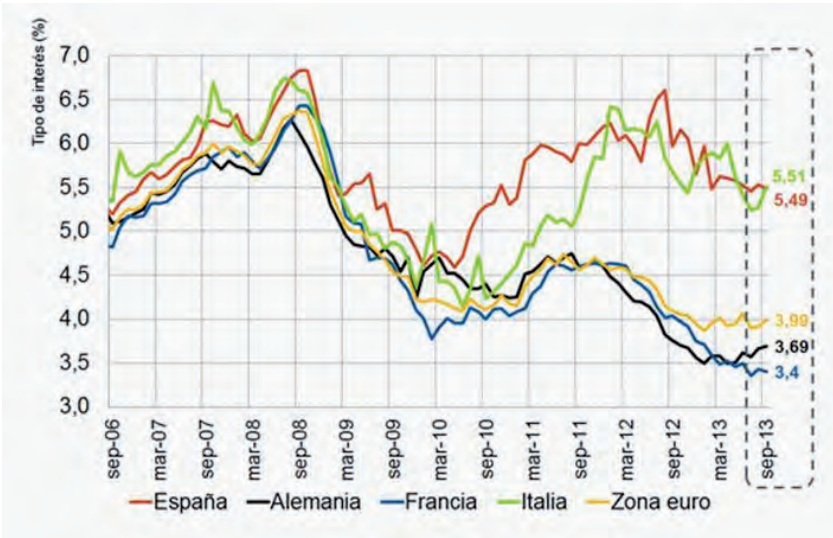
Fuente: Afi, Reuters.

La crisis, efectivamente, ha conseguido revertir el amplio grado de integración financiera que existía en la eurozona. Así se pone de manifiesto en el no menos explícito contraste entre tipos de interés aplicados en las operaciones de crédito a medianas y pequeñas empresas entre las economías centrales y las periféricas, reflejado en el gráfico adjunto. Se trata de un exponente más de fragmentación financiera poco conciliable con la idea misma de unión monetaria. Con la exigencia, en definitiva, de transmisión normal de la política monetaria. Pero también, dado el nivel de los tipos de interés que finalmente asumen las empresas de las economías periféricas, poco compatible con la recuperación del crecimiento y del empleo.

El retroceso en la dinámica de integración financiera se manifiesta igualmente en el descenso de los flujos de capital transfronterizos, no solo los estrictamente bancarios, sino también los que conducen otras modalidades de

inversión, cuestionando la propia finalidad integradora de la creación de la moneda única.

Gráfico 2: Tipos de interés de nuevas operaciones de crédito a Pymes (importes inferiores a 1 millón de euros y plazos entre 1 y 5 años).



Fuente: Afi, BCE.

No solo la recuperación es precaria e insuficiente en la creación de empleo. La demanda en el seno del área monetaria es débil y limita la extensión de las ventajas de la "devaluación interna" que llevan a cabo las economías periféricas. En segundo lugar, los sistemas bancarios siguen mantenido una cierta fragilidad no solo debida al impacto de la débil actividad sobre la solvencia de las familias y empresas, sino a las posibles regulaciones adicionales o a la actualización contable que exigirán las nuevas autoridades supervisoras en el seno de la eurozona tras la entrada en vigor de la Unión Bancaria.

Por último, no puede decirse que de los mercados de deuda pública se hayan alejado completamente amenazas de inestabilidad como las que estuvieron vigentes hasta las advertencias del BCE en septiembre de 2012. La exposición a episodios como las tensiones presupuestarias en Estados Unidos o la inestabilidad política en Italia dan cuenta de la interinidad de la situación: de

la necesidad de concretar decisiones contundentes que además de alejar los riesgos de estancamiento aseguren la rápida transición a formas de perfeccionamiento de la unión monetaria, como la constituida por la unión bancaria y la unión fiscal.

2. GESTIÓN DE LA CRISIS Y DAÑOS INSTITUCIONALES

En la gestión de la crisis no se ha actuado con la celeridad y contundencia equivalente a la que se llevó a cabo en Estados Unidos. En realidad, se ha primado la pretensión por fortalecer la capacidad de pago de los deudores a través de esas políticas de austeridad hoy reveladas ineficaces, en lugar de hacerlo mediante la prudente combinación de credibilidad en esa pretensión de saneamiento de las finanzas públicas y decisiones favorecedoras del crecimiento económico, de la generación de rentas con las que atender el servicio del endeudamiento, tanto privado como público. La austeridad no ha resultado expansiva, sino que llevándose a cabo de forma simultánea en todas las economías y con muy poco margen de maniobra de la política monetaria, ha acentuado sus efectos procíclicos.

Se han tratado también de definir actuaciones tendentes a paliar las limitaciones originales de la unión monetaria, pero sin el grado de concreción suficiente. Sin duda la más urgente es la unión bancaria, dada la todavía vigente vinculación entre la situación de algunos sistemas bancarios y la vulnerabilidad en los respectivos mercados de deuda pública. De esa situación de interinidad dan cuenta los distintos indicadores de fragmentación financiera que todavía hoy se registran en el seno de la unión monetaria, y limitan seriamente la intensidad de la recuperación de la inversión en las economías del sur.

La profundización del mercado interior, de forma particular en los servicios, ha de ser tan prioritaria como la restauración del hoy fragmentado sistema financiero, mediante la enunciada Unión Bancaria (UB). De los cuatro pilares de la Unión Bancaria el ahora más necesario es la definición de la autoridad de resolución de crisis: la especificación de los términos del "bail-in" y del consiguiente respaldo fiscal. Y las reglas de decisión que han de regir ese mecanismo, sin necesidad de que sea la unanimidad la condición necesaria.

Las instituciones europeas han sufrido como consecuencia de esta crisis el mayor descrédito en los 56 años de su existencia. No solo los ciudadanos

han debilitado su confianza en la dinámica de integración, sino que las propias instituciones comunitarias disponen hoy de menor predicamento en la escena global. A todo ello no es ajena la forma en la que se ha gestionado la crisis, y en especial, los muy dispares resultados entre la población que ha generado.

Exponentes de ese deterioro en el respaldo ciudadano son la emergencia de partidos políticos populistas y basados en el euroescepticismo, contrarios al fortalecimiento de la integración europea, en algunos países de la Unión. Así como las cada vez más explícitas actitudes entre amplios grupos de población opuestas a la libre movilidad de las personas, una de las libertades más características de la integración europea. El impacto de los ajustes presupuestarios sobre las partidas de bienestar social ha situado a los emigrantes en el centro de atención de un número creciente de ciudadanos descontentos. La animadversión no es solo contra los inmigrantes de terceros países, sino contra los provenientes de otros países comunitarios. Pero, siendo cierto que la proporción de otros ciudadanos comunitarios se ha duplicado en la última década, en la actualidad alcanza un modesto 2,6% de la población. Si solo se consideran los 15 países anteriores a la ampliación ese porcentaje alcanza el 3,2%. Son cifras que dan cuenta de la escasa fundamentación real del problema y de su probable utilización en el debate político sobre las consecuencias de políticas presupuestarias con una orientación tan severa y procíclica como las practicadas en la práctica totalidad de los países de la UE.

Como ha destacado recientemente Charles Grant (2013) en un documento del CER, gran parte de la desafección con la UE deriva de la gestión de la crisis de la eurozona. "En muchos países la contracción del crecimiento y la elevación del desempleo ha dado a la integración europea un mal nombre" y eso tiene que ver con la percepción de pérdida de calidad democrática. Los Parlamentos nacionales y los correspondientes gobiernos están perdiendo capacidad de decisión a favor de instituciones surgidas tras la crisis sin el correspondiente respaldo democrático. Es el caso de la "Troika" –Comisión Europea, BCE, FMI– constituida en el gobierno económico de hecho en los países de la periferia.

En ese mismo informe del CER, Paul de Grauwe (2013) subraya la sorpresa generada por la actuación de la Comisión: en lugar de proteger a las naciones deudoras ha asumido el papel de agente de las naciones acreedoras en el

seno de la eurozona, presionando por la aplicación de políticas basadas en la austeridad, cuyos resultados son los más visibles en términos de contracción del crecimiento económico que en el esperado saneamiento de las finanzas públicas.

3. INTERGUBERNAMENTALISMO Y PODER ALEMÁN

El debilitamiento institucional y del sistema de gobierno de la UE es uno de los daños más explícitos. En la gestión de esta crisis, en particular a partir de la primavera de 2010, el papel de la Comisión Europea ha sido gradualmente sustituido por instancias intergubernamentales en las que la influencia del gobierno alemán ha terminado siendo dominante, disponiendo de capacidad de veto de hecho en no pocas decisiones esenciales para una rápida superación de la crisis. Consecuencia de ello son las tensiones en el seno del propio grupo de países que conforman la eurozona y la erosión de la solidaridad intracomunitaria.

No deja de llamar la atención que esa subordinación de la Comisión a decisiones de algunos gobiernos haya sido simultánea a la asunción de un mayor poder aparente de la propia Comisión en la definición de las políticas económicas de los gobiernos nacionales. El exponente más destacado al respecto es la exigencia de supervisión de los presupuestos nacionales antes de que lo hagan los correspondientes parlamentos.

Esa cesión de soberanía, debería ser simultánea a la disposición de mecanismos específicamente comunitarios de gestión de la crisis. En especial de resolución de las asimetrías fiscales que perviven en el seno de la eurozona. En este contexto es de todo punto necesario el fortalecimiento y la clarificación en la toma de decisiones del "European Stability Mechanism" (ESM), eliminando por ejemplo, el poder de veto.

Todo ello no está precisamente reduciendo la desafección y distanciamiento de las instituciones europeas. Una prueba de esa erosión de la confianza de los ciudadanos la ha aportado la encuesta tras la victoria de la canciller Ángela Merkel en las elecciones parlamentarias de septiembre. El informe anual "Transatlantic Trends", realizado una semana después de las elecciones por el German Marshall Fund, incluyendo encuestas en once países más Turquía en las que se incorporan las opiniones sobre la gestión de la canciller en la crisis de la eurozona. Junto al manifiesto respaldo de los

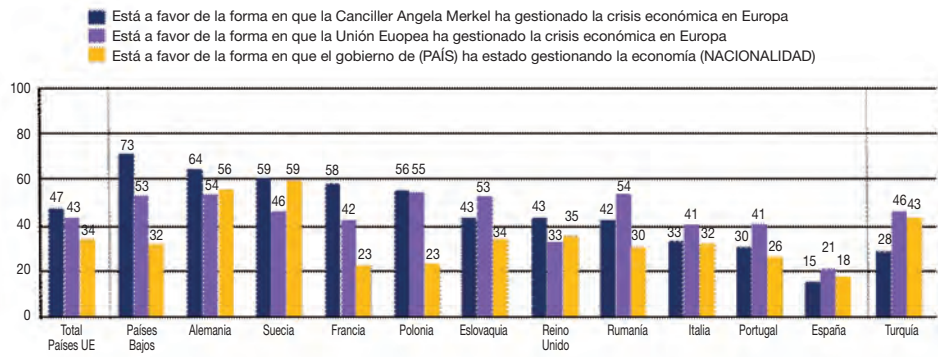
europeos del norte, incluso de Francia, los de la periferia manifiestan algo más que decepción. Cabe destacar la opinión de los españoles, de los que únicamente el 15% apoyan la gestión de la canciller. Los portugueses y los italianos tampoco son especialmente entusiastas, como se aprecia en el gráfico adjunto.

Es comprensible que sean los ciudadanos de la UE más afectados por la crisis los que tienden, según esa encuesta, a presentar los índices más elevados de descontento con la gestión de la crisis llevada a cabo por la UE. En España los que muestran disconformidad son el 75%, y en Francia, Portugal, Reino Unido superan ampliamente el 50%.

Pero más allá de la opinión sobre políticos concretos ese mismo estudio refleja el creciente descontento de los europeos con la Unión Europea y el euro, al tiempo que el ensanchamiento entre las economías pujantes y las que están todavía en dificultades.

En efecto, tan relevante como esa manifiesta insatisfacción es la opinión mayoritaria en la dirección de mantenerse en el euro. El problema es que esa pertenencia a la eurozona coincide con la opinión creciente de reducir la capacidad de decisión de las propias instituciones europeas en materia de política económica. El 68%, 11 puntos más que en 2012, está en contra de otorgarle mayor autoridad a la UE en el control de la política económica y presupuestaria de cada país; solo un 26% está a favor. En Alemania, único país donde el año pasado la mayoría se inclinaba por un mayor control de la UE sobre los presupuestos nacionales, este año esa cifra ha descendido al 37%. En España, solo el 21% (el 42% el año pasado) prefiere otorgarle mayor autoridad a la UE en el control de la política económica, al igual que el 28% de los italianos (15 puntos menos que en 2012), el 29% de los franceses (11 puntos menos) y el 37% de los alemanes (16 puntos menos). También aumenta entre los europeos la percepción de que la pertenencia a la UE ha tenido un efecto negativo en la economía nacional, sobre todo en los países más dañados por la crisis. En la fecha de esa encuesta, un 44% de los españoles afirmaba que la pertenencia de su país a la Unión Europea ha tenido un efecto negativo en su economía.

Gráfico 3: Valoración comparativa de la gestión económica.
Base: total de entrevistados



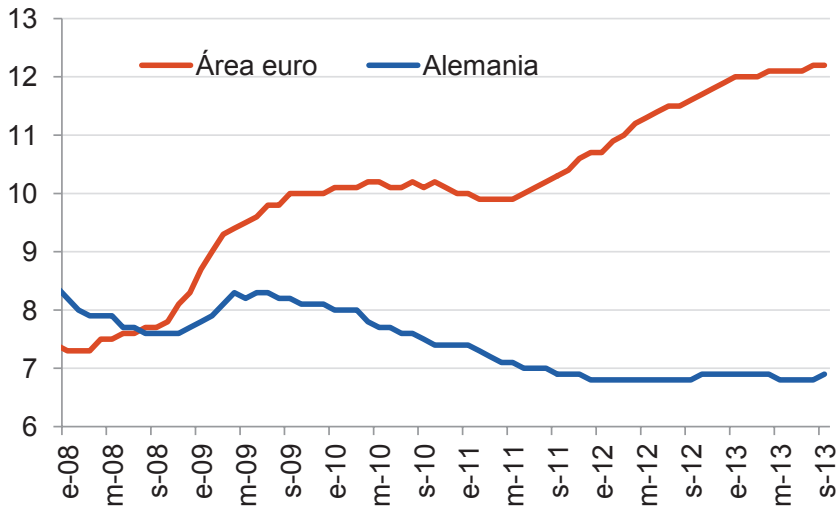
Fuente: Trasatlantic Trends, 2013. The German Marshall Fund of the United States.

4. DIRECCIONES DE CAMBIO

Recuperar ritmos de crecimiento suficientes para que las economías crezcan, lo hagan el empleo y la solvencia privada y pública exige cambios de significación en las políticas económicas hasta ahora dominantes. Es necesario que sean las autoridades alemanas las que procuren que el ajuste cambie de dirección. Hasta ahora, han sido las economías periféricas las que han llevado a cabo la denominada devaluación interna. Pero a partir de ahora sería conveniente que Alemania acompañara propiciando políticas expansivas que hicieran que el ajuste fuera más simétrico. El margen de maniobra existe, como refleja el desigual impacto en términos de desempleo que la crisis ha impuesto en las diferentes economías de la eurozona, tal como refleja el gráfico adjunto.

Georges Magnus (2013) así lo subraya. Junto a la responsabilidad conjunta que se derivaría de una completa unión bancaria, las políticas macroeconómicas deberían propiciar estímulos claros en las economías centrales. La contribución alemana vuelve a ser central según Magnus (2013). Tolerando que su tasa de inflación creciera por encima de ese 2% que mantiene como objetivo el BCE, desde luego por encima del promedio de la eurozona, con el fin de que el ajuste en precios relativos no condujera la tasa de inflación en las economías del sur a niveles cercanos a cero. De no ser así, el desapalancamiento en esas economías más dañadas sería difícil y de consecuencias complicadas para sus sistemas bancarios.

Gráfico 4: Desempleo en la eurozona.



Fuente: Afi, Datastream.

El incremento en las rentas alemanas o el aumento de la inversión pública, serían decisiones convenientes a este respecto. La necesidad de esta última está avalada no solo por la conveniencia de ese ajuste compartido, sino por las propias carencias alemanas. Junto a ello, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) podría ampliar su base de capital con la que llevar a cabo proyectos de inversión que atendieran específicamente las necesidades de las PMEs, especialmente en el sur de Europa, donde la importancia relativa de esas empresas es mayor en la contribución al crecimiento del PIB y del empleo. La Comisión Europea debería igualmente articular el enunciado fondo para el empleo de los jóvenes y para el fomento de la movilidad intraeuropea. Más allá del impacto concreto sobre la demanda de estas medidas, señalizarían en la dirección de fortalecimiento de las instituciones y del mercado interior.

Lo anterior debe ser compatible con el mantenimiento por el BCE de la orientación adaptativa de su política monetaria, sin que se pueda descartar, como sugiere el FMI (2013) reducciones adicionales de tipos de interés y actuaciones no convencionales como las llevadas a cabo en otras economías avanzadas con resultados reales y financieros mejores que los observados en la eurozona.

Se trata, en definitiva, de conseguir, más de seis años después de iniciada la crisis, que el proyecto de la moneda única perdure, y que lo haga sin sacrificar más potencial de crecimiento y bienestar que el que ya han ofrecido políticas distantes de la estricta racionalidad económica.

Bibliografía

De Grauwe, P., (2013), "The creditor nations rule in the eurozone" en *The Future of Europe's economy. Disaster or deliverance*, CER, septiembre.

Grant, C., (2013), "Introducción a *The Future of Europe's economy. Disaster or deliverance*, CER, septiembre.

Magnus, G. (2013) "Europe needs an alternative to stagnation and fragmentation" en *The Future of Europe's economy. Disaster or deliverance*, CER, septiembre.

Ontiveros, E. (2011) "El sufrimiento de Europa" *Revista de Occidente*. Fundación Ortega y Gasset Gregorio Marañón nº 367, diciembre.

Ontiveros, E. (2013) "*A Progressive Growth Strategy for Spain* [versión en alemán *Eine Progressive Wachstumsstrategie für Spanien*], Friedrich Ebert Stiftung.

V
LECCIONES DE LAS CRISIS

LA CRISIS DE DEUDA EN AMÉRICA LATINA: ENSEÑANZAS PARA EUROPA

José Antonio Alonso
Universidad Complutense de Madrid.
Committee for Development Policy de ECOSOC, Naciones Unidas

1. INTRODUCCIÓN

Tras un período de cómodo acceso a la financiación internacional, en el verano de 1982, México se vio obligado a declarar la suspensión de pagos internacionales. El cambio en la cotización del dólar y la elevación de los tipos de interés en los mercados internacionales le hizo imposible mantener sus compromisos internacionales. Tras México, buena parte de los países de la región se vieron obligados a entrar también en un proceso de negociación de su deuda externa. De este modo se iniciaba una de las crisis más severas que padeció América Latina en el pasado siglo; una crisis que puso en jaque a buena parte del sistema financiero internacional, particularmente del norteamericano, que tenía en sus balances una parte importante de los créditos concedidos a la región. El proceso de ajuste económico fue largo y costoso, dando lugar a una década perdida para el crecimiento de la región, que dejó sus huellas en forma de acrecentados déficit sociales en los países afectados, que solo ahora se están corrigiendo. Pero también hubo elementos positivos en el balance, entre ellos una más extendida y afianzada convicción en el valor que la estabilidad macroeconómica tiene para todo proceso de desarrollo que se pretenda sostenible; un activo que todavía está dando réditos en buena parte de los países de la región.

La respuesta internacional a la crisis tardó en llegar. En un primer momento la respuesta de los acreedores se limitó a las posibilidades de reestructuración de la deuda, acompañando el proceso con la obligada aceptación por parte del país de un severo programa de ajustes y reforma acordado con el FMI. Solo con la iniciativa Baker II y, de forma más clara, con la iniciativa Brady se admitió que una parte de la deuda era incobrable, permitiendo un proceso de quita y la

emisión de nuevos bonos con respaldo del Tesoro americano. Si esas iniciativas ayudaron a aminorar el problema de la deuda, la vía más clara para su solución vino de la mano de la restauración del crecimiento en la región, ya en la década de los noventa. El crecimiento económico del deudor y la condonación parcial de su deuda estuvieron presente en la solución definitiva de la crisis.

Veinticinco años después de la eclosión de la crisis de la deuda latinoamericana, y tras un año de tensiones en los mercados de capitales, de nuevo el sistema financiero internacional se vio al borde del colapso, tras la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008. La rápida reacción de las autoridades a ambos lados del Atlántico hizo posible salvar la situación y evitar los riesgos más severos de un desplome financiero, pero no pudo evitar que las economías se deslizasen hacia una fuerte recesión sincronizada, que afectó muy particularmente a los países desarrollados. A algunos de ellos la inestabilidad económica les alcanzó en una situación de debilidad manifiesta de sus sistemas financieros, afectados por la desvalorización repentina de una parte de sus activos (especialmente, los relacionados con el mercado inmobiliario), y con un desequilibrio acumulado en su balance externo, que había dado lugar a unas necesidades financieras respecto al exterior difíciles de sostener en el nuevo contexto.

Las autoridades de estos países trataron de responder a la crisis con medidas extremas, como la inyección de liquidez, el apoyo al saneamiento de los balances de las entidades financieras, la ampliación de las garantías de depósitos y deudas e, incluso, la compra de activos. Adicionalmente, se pusieron en marcha diversos paquetes de estímulo fiscal, con el objetivo de atenuar el tono recesivo que afectaba al conjunto de la economía internacional. También en este caso las medidas alcanzaron una dimensión extraordinaria, acorde con la gravedad de la crisis y con su potencial destructivo sobre la actividad económica y el empleo. Todo ello hizo que las cuentas públicas se deslizaran progresivamente hacia mayúsculos déficit, que se vieron acrecentados por el efecto que la propia recesión generó sobre los ingresos y los gastos públicos.

El efecto de estos desequilibrios se hizo especialmente agudo en el caso de los países que acumulaban deuda internacional y que tenían sus sistemas financieros contaminados por activos desvalorizados (ya sean hipotecas *subprime*, ya la dominante presencia de créditos hipotecarios). Buena parte de la periferia europea cumplía este doble requisito, de modo que se vio sumida en un proceso de crisis aguda que obligó a los países afectados a demandar el apoyo internacional,

someter sus economías a severos procesos de ajuste y aceptar la vigilancia internacional sobre sus cuentas. Así pues, lo que se inició como una crisis localizada en un segmento concreto del mercado financiero norteamericano, pasó a convertirse en una crisis financiera internacional; ésta mutó en una recesión severa, que afectó de forma particularmente aguda a los países desarrollados; y, finalmente, la recesión se complicó en los países de la periferia europea con una crisis de deuda (y de deuda soberana).

La respuesta que, hasta el momento, se está dando a esta crisis no es muy distinta a la que un cuarto de siglo antes se había ofrecido a los países latinoamericanos. Capitaneada por Alemania, la Unión Europea reclama de los países en crisis una receta compuesta básicamente por un régimen estricto de ajuste fiscal y de reformas liberalizadoras, acompañado de una financiación condicionada y de la promesa, solo parcialmente realizada hasta el momento, de avances en el diseño institucional de la Unión Monetaria. Para las sociedades de los países afectados, la respuesta de los gobiernos frente a la crisis se traduce en un visible deterioro de la accesibilidad o calidad de los servicios públicos, en una reducción de los niveles de bienestar, empleo y consumo de las personas y en un achicamiento del perímetro de los derechos sociales y laborales que se suponían consolidados.

Esta respuesta no es muy distinta a la que el FMI, en comunión entonces con el Banco Mundial, le ofreció a los países de América Latina cuando la región se encontraba afectada por la crisis de la deuda, en los años ochenta. Es pertinente, por tanto, preguntarse acerca de las semejanzas y diferencias existentes entre las respuestas ofrecidas a uno y otro lado del Atlántico. Discutir estos aspectos es lo que se propone el presente capítulo. En él se defenderán cuatro tesis que articulan el capítulo y que se adelantan ahora de forma sumaria:

- En primer lugar, que pese a lo que algunos economistas proclaman o dan a entender, la Economía es incapaz de prever (en el sentido fuerte de la palabra) las crisis financieras, incluso aunque se perciban los desequilibrios que les dan origen.
- En segundo lugar, que no cabe eliminar el riesgo de crisis, pero se puede reducir su frecuencia y sus efectos con una adecuada regulación y supervisión del sistema financiero, tanto en el ámbito nacional como internacional: esa regulación se enfrenta, sin embargo, a la ideología (no cabe otra palabra) de quienes piensan que cabe prever las crisis porque el mercado traslada una estimación adecuada de los riesgos.

- En tercer lugar, que cuando un país entra en una crisis severa de deuda, la solución más eficaz es combinar el estímulo al crecimiento del deudor con la quita parcial de la deuda acumulada; caso de que esa doble operación no se haga, hay una elevada probabilidad de que el país se demore en una costosa trampa de deuda.
- Y en cuarto lugar, que para que esa solución sea gestionable, acreedor y deudor deben asumir una parte del coste del ajuste; si éste último descansa solo sobre el deudor, el proceso será innecesariamente asimétrico, largo y socialmente costoso.

2. LA INCAPACIDAD DE PREVER LAS CRISIS

En la actualidad, los factores de inestabilidad más visibles en la economía internacional aparecen asociados al funcionamiento de los mercados financieros. Otros factores que antaño ocupaban la preocupación de los analistas –como la variabilidad de los precios de las materias primas o el comportamiento cíclico de la economía real– aunque importantes, parecen haber cedido en su relevancia respecto a los riesgos que se asocian a los *shocks* financieros. No es extraño, por tanto, que el logro de mayores dosis de estabilidad financiera se convierta, tanto en el ámbito doméstico como internacional, en objetivo central de la política económica. La capacidad de acción en este ámbito aparece condicionada, no obstante, por ciertos rasgos que caracterizan a los mercados de capital[1].

En primer lugar, los mercados financieros son inherentemente volátiles, al estar influidos los precios de los activos por los procesos de formación de expectativas de los agentes respecto al futuro (Wyplosz, 1999). Este problema sería poco relevante si la información respecto a esas expectativas fuese confiable, dado que entonces aparecería reflejado su efecto en la prima de riesgo o en los rendimientos esperados del activo. No siempre es así, lo que otorga a los precios de los activos una volatilidad solo parcialmente predecible. Ahora bien, volatilidad no es un sinónimo de inestabilidad (Wyplosz, 1999: 153): el propio mercado puede gestionar un cierto movimiento en los precios, derivado de la variación en los niveles de riesgo, sin que ello requiera intervención pública alguna. La

[1] Una buena exposición de estos problemas puede encontrarse en Stiglitz y Weiss (1981); y, en un trabajo más actual, en Wyplosz (1999).

inestabilidad surge, sin embargo, cuando los precios de los activos –incluido el tipo de cambio– tienen una volatilidad excesiva: es decir, cuando la reacción de los mercados no está justificada por la información disponible, cuando se registra, por tanto, una sobre-reacción del mercado basada en el pánico o en el *herd behaviour*.

Este comportamiento de los mercados financieros tiene relación con las asimetrías en la información entre prestamista y prestatario y con la inextinguible incertidumbre que caracteriza a las transacciones inter-temporales. Semejantes rasgos se pueden tratar de corregir parcialmente a través de una información más precisa y transparente, pero nada garantiza que ello resuelva de forma plena el problema. La experiencia histórica está plagada de comportamientos fallidos de agentes a los que se atribuye una poderosa y sofisticada información sobre los mercados. La incapacidad para predecir, entre otras, la crisis de la deuda de América Latina a comienzos de los ochenta, la crisis financiera de México a comienzos de los noventa –el llamado "tequilazo"–, la crisis asiática de finales de los noventa o la misma crisis de las *subprime*, hace apenas un lustro, son bien expresivos de cuanto se quiere decir[2].

Semejante resultado tiene su fundamento último en la naturaleza inter-temporal de las transacciones que se realizan en el seno de los mercados de capital; al fin, lo que se intercambia es capacidad de gasto presente (acreedor) frente a promesa de pago futura (deudor). Pero el futuro es imposible de predecir, especialmente si aparece condicionado por una dinámica de formación de expectativas que se auto-cumplen (*self-fulfilling expectatives*). En estos casos, tendríamos que utilizar el concepto de incertidumbre, más que el de riesgo, acogiéndonos a la temprana diferenciación que en su momento hizo Knight (1921)[3]. Dicho de otro modo, si una crisis responde a la debilidad de los fundamentos económicos de un país, es posible establecer una cierta estimación de riesgos a partir de los desequilibrios identificados, pero tal estimación resultará virtualmente impo-

---

[2] Es conocido que los *credit ratings* de los países asiáticos en los momentos inmediatamente previos a la crisis se encontraban entre los mejores de los mercados emergentes; y que las agencias de *rating* dieron hasta el último momento su máxima calificación a vehículos estructurados de inversión que acogían a las *subprime*.

[3] Se habla de incertidumbre cuando ni siquiera es posible asignar una probabilidad a los diversos escenarios de futuro, ya que simplemente se desconoce la función de distribución de la probabilidad.

sible cuando la crisis responda a un proceso auto-confirmado de formación de expectativas: en última instancia este tipo de crisis "ocurre porque se espera que ocurra" (Wyplosz, 1999: 161).

En términos de una modelización consistente, este segundo tipo de crisis implica la existencia de una multiplicidad de equilibrios: unos mismos fundamentos económicos pueden dar lugar a diversos resultados. En semejante contexto, la estimación del riesgo no es sino una aproximación imperfecta al fenómeno que se quiere medir, ya que no logra eliminar el contenido de incertidumbre que rodea a cualquier proyección desplazada en el tiempo. Es cierto que para que la crisis se produzca es necesario que el país presente rasgos que lo hagan vulnerable (como un sistema bancario frágil, cierta inestabilidad política o acumulación de deuda), pero nada garantiza que esos rasgos conduzcan a una crisis.

No constituye más que un paliativo al problema planteado la mejora de la capacidad técnica y operativa de las agencias que estiman el riesgo, mediante una mayor inversión en cantidad y calidad de la información disponible. En primer lugar, porque hay un factor inaprensible que se refiere al contenido de novedad que incorpora la dinámica temporal de formación de expectativas; pero, además, porque la disminución de riesgos que tal proceder comporta se puede obtener, y a menores costes, diversificando la cartera de activos del inversor, por lo que son bajos los incentivos a retribuir de una mayor búsqueda de información.

Ahora bien, ante la ausencia –o parcialidad obligada– de los datos disponibles para predecir las crisis, los agentes operan otorgando obligado peso a las opiniones y a las expectativas que provienen del entorno, dando origen a reacciones de pánico o de comportamiento en rebaño –*herding behaviour*– (Shiller, 2000). Esta sobre-reacción del mercado no es necesariamente una muestra de comportamiento irracional: al fin, el *herding behaviour* "refleja la tendencia natural a esconderse en el seno de un grupo cuando las cosas van mal" (Wyplosz, 1999: 153). La resultante es un comportamiento altamente volátil de los mercados, que acaba por hacer realidad la expectativa en forma de profecías que se auto-cumplen. El efecto es mayor si se tiene en cuenta el alto nivel de centralización de la opinión relevante sobre los mercados internacionales, al ser ésta dependiente de la información que proporcionan un número reducido de grandes instituciones inversoras o de agencias de *rating*

internacional, que con frecuencia acentúan el comportamiento cíclico de los mercados (Reisen, 2003).

Los economistas han tratado de minimizar, con frecuencia, las consecuencias que se derivan de estos rasgos y han tratado de trasladar a la sociedad la idea de que están en condiciones de anticiparse y prever las crisis[4]. El ropaje técnico con el que acompañan sus predicciones convierte sus vaticinios en poco menos que exotéricos, trasladando a la ciudadanía la idea de que sus opiniones descansan en fundamentos científicos inapelables. Con razón, cuando la crisis surgió, en 2008, parte de la opinión pública se volvió hacia los economistas interpelándoles por su incapacidad para advertir de la tormenta que se venía encima. ¿Dónde estabais que no lo visteis?, parecían decir. Haber alimentado expectativas infundadas acerca de las capacidades predictivas de la Economía se tornaron en justificadas críticas al orgullo de la profesión.

Ciertamente, la economía ha desarrollado sofisticadas herramientas de análisis para tratar de definir las tendencias del comportamiento económico. Para ello utilizan tanto modelos estructurales, que definen las relaciones de causalidad entre variables, como modelos temporales, que tratan de detectar regularidades en el comportamiento previo de las series para, de este modo, proyectar esas tendencias hacia el futuro. En el caso de variables procedentes de la economía real, este tipo de procedimientos conducen a aproximaciones bastante aceptables, en gran medida porque la inercia histórica del comportamiento de este tipo de variables es muy poderosa. No sucede lo mismo, sin embargo, en el ámbito financiero, donde las variables están sometidas a comportamientos más volátiles e inesperados, que se alimentan de expectativas cambiantes, como se acaba de argumentar. En estos casos, la existencia de múltiples equilibrios, hace que puedan existir puntos de bifurcación en el comportamiento de las variables, lo que hace que las predicciones sean poco más que una "apuesta informada". La experiencia reciente de las crisis financieras confirma cuanto se dice: no habían sido previstas, porque no existe la posibilidad de preverlas (en su sentido estricto). Los economistas haríamos bien en trasladar una imagen más humilde de nuestras capacidades a la sociedad, para de este modo evitar falsas expectativas.

---

[4] La crítica a estos aspectos ha sido desarrollada de forma muy insistente por Shackle (1966), Minsky (1982) y Davidson (2002), entre otros.

3. NECESIDAD DE REGULACIÓN

En pocos ámbitos como en el financiero se han logrado similares niveles de interdependencia y globalización en la economía mundial. La generalizada liberalización de los movimientos de capital, el intenso proceso de innovación financiera a través de nuevos productos para la traslación y cobertura del riesgo, el desarrollo de la informática y de las telecomunicaciones, con su capacidad para consumar órdenes y transacciones en tiempo real y, en fin, la acción de poderosos inversores institucionales con operaciones altamente apalancadas (*highly-leveraged hedge funds*) son factores que han contribuido a diluir las fronteras nacionales, convirtiendo a los mercados financieros en un espacio crecientemente integrado a nivel internacional.

Este proceso de liberalización financiera y generalizada apertura de la cuenta de capital ha permitido a los países acceder más fácilmente a la financiación internacional, especialmente en los momentos de mayor liquidez. Ahora bien, ese proceso también ha comportado una elevación de los niveles de riesgo y vulnerabilidad externa de las economías y una intensificación de los períodos de inestabilidad de alcance internacional. El tono procíclico de los mercados financieros ha terminado por añadir dosis de volatilidad a la dinámica de crecimiento de los países, particularmente de aquellos tendentes al endeudamiento, y ha elevado el nivel de riesgo asociado a la estructura de financiación de los actores económicos (tanto públicos como privados). A su vez, la interdependencia de los mercados financieros, unido a la limitada capacidad de discriminación que tienen los inversores en momentos de pánico, han hecho que la potencialidad de contagio de cualquier perturbación se haya amplificado a escala impensable en el pasado.

Pese a que es conocido este comportamiento inestable de los mercados financieros, todas las crisis financieras han venido precedidas de un estado de opinión de los agentes económicos (y de las autoridades) relativamente despreocupado acerca de posibilidad de que los capitales inviertan repentinamente la dirección de sus flujos. Existe una reiterada sobrevaloración de la capacidad auto-regulatoria de los mercados, lo que supone atribuirles la posibilidad de estimar correctamente los riesgos. La realidad evidencia, sin embargo, que ni una ni otra cosa existe en puridad: los mercados son altamente pro-cíclicos y su capacidad para estimar los riesgos es limitada. El hecho de que se repita de forma tan recurrente esa percepción equivocada acerca de los mercados solo puede deberse a un sesgo

ideológico (en el sentido de percepción falsa de la realidad) que está altamente extendido entre los economistas.

Tomemos como ejemplo el caso español. Hasta bien avanzado el año 2007, tanto los agentes económicos como los responsables públicos suponían que la facilidad con que los agentes españoles se financiaban en los mercados internacionales era un exponente de la positiva valoración que los mercados realizaban acerca del futuro de la economía española. Las advertencias que algunos, más bien pocos, hicieron acerca de la anómala dimensión del déficit de cuenta corriente o de las acrecentadas necesidades de financiación internacional del sistema financiero eran simplemente desatendidas. El hecho de que España se hubiese adherido al euro no facilitó las cosas, porque hizo percibir a algunos analistas que la restricción externa al crecimiento se había diluido, al igual que lo hacía la capacidad de los mercados para asignar riesgos individualizados a cada uno de los países dentro de la zona monetaria. Incluso, hubo autoridades que opinaron, con infundado orgullo, que España era de los países de la UE, el que mejor había aprovechado las posibilidades de acceso a la financiación que proporcionaba la inclusión en la Unión Monetaria. Tras esas declaraciones subyacía un doble error: suponer que el mercado es capaz de evaluar correctamente los riesgos y que, por tanto, la asignación de financiación es expresiva de un juicio fundado acerca del futuro económico del deudor, e interpretar que la pertenencia a una Unión Monetaria elimina los condicionantes que impone la restricción externa al crecimiento. Ni una, ni otra cosa es cierta, como ha terminado por demostrar la crisis. La Unión Monetaria lo único que hizo fue relajar esa restricción externa (no eliminarla), permitiendo la acumulación de un desequilibrio mayor del que se permitiría en el caso de disponer de moneda propia.

En suma, la mayor libertad de los movimientos de capital permite incrementar la eficiencia en la asignación del ahorro a escala internacional, pero también acentúa los riesgos de sufrir episodios de inestabilidad y crisis. En estas condiciones, es razonable que los países adopten políticas que traten de minimizar estos riesgos. A este respecto, tres líneas de acción parecen especialmente relevantes:

- En primer lugar, la necesidad de garantizar la consistencia de la política económica. Las inconsistencias en un entorno de mercados abiertos se hacen más costosas, por cuanto es mayor la reacción que provocan en los agentes internacionales. La estabilidad a lo largo del ciclo se impone como un requisito obligado para alejar los riesgos de inestabilidad. No obstante, frente a la idea de que la política macroeconómica está dominada por

decisiones técnicas unívocas, conviene insistir en que el objeto de la estabilidad se puede alcanzar a través de diversas combinaciones de medidas, con efectos distintos tanto en términos de crecimiento como de equidad social.

- En segundo lugar, la conveniencia de limitar los niveles de dependencia de la financiación internacional, estimulando la mayor movilización de los recursos domésticos. La preservación de los equilibrios macroeconómicos básicos, el mantenimiento de un clima favorable a la inversión, el fortalecimiento de las instituciones financieras y la profundización de los mercados domésticos de capital son parte de ese proceso.
- Por último, es requerido dilatar los espacios para el ejercicio de una política contra-cíclica, de modo que se pueda compensar el comportamiento procíclico de los mercados. Ello comporta otorgar preferencia a los regímenes cambiarios de flotación intervenida, considerar la aplicación de reglas fiscales de contingencia que mejoren la disciplina macroeconómica, asentar sistemas fiscales sólidos y dotados de flexibilidad y la puesta en práctica de una política monetaria contra-cíclica y acomodante. La experiencia internacional revela que para ampliar esos espacios de política contra-cíclica puede ser conveniente mantener una cierta regulación en la cuenta de capital.

Ahora bien, dado el grado de integración de los mercados internacionales, las respuestas nacionales deben ser complementadas con acciones orientadas a fortalecer el marco institucional y normativo encargado de las tareas de prevención y, en su caso, tratamiento de las crisis financieras y de sus efectos de contagio a escala global. En un mundo crecientemente interdependiente la estabilidad financiera se convierte en un bien público internacional, cuya provisión beneficia a todos sin exclusión. Lo que comporta generar los marcos regulatorios necesarios para dar respuesta a los fallos de mercado y a las externalidades propias del sistema financiero internacional. Algo se ha avanzado a partir de las reuniones del G-20 promovidas tras el despertar de la crisis, si bien es cierto que el empuje reformador se ha ido perdiendo con el tiempo.

Si lo que se quiere es preservar la estabilidad financiera, parece necesario, cuando menos, avanzar en las siguientes cinco líneas de trabajo:

- En primer lugar, debe avanzarse en una más efectiva y comprensiva regulación y supervisión de los mercados internacionales, garantizando su carácter contra-cíclico. La crisis ha puesto de manifiesto importantes

fallos de regulación y supervisión, como los que se derivan de preservar en la sombra significativos espacios del mercado o generar regulaciones de manifiesto contenido pro-cíclico. El gran desafío para las autoridades es encontrar el equilibrio entre la liberalización requerida para alentar la flexibilidad y la innovación y la regulación y supervisión para preservar la estabilidad y atenuar los riesgos. En este contexto la independencia de las entidades supervisoras parece un avance respecto al pasado, si bien la experiencia de la crisis revela que, aunque las autoridades supervisoras estén alejadas del ciclo político, no lo están de la contaminación ideológica. El confiado comportamiento de Greenspan frente a las operaciones de la banca en la sombra o de Caruana y Fernández Ordóñez frente a la burbuja inmobiliaria son exponentes del peso que tiene esta contaminación en el comportamiento de los supervisores.

- En segundo lugar, es necesario mejorar la disponibilidad de información sobre los mercados. Las agencias de *rating* constituyen un mercado notablemente monopolizado, relativamente opaco en sus procedimientos, en el que se han producido frecuentes conflictos de intereses y con un marco de estímulos poco adecuados (dada su limitada rendición de cuentas). No existen alternativas claras frente a la situación hoy existente, pero en todo caso se puede avanzar en una regulación más estricta de este sector, corrigiendo alguno de los aspectos mencionados.
- En tercer lugar, es necesario disponer, tanto a nivel internacional como europeo, de un prestamista de última instancia. En estos casos, el problema no es solo disponer de una institución que esté en condiciones de proveer liquidez internacional, sino que además lo haga con la agilidad y en la cantidad requerida para frenar las tendencias del mercado. Es este un ámbito en el que existen importantes externalidades, por lo que solo si la reacción se produce en la dimensión adecuada, se obtienen los resultados apetecibles. A este respecto, la reciente ampliación del capital del FMI es una medida que, si bien insuficiente, va en la línea adecuada.
- En cuarto lugar, es necesario avanzar en un procedimiento equilibrado y eficiente de resolución de los problemas de deuda soberana. El procedimiento hasta ahora existente es manifiestamente imperfecto y claramente asimétrico, por cuanto sitúa al deudor en una posición de franca debilidad en el proceso de negociación.

- Por último, es necesario crear un entorno que estimule la consistencia a nivel internacional entre las políticas macroeconómicas de los países, particularmente de los de más peso. Ello pasa, cuando menos, por establecer mecanismos para avanzar en la coordinación macroeconómica (la propuesta del G-20 es un punto de partida interesante) y avanzar en una reforma del sistema de reservas internacionales que limite el actual carácter asimétrico y recesivo del recurso al dólar como moneda de reserva internacional (Erten y Ocampo, 2013).

En suma, no es posible evitar las crisis financieras, pero cabe reducir la probabilidad de que sucedan y atenuar sus costes si se llegan a producir: para ello es requerido avanzar en campos diversos, incluida la regulación y supervisión adecuada de los mercados. Ese ejercicio debe venir inspirado no por una fe ciega en la potencia reguladora de los mercados, sino más bien por una sana sospecha acerca de sus limitaciones.

4. TRATAMIENTO DE LAS CRISIS DE DEUDA

4.1. Pertinencia de la comparación

Existe una amplísima literatura acerca de las crisis de deuda a lo largo de la historia y de las terapias que se ofrecieron para su solución[5]. Aquí fijaremos nuestra atención sobre qué enseñanzas cabe derivar de la experiencia vivida por América Latina en las décadas de los ochenta y noventa. Como se apuntó al comienzo, esa crisis puede constituir un referente útil para pensar la crisis actual por la que atraviesa buena parte de la periferia europea.

Nada en la historia se repite, por lo que entre ambos episodios existen obligadas diferencias. Entre ellas, hay tres que son muy marcadas:

- En primer lugar, el endeudamiento en el caso europeo se produce en la misma moneda con la que operan los agentes del país afectado, mientras que en América Latina el endeudamiento se produjo en una divisa internacional (el dólar) que no era la moneda propia. Se trata de una diferencia importante, por cuanto permite que los agentes europeos eludan los problemas de descalce en los activos que se generan como consecuencia de la discrepancia entre

[5] Dos referencias obligadas al respecto son Reinhardt y Rogoff (2009) y, referido a América Latina, Marichal (1988).

las monedas en las que se nominan las deudas, por una parte, y los ingresos y activos, por otra. En América Latina ese problema fue fuente de importantes quebraderos de cabeza para las autoridades económicas.

- Este mismo hecho es origen de una segunda diferencia igualmente relevante: para buena parte de los países de la periferia europea afectados por la crisis no existe la posibilidad del manejo cambiario como parte de la terapia de ajuste. Quiere esto decir que en ese caso todo el ajuste debe descansar sobre una devaluación interna, a través de la contención del empleo y los salarios, lo que alarga el proceso y eleva los costes sociales que genera. Por contra, los países latinoamericanos, especialmente aquellos menos dolarizados, podían recurrir a la devaluación para ganar competitividad y atenuar el tono recesivo del ajuste.
- Por último, los países de la periferia europea, aunque con debilidades inocultables, parten de niveles de solidez institucional muy superiores a los propios de los países latinoamericanos cuando enfrentaron la crisis. Esto les dota de mayores recursos para la gestión de las tensiones que inevitablemente aparecen asociadas a la crisis. Por lo demás, la sensación de pertenencia al marco internacional (la UEM) desde el que se diseña la terapia frente a la crisis es muy superior a la que podrían tener los países latinoamericanos respecto al FMI.

Las diferencias son muy visibles, pero existen también coincidencias que se reflejan de manera muy nítida en la secuencia temporal con la que se manifestó la crisis; y que, con ligeras matizaciones, podría ser generalizada a otros episodios internacionales.

En ambos casos, el punto de partida es el exceso de endeudamiento externo acumulado durante un período previo, de relajación de los mercados de capital, auspiciada por los excesos de liquidez a escala internacional. En el caso latinoamericano, la liquidez derivaba del reciclaje de buena parte de los excedentes en dólares generados como consecuencia del encarecimiento de los precios del petróleo. En el caso de la crisis actual, el exceso de liquidez deriva de los desequilibrios globales que caracterizan a la economía internacional y de la tendencia de las economías excedentarias a preservar su competitividad y contener el crecimiento del consumo.

El exceso de liquidez hace que los mercados infravaloren los riesgos que se derivan de los procesos de endeudamiento. En ambos casos el proceso se torna

acumulativo: la financiación internacional alimenta la euforia económica que, a su vez, facilita el acceso posterior a los mercados de capital. Nadie quiere advertir la insostenibilidad de ese proceso y el hecho de que, pasado un determinado umbral y de forma muchas veces inadvertida, el proceso se invierte, generándose una brusca retirada de la financiación internacional. Esa retirada eleva la prima de riesgo y hace más difícil que el país acceda a financiación en condiciones razonables, lo que deteriora la situación económica y promueve nuevas salidas de capital. Todo ello termina por sumir a la economía en una recesión y hace aflorar el sobre-endeudamiento acumulado en el período previo. Tal es lo que pasó en América Latina, a partir de 1982, y es lo que sucedió también en la periferia europea, a partir de 2009.

En tercer lugar y como consecuencia tanto de la recesión como de los intentos de paliar sus efectos y atender a los compromisos internacionales, se suele producir una progresiva transformación de la deuda privada en deuda pública. De este modo, lo que inicialmente pudo ser un comportamiento imprudente de empresas y familias, termina por convertirse en una crisis que afecta directamente al Estado. En ocasiones, conviene señalarlo, el propio Estado está en la base del proceso de endeudamiento, pero como revela la experiencia española, incluso aunque no lo sea, termina por convertirse en el principal protagonista del endeudamiento acumulado.

Por último, como consecuencia, el Estado se ve obligado a recomponer sus cuentas públicas para atender a los compromisos que se derivan de los pasivos acumulados frente al exterior. Todo ello hace que se acentúen los desequilibrios económicos del país afectado. Sumido en una crisis y con el lastre de un elevado coste financiero, las economías afectadas se ven obligadas a hacer ajustes severos en sus presupuestos, afectando no solo a los servicios públicos, sino también a su capacidad inversora. En ese contexto es difícil que las economías crezcan, pero sin crecimiento es difícil que logren reducir el peso de su deuda. Entran entonces los países en una especie de "trampa de deuda": no crecen porque su excesivo endeudamiento limita su capacidad inversora; y no corrigen su excesivo endeudamiento porque no logran crecer. La circularidad viciosa puede prolongarse en el tiempo, haciendo el ajuste más largo y costoso.

Como se ve, aunque en contexto y momentos diferentes, la senda de la crisis en América latina y en la periferia europea ha seguido procesos relativamente paralelos. El juego de semejanzas no es, por tanto, improcedente. Ahora bien ¿cómo se enfrentó la crisis en América Latina?

4.2. Respuesta a la crisis: el Consenso de Washington

La crisis latinoamericana motivó que los países tuvieran que acudir a los organismos internacionales en busca de financiación. Estos, a su vez, condicionaron los recursos, a la aceptación por parte del país implicado de un programa de ajuste estructural, en el que se contenían medidas de corto plazo para estabilizar la economía y otras de más largo aliento, orientadas a promover reformas orientadas a liberalizar los mercados, achicar el Estado y abrir las economías a los mercados internacionales. La síntesis de ese cuerpo de recomendaciones fue denominada por Williamson (1994) como el "Consenso de Washington", para aludir a la sintonía que sobre ellas tenían la Administración norteamericana, los organismos de Bretton Woods y algunos relevantes expertos. El decálogo que compone ese recetario podría resumirse en tres grandes lineamientos económicos: estabilización, liberalización y privatización (cuadro 1).

Cuadro 1: Consenso de Washington y criterios de Maastricht.

Consenso de Washington	Criterios de convergencia de Maastricht
• Disciplina presupuestaria. • Reordenamiento del gasto público, para eliminar subsidios. • Reforma impositiva para ampliar bases y con tipos marginales moderados. • Liberalización financiera y tipos de interés real positivos. • Tipo de cambio competitivo • Liberalización del comercio internacional. • Eliminación de obstáculos a la inversión extranjera. • Privatización de empresas públicas. • Desregulación de los mercados. • Protección de derechos de propiedad privada.	• Inflación: 1,5 puntos por encima de los tres Estados con menos inflación. • Déficit: no superior al 3% del PIB. • Deuda: no mayor al 60% del PIB (o en proceso de convergencia). • Tipo de cambio mantenido en el seno del SME sin correcciones en los últimos dos años. • Tipo de interés de largo plazo no superior a dos puntos por encima de los países con menor inflación.

A través de la condicionalidad, se pretendía estimular a los gobiernos a asumir el programa de reformas, amplificando el marco de incentivos asociado a los cambios; al tiempo, que se establecía un marco de disciplina externa para importar dosis de reputación a gobiernos relativamente frágiles en el manejo de la política económica. Algunas de las medidas contenidas sugeridas en el Consenso de Washington resultaban acordes con los desequilibrios acumulados previamente por los países de la región.

Pese a ello, el balance que cabe hacer del Consenso de Washington está lejos de ser positivo (Killick, 1995 y Stewart, 2013). La forma imperiosa con la que se impusieron las reformas hizo que para muchas sociedades se percibiesen las medidas como imposiciones externas, impidiendo que la sociedad se identificase con el proceso en marcha. Por lo demás, esa misma imposición externa de las terapias ayudó a debilitar la ya, por lo demás, frágil legitimación de las instituciones públicas, que se presentaban ante la sociedad como incapaces de gestionar los asuntos colectivos.

Más allá de estos factores, hubo dos aspectos que se demostraron especialmente criticables. El primero es la manifiesta parcialidad del programa de reformas sugerido (Stiglitz, 2003 y Ocampo, 2005). La historia posterior reveló que uno de los elementos básicos para hacer posible la reforma, que tenía que ver con la calidad de las instituciones, la buena gobernanza de los procesos de cambio, estaba ausente del decálogo ofrecido. Se desconsideraba el hecho clave de que todo programa de reformas, por sólido que sea desde el punto de vista técnico, se convierte en inviable si no es entendido y respaldado por la sociedad que debe protagonizarlo. Para que ese proceso se produzca, es básico disponer de instituciones sólidas y legitimadas, capaces de gobernar el proceso de cambios, concitando el requerido apoyo social a las medidas adoptadas. Nada de eso se tuvo en cuenta y, en muchos casos, la consecuencia fue (como en Rusia) no solo el parcial fracaso del programa de ajuste estructural, sino también el debilitamiento de las instituciones.

El segundo problema es que el Consenso de Washington prometía un crecimiento sano y sostenible como resultado del proceso de ajuste y reformas que se sugerían. El balance que cabe hacer de esa promesa es manifiestamente crítico. No son las economías que más fielmente siguieron las recomendaciones de los organismos de Bretton Woods las que mayores logros obtuvieron en materia de crecimiento y conquistas sociales (Stewart, 2013, y Cornia y Ulvenic, 2013);

antes bien, los casos más manifiestos de éxito (entre ellos China) se caracterizan por haber hecho reformas muy alejadas de aquellas que consideraba como necesarias el Consenso de Washington.

4.3. Reducción de la deuda

Pese al balance crítico del Consenso de Washington, es lo cierto que las economías de la región han superado el problema de la deuda acumulada que les atenazó durante la década de los ochenta y buena parte de los noventa ¿Qué factores influyeron en ese proceso?

Pues bien, a escala internacional el tratamiento de la deuda externa pasó por tres etapas claramente diferenciadas. La primera, que dura hasta bien entrado el año 1985, es de tono claramente elusivo: la comunidad internacional renuncia a ofrecer un tratamiento específico a la crisis de la deuda. Considera que se trata de un problema de liquidez de los países deudores, que puede ser fácilmente superado a través de un reajuste en las condiciones y plazos de amortización del pasivo, sin afectar ni al monto del endeudamiento adquirido, ni a la regularidad en el pago de los intereses comprometidos.

Dado el agravamiento del problema, la Administración norteamericana, a través del llamado plan Baker, formula una propuesta a mitad de los años ochenta, abriendo una segunda etapa en el tratamiento de la deuda. En esencia, la propuesta de Baker reafirma las posiciones precedentes, pero introduciendo la necesidad de acompañar los programas de reestructuración de la deuda con apoyo financiero a las economías deudoras, siempre que estas aceptasen la puesta en marcha de un programa de ajuste y reforma diseñado por el FMI. En definitiva, se trataba de promover la reactivación de las economías deudoras, previo su saneamiento y reforma, como condición para que pudiesen afrontar, con mayores garantías, sus compromisos internacionales.

Por último, la inoperancia del plan Baker motiva, a finales de los ochenta, una nueva propuesta de la Administración norteamericana, el plan Brady, que abre una tercera etapa en el tratamiento de la deuda. Es en esta ocasión cuando, de forma más clara, se reconoce que las dificultades en el mantenimiento de los compromisos internacionales por parte de los países endeudados podían no ser debidas en exclusiva a una temporal crisis de liquidez, sino también a un auténtico problema de solvencia, de desproporción entre los compromisos adquiridos, por una parte, y la capacidad de generación de renta de las economías

deudoras, por otra. En consecuencia, el plan prevé una reducción de los pasivos –de su nominal o de su coste–, en una acción coordinada entre el deudor y los acreedores, previa la asunción por parte del país afectado de un programa de ajuste y reforma diseñado por el FMI. Además, ofrecía la cobertura del Tesoro norteamericano para la deuda privada titulada en bonos de un buen número de países latinoamericanos.

De la secuencia seguida por esta sucesión de propuestas se extraen algunas conclusiones de interés. En primer lugar, puede sorprender el retraso con que la comunidad internacional asume un diagnóstico plausible de la crisis, aceptando la necesidad de proceder a una reducción del valor efectivo de los pasivos acumulados. Se trata, sin embargo, de una estrategia en modo alguno inocente, ya que a través de semejante proceso se mantiene activo el rendimiento de los préstamos, otorgando mayores plazos al acreedor para recomponer su cartera y hacer las consiguientes provisiones frente al riesgo de impago. Pero, si semejante proceso fue favorable para el acreedor, resultó enormemente gravoso para el deudor, que ante la ausencia de un tratamiento de alivio, hubo de recurrir a nuevos créditos con los que financiar los compromisos previamente adquiridos. De este modo, se vio sometido a una espiral de endeudamiento acumulativo, sin que el esfuerzo en pagos internacionales se tradujese en una aminoración efectiva de sus pasivos. Así, entre 1982 y 1990, Latinoamérica transfirió a los acreedores la cantidad neta de 223.600 millones de dólares –es decir, una corriente anual de en torno a 25 mil millones–, al tiempo que su endeudamiento se incrementó en el mismo período en 134 mil millones de dólares adicionales.

Pese a este proceso, algunos países vieron menguar de forma perceptible el coste económico de su endeudamiento a lo largo de los años noventa. Conviene advertir, sin embargo, que semejante proceso ha estado motivado no solo por las nuevas posibilidades que brindaba el plan Brady, sino también (y de forma muy importante) por la mejora en las condiciones del entorno, que permitieron a las economías de la región poner en marcha un proceso de crecimiento Son la caída de los tipos de interés y el ajuste en el valor del dólar, por una parte, y la revitalización de la dinámica económica interna de algunas economías en desarrollo, por la otra, los factores que han protagonizado este saludable redimensionamiento de la deuda.

La experiencia de América Latina confirma algo que es bastante generalizado en la experiencia internacional: la salida de crisis severas de deuda exige algo más

que la disciplina presupuestaria, requiere la combinación de oportunidades de crecimiento al deudor, acompañadas de un alivio deliberado (a través de quitas parciales) de la carga que supone el endeudamiento previo adquirido. Europa podría mirarse en el espejo de este proceso.

5. SALIDA EQUILIBRADA

5.1. El Tratado de Maastricht

Pasemos a la última de las tesis que se quieren defender en el presente capítulo: la necesidad de que el ajuste a que obliga el sobre-endeudamiento implique a deudores y acreedores, en una estrategia de cierto reparto de costes y responsabilidades. Ambos, al fin, tienen responsabilidades en la gestación del proceso de sobre-endeudamiento que da origen a la crisis de la deuda. Señalar semejante aspecto debiera ser innecesario –toda deuda es un contrato entre partes–, pero, con demasiada frecuencia, el endeudamiento se juzga como exclusivo resultado de la incompetencia de los deudores –de su imprevisión y falta de control–, sin alusión alguna a la simultánea responsabilidad de los acreedores.

En el caso europeo, el problema radica en que no existía nada previsto acerca de cómo afrontar una crisis de deuda soberana entre los Estados miembros, ni cómo gestionar un *shock* asimétrico en el entorno de Unión Monetaria. Esto no son sino exponentes de las deficiencias institucionales con las que se constituye la Unión Monetaria Europea. Unas deficiencias que tienen su manifestación más irónica en el contraste existente entre la expresa regulación de las condiciones requeridas para ordenar el proceso de integración de un país en la Unión Monetaria y el clamoroso vacío que existe acerca de cuáles son las reglas para la renuncia a seguir siendo miembro de esa Unión.

De hecho, cuando la UEM se crea, se sabe que la región carece de las condiciones que se reclaman para una zona monetaria óptima. Aunque la movilidad de los capitales entre los países era elevada, no cabía decir lo mismo respecto al movimiento de las personas; y la capacidad fiscal para hacer frente a *shocks* asimétricos era y sigue siendo mínima. Pese a esta evidencia, algunos responsables políticos europeos pensaron que la creación de la UEM era una buena forma de empujar el proceso de integración y alentar la progresiva superación de carencias. La realidad, sin embargo, puso en evidencia que solo una vez que las dificultades se hicieron manifiestas, los países estuvieron en condiciones, y de forma muy parsimoniosa y tímida, de otorgar a la UEM aquellos mecanismos

requeridos para hacer frente a la crisis, en algunos casos a través de reformas institucionales, en otros a través de medidas efectivas sin el soporte de una reforma institucional. En el primer caso habría que colocar al Mecanismo Europeo de Estabilidad; en el segundo a la actividad asumida, de modo parcial, por el Banco Central Europeo como prestamista de última instancia, sin una reforma de su mandato originario. En todo caso, quedan tareas pendientes o solo parcialmente realizadas, como las que aluden a la creación de un mercado de bonos europeos o el avance hacia la Unión Bancaria plena (lo que debería suponer una garantía de depósitos única y una entidad liquidadora europea).

La carencia de los criterios requeridos para ser una zona monetaria óptima se pretendió paliar con la fijación de unos criterios de convergencia nominal, que garantizasen un cierto grado de consistencia de las políticas económicas aplicadas por los países: son los criterios de Maastricht. Como en el caso del Consenso de Washington, también en este caso se pretendió que esos criterios definiesen el canon de lo que se consideraban unas políticas correctas. Al tiempo, introducía un elemento de disciplina externa, que parecía igualmente útil para un grupo heterogéneo de países, en los que los niveles de reputación en el manejo solvente de la política económica eran muy diferenciados.

Al igual que sucede con el Consenso de Washington, también en este caso el recetario era claramente parcial y limitadamente efectivo. Algunos países, el caso de Alemania es el más notorio, incumplieron los criterios sin que ello comportase excesivo coste para el conjunto de la Unión; y, a la inversa, previo a la crisis, España nunca dejó de cumplir los criterios y, sin embargo, en su seno se gestó un desequilibrio mayúsculo, que no solo quebró la sostenibilidad del crecimiento español, sino que también amenazó el propio futuro de la Unión Monetaria.

Entre las insuficiencias de los criterios definidos en Maastricht, dos aparecen como especialmente relevantes, a la luz de la experiencia adquirida. El primero hace alusión al seguimiento del desequilibrio externo, que es causa del recurso recurrente a la financiación internacional por parte de los países. Los criterios aludían al equilibrio presupuestario y a la ratio de deuda pública acumulada, pero no al desequilibrio exterior ni al endeudamiento total de la economía. Como demuestra el caso español, se puede sostener un desequilibrio agudo en la cuenta corriente, sin que ello repercuta en el endeudamiento público, pero el endeudamiento privado resultante puede ser generador de perturbaciones notables en el seno de la Unión Monetaria.

La segunda ausencia tiene que ver con los procesos de artificial sobrevaloración de los activos: algo que ha estado también en el origen de la crisis española. Los criterios de Maastricht aluden a la tasa de inflación y al tipo de cambio, pero no se refieren a la evolución de los precios de los activos, que sin embargo pueden estar en la base de burbujas especulativas enormemente dañinas. La Unión Europea ha aprendido de esta experiencia, pero el coste para los países afectados por la crisis ha sido muy destacado.

5.2. La salida de la crisis de la deuda

No cabe duda que, aunque de manera tímida y muy lenta, la UEM parece avanzar en el proceso de superar alguno de los problemas e insuficiencias con las que partía. El coste del aprendizaje ha sido alto, pero hoy la UEM está mejor equipada que hace cinco años. No se puede decir lo mismo, sin embargo, respecto al tono de las terapias de política económica con las que se pretende hacer frente a la crisis.

Desde el comienzo del proceso, la respuesta –liderada por Alemania– ha estado orientada a reclamar el ajuste y las reformas liberalizadoras, a condicionar a esos procesos la aportación de apoyo financiero y a acompañar ese apoyo de una vigilancia (en ocasiones humillante) a las economías afectadas. Pareciera que no ha habido aprendizaje alguno respecto de terapias previas, como las aplicadas en América Latina. De nuevo, se desconsidera el efecto que las medidas adoptadas tienen sobre las condiciones de gobernabilidad de los países, seriamente dañadas por el tono impositivo de las exigencias externas y por el coste social abusivo de las reformas. Al tiempo, se olvida que sin crecimiento por parte del deudor y sin un redimensionamiento de la deuda, en los casos de mayor acumulación de pasivos, es difícil que los países encuentren una senda de salida a la situación de crisis.

En un entorno de Unión Monetaria, es claro que los países deudores tienen muy limitado margen de política económica. No está en sus manos ni redimensionar la deuda, ni adoptar políticas expansivas: han de ser, pues, los acreedores quienes asuman una cuota más elevada de responsabilidad en la búsqueda de soluciones. En el caso de la UEM, eso pasa porque Alemania y otros países acreedores estén dispuestos a impulsar una política más activa de promoción del crecimiento. Algo se ha hecho en el último año y medio, a través de la tendencia a la baja de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo y mediante la creación de fondos –en todo caso limitados– orientados a impulsar el empleo,

particularmente juvenil, en el seno de la Unión Europea. Pero, se trata de medidas claramente insuficientes. Sin una apuesta más decidida por el impulso del crecimiento en la Unión Europea, a las economías deudoras no les cabe sino prepararse para algo más que una década perdida.

6. Consideraciones finales

A lo largo de las páginas precedentes se ha tratado de extraer algunas enseñanzas sobre la presente crisis, a partir del análisis de la experiencia sufrida por América Latina un cuarto de siglo antes. No es cuestión de repetir aquí los argumentos ofrecidos en el capítulo, pero tal vez merezca la pena reiterar sus principales ideas fuerza. Se trata de los siguientes cuatro juicios.

En primer lugar, reafirmar que los economistas no están en condiciones de generar predicciones acerca del comportamiento de los mercados financieros, especialmente en el entorno de situaciones críticas. Pueden estimar adecuadamente las regularidades, pero es imposible que prevean los contenidos de novedad que comporta la ruptura de esas tendencias (es decir, una crisis). Asumir esa limitación haría que el servicio de los economistas a la sociedad fuese más honesto y creíble.

En segundo lugar, por su propia naturaleza, los mercados financieros requieren de una adecuada regulación y supervisión, que impida la existencia de espacios opacos y trate de corregir los componentes pro-cíclicos del comportamiento de los agentes. Mantener una sana desconfianza acerca de la eficiencia y capacidad auto-regulatoria de los mercados financieros constituye un buen requisito para acometer esas tareas de regulación y supervisión.

En tercer lugar, superar una situación de sobre-endeudamiento requiere, cuando menos, ofrecer oportunidades de crecimiento estable al deudor y la posibilidad de aminorar la carga de la deuda acumulada, a través de algún proceso selectivo y cooperativo de quita.

Por último, para que esta vía sea posible, es necesario que haya un reparto equitativo de los costes del ajuste entre los deudores y los acreedores. Este tema pone sobre la mesa la necesidad de revisar el tratamiento internacional a los problemas de deuda soberana, buscando fórmulas más eficientes y equitativas que las actuales, algo que emergió en los primeros años noventa y a lo que no se le ha dado solución desde entonces.

Bibliografía

Cornia, G.A. y M. Uvalic, (2013), "Learning from the past: Which the past/current development strategies are best suited to deal with the "quadruple crisis"?" en J. A. Alonso, G. A. Cornia y R. Vos (eds), *Alternative Development Strategies for the Post-2015 Era*, New York, Bloombury Academy.

Davidson, P. , (2002), *Financial markets, money and the real world*, Cheltenham, Elgar.

Erten, B. y J.A. Ocampo, (2013), "Building stable and equitable global monetary system" en J. A. Alonso, G. A. Cornia y R. Vos (eds), *Alternative Development Strategies for the Post-2015 Era*, New York, Bloombury Academy.

Killick, T. , (1995), *The quest for economic stabilization: the IMF and the Third World* , London, Routledge.

Knight, F.H., (1921), *Risk, uncertainty and profit*, Boston, Houghton Mifflin.

Marichal, C., (1988), *Historia de la deuda externa de América Latina*, Madrid, Alianza Editorial.

Minsky, H. , (1982), *Can It happen again? Essays on instability and finance*, Armonk, M.E: Sharpe.

Ocampo, J.A. , (2005), "Más allá del Consenso de Washington: una agenda de desarrollo para América Latina", México, CEPAL.

Reinhardt, C.M. y K. S. Rogoff, (2009), *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton, Princeton University Press.

Reisen, H. , (2003), "Ratings since the Asian Crisis", en R. Efrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds): *From capital surges to drought: seeking stability for emerging markets*, London. Palgrave Masmillan.

Shackle, G.L.S., (1966), *The nature of economic thought. Selected papers 1955-1964*, Cambridge, Cambridge University Press.

Shiller, R. , (2003), *The new financial order: risk in the 21st century*. Princeton, Princeton University Press.

Stewart, F., (2013), "Do we need new development models? The impact of neoliberal policies en J. A. Alonso, G. A. Cornia y R. Vos (eds), *Alternative Development Strategies for the Post-2015 Era*, New York, Bloombury Academy.

Stiglitz, J. , (2003), El rumbo de las reformas, *Revista de la CEPAL*, nº 80, agosto.

Stiglitz, J. A. y A. Weiss, (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, 71, 3.

Williamson, J. , (1994), *The political economy of political reform*, Washington, Institute for International Economics.

Wyplosz, Ch. , (1999), "International financial stability", en I. Kaul et al., *Global Public Goods: International Cooperation in the 21 Century*, New York, United Nations Development Programme, Oxford University Press.

LECCIONES DE LAS CRISIS LATINOAMERICANAS PARA LA CRISIS DEL ÁREA EURO Y ALGUNAS DE LA CRISIS DEL EURO PARA LAS CRISIS LATINOAMERICANAS

Guillermo de la Dehesa
Presidente, Centre for Economic Policy Research, Londres

En principio, el origen de las crisis Latinoamericanas es bastante parecido a la de la actual crisis del AE, es decir, ambas han sido desencadenadas por sufrir simultánea y crecientemente unos desequilibrios externos por cuenta corriente y unos desequilibrios internos fiscales.

Ahora bien, la que más se asemeja, y no del todo, a la del Área Euro (AE) es la crisis Argentina de 2001 cuando tenía un tipo de cambio fijo del peso con el dólar y a través de su Ley de Convertibilidad, que prohibía que pudiese haber la tentación de hacer una devaluación del peso frente al dólar, para poder hacer frente a sus desequilibrios fiscales y externos crecientes. Especialmente, cuando, además, su deuda pública estaba mayoritariamente denominada en dólares y estaba creciendo mientras los precios de sus exportaciones agrícolas, especialmente el de la soja, colapsaban al tiempo que el dólar se apreciaba y los tipos de interés aumentaban cuando Estados Unidos endureció su política monetaria.

Aun así, tampoco la situación de Argentina era la misma que la actual de España y otros Estados miembros llamados periféricos.

Por un lado, porque Argentina mantuvo su propia moneda, el peso, cuando adoptó la convertibilidad con el dólar, mientras que en España, al adoptar el euro su peseta desapareció. Esta es la diferencia principal entre un "currency board" o "régimen de convertibilidad", como tenía Argentina y la adopción de una nueva moneda perdiendo la anterior, como es el caso de España en el AE.

Mientras que ahora en el AE aparece, de vez en cuando, el riesgo de "re-denominación" de la moneda euro, si aparece un temor a que un Estado miembro decida salirse del euro, como ocurrió en el caso de Grecia, en Argentina solo

existía el riesgo de una devaluación, pero que no era tan fácil ya que solo podía hacerse contraviniendo una ley, lo que terminó ocurriendo.

Por otro lado, porque, Argentina, a pesar de todo, rompió la convertibilidad a tipo fijo con el dólar, al tiempo que hacía un "corralito" y convertía, a la fuerza, en pesos todos los depósitos y préstamos en dólares de los bancos, lo que provocó una "corrida bancaria" de enormes proporciones, que llevó a los bancos a una quiebra y al país al caos. Esto no podía ocurrir en el AE, porque no existe un gobierno del AE que pueda hacerlo y además, existe el BCE, que tiene el deber de evitarlo, según sus estatutos, (lo que no pudo hacer el Banco Central de Argentina) inyectando masivamente liquidez a los bancos que han estado sufriendo más seriamente la crisis.

Otra ventaja del AE frente a Latinoamérica es que el AE es solvente en su conjunto y que además el euro es la segunda moneda de reserva internacional tras el dólar.

1. ¿Cuáles son las experiencias Latinoamericanas que podían haber ayudado a resolver la crisis del AE? (Kiguel, 2012)

En primer lugar, las crisis en América Latina muestran que la única forma de hacer un fuerte ajuste macroeconómico es con una fuerte depreciación real de la moneda. La devaluación es la fórmula menos mala, tanto para evitar la alternativa, que es la austeridad a ultranza para lograr una devaluación interna, como para intentar reducir los precios y salarios de un país con grandes desequilibrios externos y fiscales, como muestran los casos de México en 1994, Brasil en 1999 y Uruguay en 2002.

La devaluación, aumenta, por un lado, la inflación, lo que reduce el valor real de la deuda emitida en moneda local cayendo en proporción del PIB. Y por otro lado, reduce los salarios reales, al no poder obtener los trabajadores aumentos de los salarios nominales para compensar el aumento de los precios internos, aumentando así la competitividad de los bienes y servicios exportables y reduciendo el déficit externo.

México, por ejemplo, hizo una maxi devaluación del 223% pasando el peso de 3,4 pesos por dólar a 7,6 pesos por dólar, entre diciembre de 1994 y diciembre de 1995 que originó un aumento temporal de la inflación del 52% en 1995. Pero a finales de 1995, el déficit por cuenta corriente del 6% cayó al 0,5%, sus reservas

internacionales aumentaron más de $15.000 millones y su superávit primario fiscal aumentó del 1,7% del PIB a 4% del PIB. Ahora bien, sufrió una caída temporal del PIB de hasta el 6,2% aunque en 1997 ya crecía el 7%.

Brasil, en 1999, hizo una devaluación del 172% y otras dos menores en 2001 y 2002 con poco impacto en la inflación, dado el tamaño del país y logró finalmente reducir precios y salarios relativos.

Ahora bien, esto no es posible para los Estados miembros del AE que muestran fuertes desequilibrios internos y externos ya que ninguno tiene su moneda propia. La alternativa es austeridad fiscal y la devaluación interna con caída de los salarios nominales, que es muy lenta y genera fatiga primero y fuerte rechazo después.

Existen otras alternativas posibles:

- La primera es ayudarles depreciando el euro para que aumenten los precios internos, pero de momento no parece que haya posibilidad de hacerlo, a pesar de que la inflación armonizada está más cerca del 1% que del 2% y los estados miembros en recesión tienen inflaciones armonizadas por debajo del 1%.
- La segunda es hacer que el BCE haga más QE como la FED hasta que las tasas de desempleo y la actividad mejoren en dichos estados.
- La tercera es permitir que la fuerte contracción fiscal de los estados miembros con déficit sea menos drástica dándoles más años y fijándose estrictamente en el déficit estructura y no en el nominal como se hace ahora, lo que es inconsistente por definición. La experiencia demuestra además que muchas veces modificar la estructura del gasto público es tan importante como reducirlo a la hora de restaurar un crecimiento equilibrado.

2. ¿Qué lecciones puede aportar América Latina para la crisis de la Eurozona basadas en sus propia experiencia? (Cavallo y Fernández Arias, 2012)

Primera, no temer al "riesgo moral": este no ha sido un problema en los casos de rescates financieros porque los países pagaron sus obligaciones bajo el estricto cumplimiento de lo acordado.

Segunda, hay que tratar siempre la base real del problema y no sus síntomas: los salvavidas financieros son necesarios pero no suficientes. Por ejemplo,

mantener solo una ayuda a largo plazo mediante el suministro de liquidez no es la forma de curarlo y puede ser contraproducente ya que la raíz del problema subsiste. Hay que enfocarse en lo fundamental: reformas estructurales para ayudar al crecimiento y en última instancia, reestructuraciones de deuda para evitar que el sobre-endeudamiento se dispare.

Tercera, hay que cortar la deuda excesiva ya que actúa como un impuesto sobre la inversión. La contracción fiscal no reduce en sobre-endeudamiento sino que deprime la actividad económica y reduce el crecimiento y puede producir una recesión duradera.

El plan Brady, es decir una reducción ordenada en un ambiente económico de crecimiento fue una solución adecuada para conseguir crecimiento y entradas de capital.

Cuarta, hay que encapsular las crisis bancarias ya que suelen convertirse en crisis de la deuda soberana y hay que evitarlo con la resolución de los bancos en mala situación, bien privatizando bancos públicos o liquidando algunos privados, antes que recapitalizarlos.

Quinta, evitar una re-denominación de la moneda o salirse del euro en el caso AE, ya que sus efectos pueden ser catastróficos para el país que recurre a hacerlo y los litigios pueden paralizarlo. Es siempre preferible la cooperación que la ruptura.

3. ¿Sería posible un plan Brady en el Área Euro? (Funk Kirkegaard, 2011)

Una vez que se haya restringido el problema del AE a los tres estados miembros que realmente representan la periferia, (Grecia, Portugal e Irlanda) que solo representan un 4,6% del total del AE, como Florida en Estados Unidos. Lo más importante es resolver simultáneamente la crisis de deuda soberana y la crisis bancaria, que están ambas muy interrelacionadas.

En 1982, México y otros países de América Latina dejaron de pagar sus deudas con los bancos de Estados Unidos. Los reguladores de banca de Estados Unidos adoptaron una estrategia de "tolerancia regulatoria" que permitió a los bancos americanos no tener que reconocer inmediatamente sus enormes pérdidas por dichos impagos.

Solo siete años más tarde, en 1989, el Plan Brady, que evitó el impago legal de los deudores, consistió en una serie de *swaps* de deuda y reestructuraciones voluntarias, incluyendo reducciones del principal, entre los países deudores y los bancos americanos. Es decir, el Plan Brady no comenzó hasta que los bancos tuvieron tiempo para poder acumular reservas suficientes para poder reducir el valor nominal de sus préstamos a sus deudores Latinoamericanos sin tener que mostrar pérdidas o fuertes reducciones de sus ingresos.

En el AE no se ha hecho de la misma forma ya que no se ha producido un reparto equitativo de la carga entre estados deudores y bancos acreedores, porque a diferencia del Plan Brady, los acreedores y los deudores están unidos por una unión monetaria permanente. Por esa razón hay que fijar primero las condiciones estructurales que conllevan los préstamos del EFSF y ESM y que deben de cumplirse por los estados que los han recibido.

Finalmente los estados que no pertenecen a la periferia deben de olvidarse de sus preocupaciones de "soberanía nacional", que dentro de una unión monetaria no tiene sentido.

4. ¿Qué lecciones puede aportar la experiencia Argentina a Grecia? (Ortiz y Blejer, 2012)

Los autores estiman que la experiencia de Argentina fue muy particular ya que se vio favorecida por los altos precios de los productos que exportaba, lo que resultó en superávits externos sostenibles y un manejo fiscal. Pero Grecia pertenece a un acuerdo multilateral (el AE) que puede ofrecerle ayuda intensiva y financiación oficial. Ahora bien, Argentina nunca dejó de usar el peso, pero Grecia tenía que descartar el dracma al adoptar el euro.

Además, a pesar de todo, la experiencia argentina fue traumática y por tanto aconseja disuadir a Grecia de salirse del euro y hacer un duro proceso de ajustes fiscales y de reducción de los salarios nominales así como de reformas que puede durar diez años y que va a necesitar grandes cantidades de financiación a largo plazo.

Finalmente, indican que dicho programa debe de diseñarse y aplicarse dentro del marco del AE y no por el FMI.

5. La década perdida en Latinoamérica muestra que la reestructuración de la deuda es una mejor alternativa que el sobre-endeudamiento y el colapso económico (Eichengreen, 2010)

Una reestructuración ordenada con venta de activos, reformas estructurales, liberalización de precios y salarios y expansión del sector privado, con la ayuda de los países acreedores y los organismos multilaterales, como fue el caso del plan Brady, es siempre una solución menos cara y más eficiente. Lo que ocurrió es que dicho plan llegó con bastante retraso, de haberlo hecho antes, no hubiera habido una "década perdida".

Naturalmente, en 1982, los préstamos de los bancos a los países en desarrollo siendo los de América Latina su gran mayoría, eran más de dos veces su base de capital, de acuerdo con el FMI.

Con el plan Brady la deuda bancaria (mayoritariamente a los bancos americanos) fue convertida en bonos Brady convertibles de dos tipos. Los bonos "a la par" que tenían el mismo valor facial que la deuda original, pero con vencimientos más largos y tipos de interés más bajos. Los bonos "con descuento" tenían menor valor facial que los anteriores pero también vencimientos más cortos y tipos de interés más altos.

Ambos estaban respaldados por el Tesoro Americano como colateral, lo que daba seguridad a sus inversores de que la deuda reestructurada seguía teniendo valor real. A cambio de ello, los deudores estaban sometidos a una serie de reformas económicas incluidas en el llamado "Consenso de Washington" (Rathbone, 2010).

En el mismo sentido (Rossi, 2011) muestra que igual que el papel del sector privado fue fundamental para la recuperación de las crisis Latinoamericanas, el AE no conseguirá retornar al crecimiento sin que el sector privado financiero se involucre en su solución.

Esto significa: primero, que los gobiernos del sur del AE necesitan obtener superávits primarios para estabilizar su deuda y evitar la salida de recursos privados. Segundo, que el BCE no debería comprar más bonos. Dichas compras deberían ser sustituidas por un plan Brady que incentive al sector bancario a renovar sus líneas de crédito a los estados miembros del Sur, mientras reduce el peso de la deuda.

Debería crearse un bono cupón cero a 30 años para colateralizar el principal de la nueva deuda de los estados miembros del sur, que sería la parte central de un *swap* o canje de deuda de antigua deuda de dichos estados por nueva deuda de dichos estados.

Los bancos deberían entrar en el canje siempre que el descuento de los antiguos bonos fuera más favorable que el de los nuevos y la nueva deuda podría estar respaldada por bonos del BCE, siendo responsables los gobiernos de los estados del sur del pago de los cupones manteniendo así su disciplina fiscal.

Los bancos requerirían más capital para absorber el impacto financiero del *swap* de deuda para lo que sería necesario relajar temporalmente los requisitos contables para facilitarlo y además se demandaría nuevo capital. Para ello bastaría con que vendieran sus negocios no bancarios.

6. ¿Cuál es el problema diferencial entre América Latina y el AE? (Kregel, 2012)

El problema diferencial es la idea de que los soberanos no dejan de pagar sus deudas, primero porque pueden pagar sus deudas emitiendo nueva deuda para pagarlas, y segundo pueden acudir a su banco central para que les ayude a pagarlas.

Sin embargo, esto no es posible en el AE, porque ni los gobiernos pueden emitir la moneda (euros) en que su deuda es denominada, es decir, que no es una moneda que controlan, ni tampoco pueden pedir prestado al BCE para pagarla o para hacer frente a su servicio de deuda.

Solo pueden generar superávits fiscales en euros para poder pagarlas. En términos de Hyman Minsky, los Estados miembros solo pueden generar superávits fiscales por encima de su servicio de deuda para poder pagarla ya que solo pueden crear euros poniendo impuestos a su sector privado.

7. ¿Qué lecciones para América Latina derivan de la crisis del AE? (Hurtado, 2012)

En el AE el ajuste ha sido mucho más duro dada la rigidez del tipo de cambio, que solo permite hacer "devaluaciones internas" o lo que es lo mismo una devaluación real del tipo de cambio y no nominal como en América Latina. La devaluación real interna en el AE significa que, como no puede hacerse una

devaluación nominal del tipo de cambio, se ven forzados los Estados miembros que han perdido competitividad a reducir los "valores nominales" de los salarios, las prestaciones de la seguridad social y los precios del gasto público y privado, de la deuda pública y privada y de los activos.

Existe la alternativa de hacer una "devaluación fiscal de los salarios" al reducir los impuestos sobre el trabajo, pero hasta ahora no se ha realizado.

Además, al contrario que en Estados Unidos, en el AE no existe una elevada movilidad del trabajo, ya que solo emigran de un estado miembro a otro los inmigrantes de fuera del AE y muy pocos de los nacionales de sus ya 18 miembros. Asimismo, tampoco emigra el capital de unos países a otros salvo algunas inversiones en determinadas industrias de alguno de ellos donde más han bajado los salarios.

Asimismo, los bancos de los estados más sanos no prestan a los bancos, empresas y hogares de los estados en dificultades. Los flujos financieros y de capital se llevan a cabo a través de los bancos centrales del AE aumentando o disminuyendo sus posiciones interbancarias diarias de uno frente a otro ya que son a través de ellos que se hacen todas las operaciones y se anotan sus posiciones pasivas y activas de unos frente a otros.

Target 2 es el sistema, propiedad de los bancos centrales del AE, de liquidación bruta y en tiempo real entre los bancos centrales del AE que es absolutamente necesario en una unión monetaria con moneda única.

Asimismo, al no haber una unión bancaria, el mercado bancario está fragmentado y la transmisión de la política monetaria a los Estados miembros en dificultades no funciona lo que hace que los tipos de interés de los préstamos en dichos estados son mucho más elevados que en los que no tienen problemas.

Por último, al no existir una mínima unión fiscal, no existe un prestamista de última instancia para los Estados miembros en dificultades con lo que sus deudas públicas y privadas muestran un riesgo más elevado en su valor de mercado afectando a sus tenencias por sus bancos, que las tienen que provisionar. El BCE hace todo lo que puede para evitarlo descontando la deuda de todos los Estados miembros en sus operaciones de recompra al mismo precio.

Finalmente, hay que constatar que los Estados miembros del AE en dificultades están haciendo muchas más reformas estructurales que aquellos países de

América Latina que también están en situación económica difícil y que de no hacerlas pueden terminar pagándolo caro.

Bibliografía

Cavallo, E. y E. Fernandez Arias, (2012), "Coping with financial crises: Latin America answers to European questions", VOX, October 12.

Eichengreen, B. (2010), "Latin lesson for the Euro Zone", University of California, Berkeley, January.

Funk Kierkegaard, J. (2011), "Euro Zone should look to Brady Plan to solve its crisis", Spiegel on Line, April 14.

Hurtado, C., (2012), "The Euro experience and lessons from for Latin America", Economic Premise, The World Bank, October.

Kiguel, M., (2012), "Addressing the Eurozone Crisis: Lessons from Latin America", Brookings Report, June 4.

Kregel, J., (2012), "Six lessons from the Euro Crisis", Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note 10.

Ortiz, G. y M. Blejer, (2012), "Latin Lessons", The Economist. February 2.

Rathbone, J.P. (2010), "Euro Zone can learn grim Latin lessons" Financial Times, December 21.

Rossi, D. (2011), "Latin America lessons for the Euro Zone", Fidelity, October.

EXPERIENCIAS Y ENSEÑANZAS DE LAS CRISIS ECONÓMICAS: EUROPA Y AMÉRICA LATINA

Enrique V. Iglesias
Secretario general Iberoamericano

1. LAS CRISIS DE AMÉRICA LATINA DESDE LA PERSPECTIVA DE AUTORIDADES ECONÓMICAS QUE GESTIONARON LAS CRISIS

1. Creo que hay muchas razones para realizar en España un curso sobre las experiencias y enseñanzas de las crisis económicas de Europa y América Latina, pero destacare dos: la relevancia de las lecciones que se pueden intercambiar y la oportunidad de hacerlo ahora cuando todavía Europa está luchando por situarse en una senda de crecimiento.
2. América Latina experimentó en las décadas de los años 80 y 90 crisis económicas de gran magnitud y diferente naturaleza. Unas estuvieron principalmente provocadas por problemas de balanza de pagos, otras por déficits fiscales o por crisis bancarias. La variedad de los detonantes de las crisis así como la amplia gama de impactos, configuran al conjunto de las mismas como una muestra relevante de cuyo análisis sistemático se pueden extraer lecciones para la crisis Europea actual.
3. Como Secretario general Iberoamericano es un placer y un honor estar aquí con todos ustedes. Agradezco a los coordinadores Alfonso Novales, catedrático de reconocido prestigio de la Universidad Complutense de Madrid y miembro del Consejo Asesor en Ciencias Sociales de la Fundación Ramón Areces, y Ramón Casilda especialista en América Latina y amigo de hace tiempo que me hayan invitado a esta sesión de clausura. También quiero agradecer a Germán Ríos el secretario del curso por la invitación y por el apoyo constante que recibimos de la CAF, la institución que representa.
4. La categoría de los coordinadores y del secretario del curso y de los ponentes que me han precedido, hacen difícil que mi intervención en esta

sesión final haga nuevas aportaciones. Por ello, me pareció coherente con los objetivos del curso y que pudiera ser atractivo para los participantes que presente una visión de las crisis de América Latina desde la perspectiva de las autoridades económicas que gestionaron las crisis.

5. Para realizar esta tarea he combinado dos fuentes de una forma bastante libre y personal. Por un lado, mi propia experiencia de los análisis y discusiones que desde el Banco Interamericano de Desarrollo tuvimos con los responsables económicos de los países durante los períodos de las crisis. Por otro lado, los discusiones que tuvimos en una reunión de alto nivel que tuvo lugar en Madrid los días 18 y 19 de octubre 2011, en la sede del Banco de España. José Antonio Ocampo elaboró un artículo con las principales conclusiones y recomendaciones de la reunión que me ha servido de guía de lo que allí discutimos.
6. Cuatro mensajes que formarán el entramado de mi intervención que, a modo de puntos cardinales, entiendo que han servido a las autoridades económicas de América Latina para encauzar la gestión de las crisis:

   - Primero: una aceleración en la creación de activos y pasivos aparece como un antecedente premonitorio en todos los episodios de crisis de América Latina y también en el reciente episodio europeo.
   - Segundo: un diagnóstico temprano y acertado sobre la naturaleza de la crisis y una respuesta rápida y coherente con el diagnóstico reducen la duración de la crisis.
   - Tercero: el reto está en encontrar un equilibrio entre la consolidación fiscal y los elementos expansivos, tal equilibrio ha requerido en América Latina un cierto apoyo externo.
   - Cuarto: es necesario fortalecer, y en su caso reconstruir la credibilidad en las autoridades económicas lo que se consigue con mecanismos de decisión y financiación efectivos.

2. UNA ACELERACIÓN EN CREACIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS APARECE EN TODOS LOS EPISODIOS DE CRISIS DE AMÉRICA LATINA Y TAMBIÉN EN EL EUROPEO

7. Un elemento común a todas las crisis ha sido la acelerada creación de activos y pasivos financieros durante los períodos previos de auge. Este fenómeno es el resultado de una situación de optimismo, tanto por parte de los

agentes privados que subestimaron el riesgo como públicos que facilitan el auge, y por lo tanto incurren en políticas macroeconómicas procíclicas.

8. Esta última crisis que se inicia en el año 2007 en Estados Unidos no es ajena a este fenómeno. La deuda pública y privada de los países industrializados creció de forma espectacular durante los años previos a la crisis. En Estados Unidos, Canadá, Italia, Francia y España, la deuda sobre el PIB era inferior al 200% en 1999. Alemania, Japón y Reino Unido eran la excepción con ratios de deuda sobre PIB superiores a 300%. España tenía un ratio de deuda sobre PIB de 160%. Diez años después, en el año 2008, estas cifras habían dado un vuelco y los niveles de deuda alcanzaron en Reino Unido el 472% sobre el PIB, en España el 360% y en Francia un 320%. Estados Unidos pasó de un ratio de 190% de deuda sobre el PIB a uno de 260%.

9. Las características específicas de cada crisis varían, en función de la mezcla de cuatro elementos:

   - Crisis de balanza de pagos, es decir un déficit en cuenta corriente insostenible, asociado casi invariablemente a una sobrevaluación del tipo de cambio en los años previos a la crisis y acompañado muchas veces de un exceso de endeudamiento externo. Una de las lecciones que hemos aprendido de la crisis europea es que los déficit en cuenta corriente nacionales siguen siendo una fuente potencial de problemas aún en una unión monetaria.
   - Crisis financieras internas, que muchas veces se desencadenan en forma abierta por la dependencia de los sistemas financieros nacionales de recursos externos volátiles. Este problema tampoco ha desaparecido en Europa con la unión monetaria, aunque el Banco Central Europeo (BCE) puede mitigar la iliquidez resultante. Por este motivo, aún en una unión monetaria, la excesiva dependencia del financiamiento interno de recursos externos resulta ser una fuente potencial de vulnerabilidad.
   - Crisis fiscales, que pueden ser el reflejo de desbalances fiscales previos pero también consecuencia directa de las crisis. En este último caso, las fuentes pueden ser múltiples: la necesidad de absorber las pérdidas de los sistemas financieros, la reducción de los ingresos públicos debida a la recesión, el aumento de ciertos rubros de gasto que actúan

como estabilizadores automáticos y los propios planes de reactivación que se ponen en marcha.

- Inflación. Las crisis de América Latina fueron acompañadas en la mayor parte de los episodios por una dinámica inflacionaria interna, cosa que no ha ocurrido en el caso Europeo.

10. Las crisis en América Latina han sido multifacéticas, ya que involucran una combinación variable de estos elementos. Sin embargo, uno o dos elementos aparecen generalmente como los dominantes y es importante su identificación para encauzarlos y ordenarlos. Por ejemplo:

    - **México**: la dimensión fiscal, y un elevado nivel de endeudamiento externo fueron las características centrales de la crisis de México en 1982, en tanto que la crisis financiera interna y la sobrevaluación fueron los elementos dominantes en dicho país en 1994.
    - **Colombia**: la crisis fiscal fue el elemento principal en 1982-1984, en tanto que la crisis financiera lo fue en la de 1998-1999.
    - **Uruguay**: en 2002-2003 los problemas de liquidez del sector financiero *offshore* fueron el elemento dominante, que a su vez estuvo provocado por la crisis argentina de entonces.
    - **Argentina**: fue una dramática crisis financiera, enmarcada sin embargo en una crisis externa asociada a la insostenibilidad del sistema de convertibilidad.
    - **Brasil**: el elemento central a comienzos de los años noventa fue la dinámica inflacionaria y el fracaso de varios planes para combatirla, pero se combinaba con una crisis financiera y una crisis fiscal de los estados federados.

3. NECESIDAD DE UN DIAGNÓSTICO SOBRE LA NATURALEZA DE LA CRISIS Y UNA RESPUESTA ADECUADA AL DIAGNÓSTICO Y A TIEMPO

11. Como ya se señaló, las crisis se manifiestan primero como de liquidez y en algunas quizás ese es el elemento dominante como en Uruguay en 2002-2003. Sin embargo, lo más común es que tras la iliquidez subyacen problemas estructurales e incluso de solvencia. Además, como bien se refleja en múltiples crisis del pasado, una iliquidez prolongada puede transformarse también en una situación de insolvencia, ya que las altas tasas

de interés a las cuales se tiene acceso generan una dinámica explosiva del endeudamiento público y/o privado. Ignorar los problemas subyacentes termina invariablemente por agudizar la crisis. Por ello, "comprar tiempo" con acciones parciales orientadas a manejar esencialmente la iliquidez resulta siempre muy costoso.

12. Los errores de diagnóstico y en las políticas que se aplican para corregir la crisis son frecuentes. Vale la pena resaltar algunos ejemplos:
    - Al comienzo de la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta, muchos analistas la caracterizaron como una crisis únicamente de liquidez.
    - Algunas instituciones tienden a diagnosticar las crisis de origen bancario como crisis fiscales. El problema fiscal es consecuencia, no es la causa.
    - Durante la crisis actual, parece que también se subestimaron los problemas de solvencia de la banca europea.
13. Más allá de contar con un diagnóstico correcto, es necesario que el mismo sea compartido por las instituciones relevantes. El diagnóstico tiene que ser aceptado tanto por los equipos nacionales como del FMI; pero también, es esencial que también sea compartido por los equipos técnicos de los bancos y otros acreedores. El FMI ha jugado un papel relevante en garantizar la aceptación del diagnóstico y los programas, incluyendo la recomendación de una reestructuración de la deuda pública y/o externa.
14. Una vez identificado el problema es necesario actuar sobre la causa principal. Si los problemas son de liquidez, las acciones de los bancos centrales como prestamistas de última instancia son decisivas. Pero si el problema es de solvencia, la inyección de capital en la banca o la compra de los activos dañados no debe retrasarse.
15. En América Latina en algunos casos se postergó enfrentar la crisis bancaria y el resultado fue acentuar otros problemas. Este hecho fue particularmente crítico durante la crisis latinoamericana de la deuda de los años ochenta en que se dio prioridad a evitar la quiebra de los bancos norteamericanos sobre la necesidad de reducir la carga de la deuda latinoamericana. Esto último solo aconteció con el Plan Brady, que llegó muy tarde, siete años después del estallido de la deuda.

4. UNA ACTUACIÓN INTEGRAL QUE CONTEMPLE UN EQUILIBRIO ENTRE LA CONSOLIDACIÓN FISCAL Y LA REACTIVACIÓN ECONÓMICA PARA EVITAR CAER EN RECESIÓN

16. Un elemento ampliamente destacado en las discusiones por todas las autoridades que gestionaron las crisis en América Latina fue la importancia de programas de ajuste integrales donde los impactos de las distintas medidas fueran analizados de manera integrada.

17. Detengámonos un poco en este punto. Las medidas de ajuste frente a las crisis son por esencia recesivas, aunque en muchos casos inevitables porque son necesarias para restablecer los equilibrios macroeconómicos y restablecer la confianza. Por ejemplo, un ajuste fiscal que reduce la demanda agregada puede ser necesario, pero hay que evaluar y atender a sus impactos recesivos. De igual forma, en una crisis bancaria, es recomendable el fortalecimiento de las normas de regulación prudencial de los sistemas financieros, pero hay que conocer su impacto sobre el crédito y sobre la actividad inversora y productiva. Por tanto, es esencial evaluar de manera global los impactos de las políticas y graduar las mismas para moderar sus efectos recesivos.

18. El elemento expansivo más común durante las crisis de los países latinoamericanos del pasado fue la expansión exportadora facilitada por las devaluaciones de los tipos de cambio. La ausencia del instrumento de la devaluación nominal en el área euro hoy hace esencial contar con políticas de reactivación de otro tipo, asociadas al uso de los fondos estructurales europeos, a créditos del Banco Europeo de Inversiones o al apoyo a iniciativas estructurales que involucren mayores inversiones en infraestructura, en nuevas tecnologías.

19. En América Latina, el contexto inflacionario facilitó el ajuste fiscal y de precios relativos durante las crisis del pasado. Aunque, obviamente, recomendar políticas inflacionarias no es adecuado, sí resulta correcto señalar que una obsesión con el objetivo de inflación puede resultar contraproducente cuando el riesgo de una aceleración inflacionaria es muy bajo. Más aún, algunos economistas ortodoxos, entre ellos el economista jefe del FMI, han recomendado que podría ser conveniente elevar el objetivo de inflación temporalmente.

20. El impacto recesivo de las medidas de ajuste fue, además, variable en los distintos procesos de crisis de América Latina:

- Los efectos recesivos más pronunciados se dieron en México en ambas crisis, en Colombia en 1999.
- Argentina y Uruguay en los primeros años del siglo XXI aplicaron unos programas de ajuste que más bien terminaron siendo expansionistas en términos de sus efectos.
- En Brasil antes de la introducción del Plan Real, los denominados programas de ajuste, fueron también expansivos.
- El ajuste colombiano de comienzos de los años ochenta y el español de comienzos de los noventa no tuvieron efectos recesivos importantes.

21. En definitiva, la experiencia de América Latina muestra la conveniencia de aplicar políticas combinadas de reducción del gasto público e incremento de impuestos que minimicen el impacto sobre la demanda agregada. Tal combinación no puede olvidar el impacto sobre los sectores vulnerables y la competitividad de los sectores de bienes comercializables:

    - Las consolidaciones fiscales en América Latina se acompañaron de devaluaciones, lo que permitió la expansión del sector de bienes comercializados. Además, la inflación ayudó a licuar los pasivos en moneda local.
    - La consolidación fiscal en Europa no dispone de estos elementos expansivos con los que contó América Latina: devaluación e inflación. Por tanto, las opciones para acompañar la consolidación fiscal en Europa descansan en una combinación de políticas expansivas en los países con mayor capacidad de financiamiento y en una reducción de la prima de riesgo soberano en los países más endeudados.

5. FORTALECER LA CREDIBILIDAD EN LAS AUTORIDADES LO QUE SUPONE CONTAR CON MECANISMOS DE DECISIÓN Y FINANCIACIÓN EFECTIVOS

22. El ambiente de incertidumbre que rodea las crisis agudiza sus efectos recesivos, en especial porque acentúa la reducción de la inversión privada e incluso del consumo de los hogares. Por eso, el mantenimiento y, en muchos casos, la reconstrucción de la credibilidad en las autoridades económicas debe ser un objetivo explícito de los programas de ajuste. En los países latinoamericanos la reconstrucción de la credibilidad fue lenta pero sus beneficios a largo plazo han sido positivos.

23. Todas las autoridades, bueno casi todas, reconocen el respaldo que tuvieron del FMI al actuar como coordinador de los distintos intereses durante la crisis de la deuda latinoamericana. Asimismo, destacaron la importancia de los consensos políticos internos para gestionar la crisis, aunque reconocieron que tales consensos no fueron muy comunes.

24. Un tema clave que contribuyó mucho al fortalecimiento y credibilidad de las autoridades económicas de América Latina fue la disposición del FMI y otras Instituciones Financieras Multilaterales para complementar los ajustes fiscales con financiación a largo plazo a través de la aportación de fondos frescos y, en su caso, facilitando la reestructuración de la deuda. Europa carece de esta inyección de fondos exógena, y para apoyar los ajustes fiscales solo se cuenta con la capacidad financiera de la propia Europa. La actual crisis europea puede ser el germen de un mecanismo para facilitar liquidez global a largo plazo a los países con programas de ajuste.

6. PARA TERMINAR

25. Europa se encuentra en un entorno de crecimiento débil y dispar, con un riesgo sistémico latente. Por tanto, no es de extrañar que el pesimismo haya impregnado la sociedad europea y española y, piense que esto no tiene solución; que nos encontramos en el peor momento de la historia de España, de Europa y hasta del mundo. Esto, que también sintió América Latina y se palpa en todas las crisis, no es cierto, y las crisis se acaban.

Además, las percepciones de otros continentes sobre el momento económico actual son distintas a las europeas. Otros continentes están mejorando y sus ciudadanos así lo perciben. Miremos un poco hacia atrás: en 1800, los países del mundo tenían rentas *per cápita* entre 200 y 4.000 US$, y una expectativa de vida entre 25 y 40 años, hoy España tiene una renta *per cápita* de 31.000 US$ y una esperanza de vida de 78 años. En salud y dinero, no cabe duda que hemos mejorado. Sin embargo, algo han perdido los países industrializados en el reparto de la renta mundial. Pero, el mundo tenía que cambiar y tiene que seguir cambiando. Desde el siglo XV hasta el final del siglo XX menos del 15% de la población mundial controlaba el 85% del PIB mundial. En 2012, el 25% de la población –los industrializados– todavía controla el 51% de PIB mundial. Parece lógico esperar que las personas de los países emergentes luchen por alcanzar las cotas de prosperidad que otros han alcanzado.

Calle Vitruvio, 5
28006 Madrid. España

www.fundacionareces.es
www.fundacionareces.tv

FUNDACION RAMON ARECES