

frAgmentos

EXPERIENCIAS
Y ENSEÑANZAS DE LAS
CRISIS ECONÓMICAS:
EUROPA Y
AMÉRICA LATINA¹

El pasado mes de julio la Fundación Ramón Areces organizó un curso dentro del programa de Cursos de verano de la Universidad Complutense, continuando con la colaboración iniciada el año anterior. El tema escogido para esta ocasión pretendía aproximar a economistas del mundo académico a ambos lados del océano para reflexionar durante dos días acerca de las similitudes y diferencias de las crisis económicas y financieras vividas en América Latina (AL) y Europa, para tratar de aprender de las diversas experiencias, de las políticas aplicadas y de los resultados obtenidos.

¿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.

POR ALFONSO NOVALES,
CONSEJO ASESOR EN CIENCIAS SOCIALES
DE LA FUNDACIÓN RAMÓN ARECES

Un buen número de crisis financieras han venido precedidas por un crecimiento económico desordenado, no generador de ganancias de productividad

Pero, aun siendo, efectivamente, 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 las soluciones 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. Es afortunado que así sea: 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.

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.

Los desequilibrios por cuenta corriente

Que los desequilibrios por cuenta corriente se consideren una clara señal que anticipa una posible crisis financiera es bastante relevante para España, ya que nuestra economía mantuvo déficits por cuenta corriente especialmente elevados en los años 2004-2008 siendo el segundo país del mundo con mayor déficit detrás de EE.UU. Dos errores notables justificaron en su momento la ausencia de intervención a este respecto. En primer lugar, la interpretación, ampliamente extendida, de que la fuerte entrada neta de capitales del exterior reflejada en el déficit por cuenta corriente no era sino muestra de la fortaleza de nuestra economía y del atractivo que representaba para los inversores internacionales. Una interpretación equivocada que también se dio en algunos momentos en países de América Latina, como Chile, para luego comprender su erróneo carácter, pero de lo que lamentablemente no aprendimos mucho. En segundo lugar, la creencia por parte de nuestras autoridades económicas y de muchos analistas económicos de que, formando parte de una unión monetaria (la Unión Europea), el único déficit relevante era el déficit agregado de dicha unión, pero no el déficit indivi-

dual de cada país. Lamentablemente, hemos aprendido demasiado tarde que esto no es cierto: pronto o tarde, el endeudamiento externo, consecuencia de una sucesión de déficits por cuenta corriente, conducen a un encarecimiento creciente de la financiación externa, con el consiguiente riesgo de insolvencia.

Un buen número de crisis financieras han venido precedidas por un crecimiento económico desordenado, no generador de ganancias de productividad. Acompañado de un contexto de desbordante liquidez global a bajos tipos de interés, un conjunto de inversores, nacionales y extranjeros, ve la oportunidad de obtener altos beneficios utilizando la liquidez existente para ganar cuotas de mercado y expandir su cartera de créditos, minusvalorando el riesgo asumido en una excesiva concentración, ya sea geográfica o sectorial. Con anterioridad a la crisis de 2007, se añadía a este tipo de entorno económico la posibilidad de sacar riesgos del balance de las entidades financieras mediante operaciones de titulización que permitían distribuir los riesgos a inversores ávidos de tomar posiciones sin prestar atención a las características de los activos que adquirirían.

Un período de elevada liquidez a nivel mundial, en un contexto de bajos tipos de interés precedió, efectivamente tanto a la crisis de deuda de América Latina como a la crisis de 2007, centrada especialmente en Europa y EE.UU. Junto con un crecimiento elevado y sostenido en el período 1995-2007, Europa pudo mantener una inflación reducida, debido a la irrupción en el comercio mundial de economías emergentes exportadoras de bienes producidos a bajo coste. Este episodio de crecimiento con reducida inflación, conocido como la “gran moderación”, sugirió a muchos analistas que la política económica, y la política monetaria en particular, habían aumentado su eficiencia en el control de los desequilibrios macroeconómicos. Tan favorable contexto



condujo a una infravaloración del riesgo y permitió poner en práctica políticas de reducidos tipos de interés para paliar los efectos tanto de la burbuja tecnológica del año 2000 como de la reunificación alemana.

Simultáneamente, un auge del ahorro mundial en China y en los países productores de petróleo generó una elevada demanda de activos seguros. Esto sucedía en un contexto en que el crecimiento económico había reducido la deuda pública en el mundo desarrollado; en España, desde un 65% a un 35% del PIB. Se hizo necesario crear nuevos activos, produciéndose una explosión de nuevos activos con garantía inmobiliaria (*asset backed securities* ABS), actuando algunos países como emisores y otros como compradores de este tipo de activos. La creación de la Unión Europea (UE) había hecho desaparecer el riesgo de tipo de

Con anterioridad a distintas crisis, ha sido habitual cometer el error de interpretar un déficit sostenido por cuenta corriente como un síntoma de la capacidad para atraer fondos extranjeros

cambio entre sus miembros. Además, la convergencia esperada entre la renta *per cápita* de los países miembros hizo desaparecer las primas de riesgo entre ellos desde el año 2000, igualando sus costes de financiación a lo largo de un período de 10 años (1999-2008). La esperada convergencia económica dio lugar a una entrada masiva de flujos de capital para la financiación del sector privado, condicionando la balanza de pagos en las economías más débiles de la UE (España, entre otros), lo que condujo a un notable deterioro de la balanza por cuenta corriente. Posteriormente, el reconocimiento por parte del gobierno de Grecia en 2009 de que su déficit público era el doble del hasta entonces reconocido desencadenó la crisis de deuda soberana de los países periféricos europeos.

La crisis de la deuda de los años ochenta en América Latina

Las crisis financieras son más frecuentes de lo que queremos creer en épocas de calma. América Latina ha experimentado cuatro episodios de crisis generalizadas: la que siguió a su independencia política, asociada al pago de la deuda acumulada durante las guerras de independencia; otra, tras la crisis inglesa de 1873 (la gran depresión/la gran deflación); la crisis de los años 30, y la crisis de los años 80. La experiencia de gestión de las distintas crisis producidas en América Latina es, por tanto, muy amplia², y conviene tratar de la misma. Comparando los dos episodios de crisis del siglo pasado, es incuestionable que América Latina salió mejor parada

de la crisis de los años 30 que de la crisis de los 80, y es importante entender las razones. Nos vamos a centrar en el análisis de la crisis de deuda de los años ochenta.

Contra algunas interpretaciones, es difícil mantener que la crisis de deuda de América Latina en los 80 fuese debida a que el excesivo proteccionismo del modelo de industrialización seguido en la región generase desequilibrios macroeconómicos muy fuertes. En efecto, la crisis golpeó por igual, o incluso más duramente, a economías del cono Sur que habían seguido una estrategia de liberalización en los años setenta. Más bien la crisis de los 80 se debió a la falta de disciplina macroeconómica en la región antes de mediados de los setenta. En ese período se produjo un fuerte incremento en la financiación externa que, dado el típico proceso acumulativo generado por el pago de intereses se hizo insostenible, dando lugar a una crisis financiera. El déficit (externo) sostenido por cuenta corriente que sigue a un período de condiciones de financiación externa muy favorables, no se reconoció como un problema.

De hecho, en los cuatro episodios mencionados se produjo una expansión de la financiación externa que se llega a hacer insostenible y da lugar a una crisis. En los años 30, los países de AL se financiaban en la bolsa estadounidense. Con la crisis de los años 30 desaparece el mercado financiero internacional, que comienza a reconstruirse en los años 60 con el mercado de eurodólares. Esta fuente de financiación llegó a AL gradualmente, sobre todo en la segunda mitad de los 70, produciendo un gran aumento de financiación. A diferencia de los años 20 o de finales del siglo XIX, se tra-

ta de financiación bancaria, en la forma de préstamos liderados por los grandes bancos norteamericanos, que sindicaban créditos de otros bancos, europeos o japoneses. A esa financiación acudió Latinoamérica debido a las excelentes condiciones ofrecidas, con tipos de interés reales incluso negativos, y muy favorecida por los elevados precios de los productos básicos que exportaba AL en esa época.

El exceso de financiación a coste reducido, en el que participaban inversores que no dudaban en concentrar riesgos geográficos o sectoriales en su cartera de créditos, terminó con las políticas monetarias fuertemente restrictivas puestas en marcha por EE.UU. de fines de 1979 para frenar la inflación (lo que se conoce como el “shock Volcker”³³), con una elevación dramática de los tipos de interés, lo que tuvo una especial incidencia sobre los tipos de interés en AL.

En los años 30, con la excepción de Argentina y Venezuela, se había producido una suspensión de pagos generalizada en la región. Por primera vez en la historia de las crisis latinoamericanas, en la crisis de los ochenta no se usó la moratoria, y los mecanismos de alivio de la deuda se pusieron en marcha solo después de siete años, con el Plan Brady, por lo que AL se encontró con grandes dificultades para servir su deuda pública. Hubo una fuerte presión para que no se usara la moratoria, en gran parte debido al elevado riesgo que habían asumido bancos estadounidenses en deuda latinoamericana, que tenían hasta un 180% de su capital comprometido en créditos a AL. La consecuencia es que la población de AL pagó los platos rotos mientras que la banca estadounidense salió indemne. La crisis de deuda de América Latina de los ochenta es una crisis bancaria en EE.UU. muy bien



No debe subestimarse la duración de una crisis que surge por sobreendeudamiento. Su solución precisa ayuda de instituciones financieras multilaterales, que faciliten liquidez y, posiblemente, de una reestructuración de la deuda

El endeudamiento externo, consecuencia de una sucesión de déficits por cuenta corriente, conducen a un encarecimiento creciente de la financiación externa, con el consiguiente riesgo de insolvencia



gestionada, hasta el punto de que no aparece como posible crisis en los registros de crisis bancarias internacionales, y una crisis de deuda, en América Latina, pésimamente tratada.

Otra diferencia respecto de crisis anteriores es el hecho de que en la crisis de los 80, los créditos sindicados se concedían a tipos de interés variable con el tipo de interés Libor como referencia. Tras la elevación de tipos de interés en EE.UU. que desencadena la crisis, AL no podía hacer frente al servicio de una deuda que había acumulado a reducidos tipos de interés iniciales. La subida de tipos de interés produjo además una fuerte recesión en EE.UU., la mayor hasta entonces desde la guerra mundial. El consiguiente descenso en la demanda de bienes básicos y materias primas exportados por AL produjo una caída en sus términos de intercambio,

con fuerte deterioro de su balanza comercial, lo que también había sucedido en los años 20. Por tanto, en los años ochenta coincidieron dos *shocks*: una caída en los ingresos externos de AL y una drástica elevación en los costes de financiación, ambos muy difíciles de prever, tanto por su magnitud como por su duración, de casi un cuarto de siglo. Tanto los tipos de interés reales de AL como los precios de los productos básicos solo regresaron a sus niveles pre-crisis de finales de los 70 hacia 2004-2005. Y la crisis se gestionó sin tener en cuenta que se trataba de un *shock* de larga duración.

La deuda externa de AL aumentó de modo descontrolado a partir de la elevación de tipos de interés de Volcker. El nivel de deuda aumentó entonces a niveles impagables, desde un 200% de las exportaciones, que se consideraba entonces manejable,

hasta un 400% hacia 1986. En una primera fase, desde su inicio en agosto de 1982 hasta septiembre de 1985, se supuso que se trataba de una mera crisis de liquidez, como pasó en Europa en 2008. La necesidad de evitar la depreciación de activos de los bancos estadounidenses y una consiguiente crisis bancaria en EE.UU., llevó a la formación de un cartel de acreedores que negoció las condiciones crediticias con cada país por separado, con el beneplácito del Fondo Monetario Internacional (FMI). Se produjeron moratorias silenciosas de países que salían de regímenes militares, a diferencia de Méjico, que hizo una moratoria explícita renegociando inmediatamente su deuda externa.

En una segunda fase, los Planes Baker de 1985 y 1987 llegaron cuando EE.UU. decidió impulsar una mayor financiación por parte del Banco Mundial (BM) y del Banco Interamericano de Desarrollo. La financiación adicional se materializó mediante préstamos de ajuste con fuerte condicionalidad, liderados por el Banco Mundial, que imponía reformas estructurales, con mejores condiciones de reestructuración y exigiendo recursos adicionales moderados; además, liderados por los bancos japoneses, los bancos comenzaron a provisionar sus préstamos a América Latina. La reducción del endeudamiento se inició, en realidad, antes del Plan Baker, y cuando comienza la tercera fase de la crisis de la deuda, con el Plan Brady de marzo de 1989, el endeudamiento ya estaba en clara disminución.

Con el Plan Brady, siete años después del inicio de la crisis, se decide titularizar un paquete que incorpora el 30% de las deudas, vendiéndolas con descuento de 7% a 12%. La mejoría en la posición deudora con el exterior hizo posible de nuevo el acceso a la financiación externa hacia 1993, esta vez a través de tipos fijos, aunque elevados. Al final, la presión de los países industrializados, especialmente EE.UU., y de las instituciones de Bretton Woods

(BM y FMI), que le servían de marco, consiguió evitar la moratoria y una crisis bancaria abierta en EE.UU., que hubiera podido generar una crisis aún peor a nivel mundial. El resultado fue que AL entró en una década perdida mientras que los bancos estadounidenses no sufrieron pérdidas en los años ochenta.

El *shock* comercial y, muy especialmente, el *shock* financiero, fueron muy superiores en los años 30, pero también la recuperación fue mucho más fuerte entonces, debido a la moratoria de la deuda decretada a partir de 1931. Además el abandono del patrón oro permitió políticas macroeconómicas expansivas. Por último, las renegociaciones que se hicieron en los años 40 y 50 fueron bastante ventajosas por razones estrictamente políticas, para garantizar que AL estuviese del lado de los aliados; más favorables incluso que el Plan Brady. Por ejemplo, a Méjico se le llegó a perdonar el 90% de su deuda. La combinación de moratorias tempranas y renegociaciones posteriores favorecieron la recuperación; de hecho, la suspensión en el servicio de la deuda fue el punto de partida de la recuperación del PIB en AL en la crisis de los 30.

Los ajustes presupuestarios tras la crisis de la deuda fueron masivos, teniendo que recortar una cuarta parte del gasto público como proporción del PIB. Los ajustes cambiarios también lo fueron (diferencia con la situación actual en Europa), haciendo que las exportaciones permitieran la salida de la crisis aun a coste de generar una aceleración de la inflación en todos los países de AL. La crisis de la deuda latinoamericana desencadenó importantes crisis bancarias, especialmente en el cono Sur, los países que habían hecho mayor liberalización financiera. Incluso cuando la crisis pudo darse por resuelta, el crecimiento fue inferior al experimentado con anterioridad, exhibiendo además una mayor heterogeneidad entre los países que configuran la región.

Los *shocks* adversos continuaron, con

El ajuste macroeconómico es inevitable, pero la ayuda externa debe reducir la necesidad de adoptar políticas fuertemente procíclicas que prolonguen la recesión, lección que no se ha aprendido en Europa

la crisis de Méjico y Argentina en 1994-1995, la crisis de las economías emergentes (Asia, Rusia, AL) en 1997-1998, y la crisis del Atlántico Norte de 2007-2008, habiéndose producido intervenciones masivas de los países industrializadas en el primer y tercer casos, que lograron que los mercados de AL se normalizasen en menos de un año.

Una de las enseñanzas comunes a las crisis financieras es que no cabe minusvalorar su duración, y una de las razones por las que resulta crítico diseñar correctamente las políticas a aplicar es la reducción del período recesivo que desencadenan. Como muestra de dicha duración, baste señalar que, en el caso de la crisis de deuda latinoamericana, el PIB *per cápita* de 1980 solo se alcanzó de nuevo en 1994 (década y media perdida), el nivel de pobreza solo recuperó su nivel de 1980 en 2004, y las tasas de inversión aún no se han recuperado. La credibilidad internacional, favorable a países como Colombia, Chile y Costa Rica y la consiguiente facilidad de la financiación externa para ellos, posibilitó que estas economías se recuperasen antes.

La crisis de deuda produjo una notable salida de capitales. Si se considera la transferencia neta de recursos, definida como la diferencia entre los ingresos de capitales menos los pagos por servicio de la deuda y las utilidades de las empresas extranjeras que invierten en AL, se pasó de unas entradas netas de capital a la región en torno al 2% del PIB agregado, a unas salidas del 6% del PIB. La salida de capitales fue atacada con una combinación de a) fuertes devaluaciones, que generaron un alza notable de la inflación; b) posteriormente, un

fuerte ajuste fiscal; c) reestructuración de la deuda; y d) reformas estructurales para impulsar el crecimiento.

Las reformas estructurales de los años 80 no se reflejaron en un crecimiento rápido después de 1990. Solo en 2003-2007, período en que se registran *shocks* externos positivos considerables en la forma de una reducción de tipos de interés, un aumento de precios de productos básicos, y un auge de remesas desde EE.UU. y España, se produjo una notable expansión económica. Posteriormente, con la crisis de 2008-2009 se vuelve a tasas de crecimiento reducidas. Pero en ese momento hay dos diferencias importantes respecto de crisis anteriores: una mejoría significativa de la hoja de balance externo, con disminución de pasivos frente al exterior y aumento de activos, y la consiguiente reducción de deuda externa neta, y un aumento de las reservas internacionales. Esto ha hecho que la crisis reciente no haya golpeado significativamente a AL, y apenas haya tenido un impacto financiero. Y se ha recuperado finalmente la tasa de inversión, excepto en Brasil y Venezuela.

Las principales enseñanzas que emanan de la crisis de deuda de América Latina sugieren que: a) no cabe minusvalorar la duración de una crisis financiera, estas son largas y requieren ajustes profundos, b) sus causas residen en un fuerte auge financiero mal gestionado y, generalmente como consecuencia de lo anterior, un fuerte deterioro de los saldos con el exterior lo que, sorprendentemente, no se consideró un elemento importante en Europa, a pesar de que dicho deterioro

no era sino reflejo de una fuerte acumulación de deuda pública y privada, c) una crisis financiera requiere una rápida actuación, generalmente con apoyo multilateral, que permita acortar su duración, d) debe implicar una pronta reestructuración de la deuda, que reduzca la necesidad de políticas fuertemente procíclicas y permita implantar políticas contracíclicas, f) debe evitarse la formación de un cártel de acreedores que pueda negociar ventajosamente en su favor las condiciones de la reestructuración de la deuda, lo que se ha evitado en Europa.

El ajuste macroeconómico es inevitable, pero la ayuda externa debe reducir la necesidad de adoptar políticas fuertemente procíclicas que prolonguen la recesión, lección que no se ha aprendido en Europa. Y la deuda griega debió haber sido objeto de una reestructurado mucho más fuerte.

Pero no cabe pensar en los ajustes estructurales como una herramienta mágica; la mejor medicina contra una crisis de deuda es el crecimiento robusto y sostenido, y el mejor modo de conseguirlo es la implantación de políticas productivas y tecnológicas.

ción con los países emergentes de Asia y los países que se hallan en fase de desarrollo apoyados en su disponibilidad de recursos naturales. Las reformas estructurales se hicieron pensando en que las meras políticas de liberalización iban a ser capaces de conseguir el avance tecnológico, cuando no es así. Se necesitan políticas específicas que reduzcan el retraso tecnológico y que eleven el nivel de desarrollo tecnológico y el número de patentes registradas. Esta es la razón por la que AL no ha podido entrar en una senda de crecimiento robusto después de la crisis de deuda de los ochenta.

La situación en Europa

La crisis financiera de 2007, iniciada en EE.UU. se extendió a algunos países europeos inicialmente en la forma de crisis bancaria para devenir en una crisis de deuda soberana, que la región está tratando de superar. El resto del mundo y, en particular, las economías emergentes y en desarrollo, se recuperaron rápidamente, tras una caída del producto mundial en 2009. En particular, puede decirse que América Latina no ha sufrido contagio de esta crisis.

Dos diferencias distinguen la actual crisis de Europa de la crisis de deuda de América Latina de los años ochenta: 1) América Latina como región no tuvo un prestamista de última instancia, y en la resolución de sus crisis tuvo que acudir a acuerdos específicos con el FMI, el BM, al Banco Interamericano de Desarrollo y bancos multilaterales, a diferencia de Europa, 2) América Latina contó con el tipo de cambio como instrumento de reactivación.

De modo similar a lo ocurrido en otras ocasiones, los déficits (externo) por cuenta corriente, elevados y sostenidos durante años en algunos países de la eurozona⁴, no fueron reconocidos como un problema relevante, por las dos razones expuestas anteriormente: la potencialidad del país y la

Esta es todavía la restricción más importante en AL, especialmente en compara-



El euro no se puede romper. No hay camino establecido para salirse del euro. Una ruptura del área, incluso por parte de un país pequeño, podría desencadenar una inestabilidad financiera global de incalculables consecuencias

pertenencia a la UE. Y eso a pesar de que los desequilibrios eran muy superiores a los registrados en América Latina antes de la crisis de la deuda. Bien es cierto que tanto España como Grecia, Portugal e Irlanda, han hecho desde el inicio de la crisis un ajuste enorme en sus intercambios externos y su balance financiero con el exterior. Precisamente, el saneamiento externo, una vez reconocida su relevancia, es posiblemente la razón por la que América Latina ha estado bastante protegida de la crisis que afectó a Estados Unidos y que persiste en Europa.

Consideremos el argumento de que el déficit sostenido por cuenta corriente anticipa una posible crisis financiera. Tal argumento puede aplicarse a España en la actual crisis, desde luego, pero no a los países del centro de Europa ni a la región en su conjunto, que tiene una balanza exterior equilibrada, cuando no excedentaria. Por otra parte, EE.UU. incurrió en los mayores déficits por cuenta corriente durante un buen número de años, sin haber experimentado una crisis de deuda. ¿A qué se deben tan diferentes consecuencias de un desequilibrio externo importante? Básicamente, a que detrás de las diferencias en cuenta corriente en países periféricos de Europa no había un crecimiento de la productividad que justificara el excesivo endeudamiento externo. La acumulación de déficits externos condujo a una posición inversora (deuda externa) neta superior en algunos casos al 100% del PIB. Se trataba de un crecimiento desordenado, con diferenciales en el crecimiento del coste laboral unitario⁵ y de la tasa de inflación no justificadas por mejoras en productividad y,

por tanto, no indicativas de un proceso de convergencia. Por el contrario, los avances tecnológicos y las consiguientes ganancias en productividad en EE.UU. son sostenidos y su desequilibrio externo sí puede interpretarse como consecuencia de la atracción que para inversores externos tiene su economía, ante las expectativas de que las ganancias de productividad se traduzcan en altas rentabilidades para la inversión.

Dos características distinguen la situación de Europa en la actual crisis financiera: en primer lugar, si bien los desequilibrios globales han sido en Europa inferiores a los de EE.UU. o UK, los desequilibrios internos, entre países, son mayores que los que existen entre los estados de EE.UU.; en segundo lugar, por razones de un deficiente proceso de constitución, las institucionales europeas muestran carencias y deficiencias notables. En Europa se produce una gran heterogeneidad en los desequilibrios acumulados en relación con los indicadores considerados en el SIX-PACK⁶, tanto en fase de expansión como en época de crisis. Esta heterogeneidad es superior a la observada en América Latina en épocas de crisis quizá debido al deficiente funcionamiento de las instituciones europeas y, sin embargo, no se ha producido en Europa el tipo de tensionamiento de los mercados y la desaparición de la liquidez que condujo a la suspensión de pagos en América Latina. Esto se debe a la actuación del BCE, que ha ocupado el hueco dejado por los capitales extranjeros euro que abandonaban la región, evitando así la suspensión de pagos de algunos países, como España⁷. De hecho, el

tensionamiento en las condiciones de financiación en Europa como consecuencia de la crisis de deuda europea a finales de 2011 fue todavía más fuerte que en la fase de crisis financiera de 2009-2010⁸. Por tanto, a pesar de sus imperfecciones, las instituciones europeas han permitido una solución transitoria a la situación de colapso de los mercados financieros.

Mirando a Estados Unidos

Si el origen de todas las crisis financieras son los desequilibrios sostenidos por cuenta corriente ¿Cómo es que el área euro, que tiene superávit externo, un déficit fiscal estructural reducido y una deuda del 90% del PIB aproximadamente, indicadores que no sugieren una situación de crisis, se halla en esta situación? Si la comparamos con EE.UU., la razón es que no ha conseguido enviar a los mercados financieros una señal acerca de que va en una dirección correcta hacia una unión, primero bancaria, luego fiscal y, eventualmente, política. Los mercados han cotizado la ruptura del euro, y continúan cotizando la fragmentación de la eurozona.

EE.UU. ya logró su unión política, fiscal y monetaria en 1776 y la unión fiscal en 1790 con Richard Hamilton, tiene un déficit por cuenta corriente alto, en torno al 5%, un déficit estructural y una deuda como porcentaje del PIB muy superiores a los del área euro; sin embargo, está creciendo por encima del 2%, mientras que el área euro está en recesión. En EE.UU., Hamilton consolidó la deuda de todos los estados en un fondo de redención de la deuda (un *"sinking fund"*) y se encargó de colocarla en los mercados, prohibiendo a los Estados emitir deuda, que solo emitiría el Gobierno central. Comparemos California, que representa un 16% de la economía de EE.UU., frente a Grecia, que supone un 2% del PIB europeo. Sin embargo, California pudo emi-



tir pagarés para pagar a sus empleados que los bancos descontaban a valor facial, dado que la unión bancaria existente en EE.UU. permite creer que California no quebrará. En EE.UU. funciona el prestamista de última instancia de todos los Estados, lo que hace siempre que es necesario, mientras que el Tesoro federal maneja aproximadamente una cantidad alrededor del 20% del PIB estadounidense. A los Estados se les permite incurrir en déficit por un período máximo de dos años siempre que esté justificado por gasto de inversión, y no se establece un techo de deuda en términos nominales.

EE.UU. mantiene un endeudamiento por parte únicamente del gobierno federal, y la Reserva Federal interviene en los

Aunque Europa hace bien en mirar a EE.UU., la historia política y económica de este país no puede dictar una solución para Europa

mercados mediante la compra de bonos del Tesoro. En Europa, el BCE no puede hacer algo similar porque no existen bonos europeos. Pero, curiosamente, EE.UU. no tiene una unión bancaria perfecta, siendo su sistema financiero un sector muy regulado de modo, además, muy complejo. Por ejemplo, la actividad de seguros está regulada por los Estados, no por una institución central, por lo que la normativa de actuación en los diferentes estados requiere un conocimiento extenso. Otra diferencia con Europa es que EE.UU. tiene un gobierno federal grande, lo que en Europa parece actualmente casi inaceptable. La propuesta de unión fiscal en Europa es muy incompleta y está lejos de ser realidad, apuntando tan solo a la conveniencia de ir en esa dirección, pero sin estudiar los importantes detalles.

Pero quizá la diferencia más importante entre Europa y EE.UU. es que a EE.UU. no le da vergüenza ser claramente contracíclico, incluso ante las críticas internacionales

de que estaban inundando el mundo con una divisa cuyas fluctuaciones cambiarias, al estar internacionalmente aceptada como instrumento de pago, tienen efectos nada desdeñables sobre las facturas del comercio internacional. Solo recientemente las tensiones políticas han terminado generando en EE.UU. una política fiscal procíclica, con un ajuste fiscal importante en 2013, si bien la Reserva Federal ya anunció hace tiempo su compromiso a no subir los tipos de interés hasta que se observen tasa de paro por debajo del 6,5%.

Estrategia de recuperación en Europa

La superposición de crisis de distintos orígenes en Europa está infligiendo notables daños económicos, sumiendo a algunos de sus miembros en una larga y, en ocasiones profunda, recesión, e impidiendo que la re-



gión pueda sostener un crecimiento significativo. Está generando también daños en el sistema financiero, habiéndose llevado por delante un número de instituciones financieras y deteriorando las expectativas sobre la salud del sector; esto es especialmente perjudicial en un entorno como el europeo que, a diferencia de Estados Unidos, depende fuertemente de la financiación bancaria; de hecho, la asfixia financiera ha acabado con muchas empresas y dificulta enormemente la creación de otras nuevas. Por último, la crisis ha generado profundos daños institucionales, con fuerte menoscabo interno y externo de la confianza en las instituciones europeas y en el proyecto europeo.

Europa podría plantearse implantar el mismo menú de políticas que se siguió en la crisis de deuda de América Latina. Pero la posibilidad de una devaluación, que significaría un abandono de la zona euro por parte de algún país, se da por abandonada. El euro no se puede romper. No hay camino establecido para salirse del euro, quizá afortunadamente; una ruptura del área, incluso por parte de un país pequeño podría desencadenar una inestabilidad financiera global de incalculables consecuencias. Tal ruptura sería mortal para Alemania, por ejemplo, tanto porque vende el 50% de sus exportaciones al resto de Europa, como por sus tenencias de deuda periférica, por la consiguiente apreciación que se produciría en el hipotético Deutsche mark.

En consecuencia, Europa se ha centrado en una relativa reestructuración de la deuda y, sobre todo, en las reformas estructurales. En España, se ha hecho cierta reestructuración implícita, con alargamiento de plazos o quitas del valor nominal de la deuda de algunos agentes emisores o algunos sec-

tores. La creación del banco malo puede verse de ese modo, así como el impago de obligaciones por parte de algunos deudores, especialmente en el sector inmobiliario, pero también en la forma de participaciones preferentes, de la reforma energética recientemente aprobada, etc. Es evidente, sin embargo, que estos procesos han conducido a una distribución de costes muy difícil de justificar en términos éticos. También se ha aprobado legislación apuntando a una variedad de reformas estructurales, más o menos valientes y más o menos organizadas en algunos países europeos, aunque las experiencias de crisis anteriores, como las vividas en AL, sugiere que las reformas estructurales no son suficientes para restaurar la senda de crecimiento sostenido.

Aunque Europa hace bien en mirar a EE.UU., la historia política y económica de este país no puede dictar una solución para Europa, que siendo la cuarta parte de la economía del mundo, no tiene otra solución que utilizar su mercado interno. Alemania tiene actualmente el superávit por cuenta corriente más alto del mundo, al haberse reducido el superávit de China; Europa tiene un superávit externo, al igual que los países productores de petróleo, mientras que EE.UU. está reduciendo su déficit. El mundo no puede soportar estas posiciones conjuntamente acreedoras, lo que fuerza a los países en desarrollo, y a América Latina en particular, a tener déficit por cuenta corriente. Esto significa que en Europa, concretamente, no se está expandiendo lo suficiente.

El problema macroeconómico básico en Europa es que no se aceptan asimetrías en el ajuste, y que se piensa únicamente en políticas comunes para la eurozona. Si la periferia

Es preciso crear un Tesoro europeo que emita eurobonos, y una unión bancaria europea que rompa la correlación entre riesgo soberano y riesgo bancario y que incentive la creación de bancos transeuropeos

Las políticas de austeridad han acentuado dramáticamente el debilitamiento del estado de bienestar europeo, uno de los grandes logros de la humanidad, como consecuencia natural de la crisis

está llevando a cabo una política de estricto ajuste, el centro debería estar expandiendo su economía para que el resultado fuese neutral. También debería ser neutral en términos salariales, por lo que los salarios en Alemania deberían aumentar, contribuyendo así a una revaluación, que compensase la devaluación real que se está induciendo en los países de la periferia. Una posibilidad hubiese sido utilizar los Fondos de Solidaridad, actualmente en desuso, para llevar a cabo una expansión fiscal efectiva. Especialmente interesante es el hecho de que dichos Fondos estaban establecidos en términos de regiones, no de países, lo que podría haberse utilizado favorablemente en la actual crisis, que afecta muy desigualmente a las distintas regiones. En definitiva, una unión fiscal significa transferencias regionales potencialmente importantes pero, lamentablemente, de eso no se está hablando en Europa.

Siendo importante avanzar hacia la unión económica y la unión política, lo más urgente es generar demanda. No se puede hacer banca al por menor cuando la tasa de paro es del 27%, la renta disponible cae debido a la reducción de salarios y a la destrucción de empleo, y la tasa de morosidad es elevada. A nivel nacional, las economías que tienen capacidad de maniobra en sus políticas de rentas y que han mejorado sus condiciones de financiación en su condición de refugios para inversores, deben estimular su demanda. También debe avanzarse en la implantación de políticas comunitarias, quizá a través del Banco Europeo de Inversiones.

Es preciso abandonar las políticas de austeridad que, contra lo que teóricamente persiguen, conllevan un mayor endeudamiento sobre PIB y un menor crecimiento,

y trabajar en el fortalecimiento de las políticas de integración europea, descartando explícitamente la vuelta atrás, y ejerciendo la presión suficiente, conjuntamente con otros países, para que el club europeo se oriente en una dirección más racional que la que ha seguido, perfeccionando la dinámica institucional integradora y fortaleciendo urgentemente la unión bancaria para romper el bucle diabólico que lleva de la crisis del sistema bancario a la recesión económica, y de esta a la crisis de deuda pública.

La unión bancaria se hace necesaria precisamente porque en Europa solo pueden contrarrestarse los *shocks* comunes, pero no los que afectan individualmente a estados miembros. No existen en Europa instituciones apropiadas para lidiar con perturbaciones asimétricas que afecten a distintos países de modo diferente, y las instituciones existentes no son apropiadas para hacerlo. La segmentación de los mercados financieros en Europa es la muestra más evidente de una heterogeneidad mal resuelta. El coste del crédito para las pymes⁹ españolas puede exceder hasta en 400 puntos básicos los costes para una empresa similar alemana, cuando dicha financiación existe. En la actualidad, los bancos del norte no invierten en bancos del sur, ni les prestan, ni tampoco prestan a las familias y empresas del sur. El mercado está fragmentado y los costes de financiación son muy superiores en el sur de Europa. La política monetaria del BCE no funciona y no consigue transmitir sus acciones a los tipos a largo plazo, relevantes para la financiación de proyectos de inversión por parte de las empresas. También los bancos del sur prefieren, en un contexto de creciente exigencia de provisiones y de



requerimientos de capital, invertir en deuda soberana española o italiana, que no en pymes con riesgo.

Europa dispone de un prestamista de última instancia, el Banco Central Europeo (BCE), función que ha cumplido solo a medias. Se han hecho bien dos cosas: el BCE ha financiado los déficits de pagos de los gobiernos individuales frente a la Unión Europea a través del sistema de pagos TARGET2, y ha facilitado la liquidez de los bancos de la eurozona, pero no ha cumplido la misma misión respecto de los gobiernos soberanos. Se ha gestionado mal el problema de la deuda soberana y el impacto que tal crisis tiene en términos de la segmentación financiera que afecta a las empresas del sur de Europa.

En este terreno no se ha hecho nada, excepto por pequeños programas para la compra de deuda de pymes. En EE.UU. no hay segmentación financiera debido a la existencia de una unión bancaria. La segmentación de los mercados financieros en Europa es la

muestra más evidente de una heterogeneidad mal resuelta. Cuando se habla de este tema en Europa, se aprecia cierto grado de aceptación de una regulación común, pero solo una supervisión común para los bancos grandes. Y no se acepta en absoluto un sistema de resolución común, sino que cada país asuma los costes de sus crisis bancarias. Y aún no se ha comenzado a hablar de un seguro de depósitos común. El compromiso con la unión bancaria demuestra mucha indecisión por parte de Europa.

Lamentablemente, la ya larga historia de crisis financieras tampoco ha sido suficiente para crear un sistema mundial de solución de crisis de sobreendeudamiento, por lo que es de temer que continuemos dando distintas soluciones a cada situación. Se ha socializado la deuda griega, resolviéndose con un coste que se distribuirá a lo largo de toda la zona euro, cuando debería haber habido una mayor asunción de costes por parte del sector privado. Con anterioridad, se había diseñado el plan Brady, se reestructuró la

Europa necesita emprender una revolución tecnológica, como la relativa al cambio climático, y competir con EE.UU. en este terreno, diseñando en profundidad una política industrial y tecnológica como estrategia de largo plazo

deuda argentina y en dos ocasiones la deuda de Ecuador, permitiendo una solución al problema del sobreendeudamiento, pero sin crear un sistema de soluciones, que es lo que el mundo necesita.

Es preciso crear un Tesoro europeo que emita eurobonos, y una unión bancaria europea que rompa la correlación entre riesgo soberano y riesgo bancario y que incentive la creación de bancos transeuropeos. La supervisión única persigue reducir la fragmentación financiera y restaurar el mercado interbancario. El establecimiento de un sistema único de resolución con la participación

del sector privado incentivaría a Alemania a mutualizar parte de los fondos de resolución. Esta solución tiene beneficios pero también costes elevados, y es un proceso largo cuyo reparto de costes hay que definir. El BCE ha permitido ganar tiempo con el segundo rescate de Grecia, los flujos de capitales han vuelto a los mercados de deuda pública y también están disponibles para las emisiones privadas, y las tensiones financieras han disminuido a pesar de los sucesivos eventos de riesgo en Chipre, Portugal e Irlanda. Se ha propuesto constituir un *sinking fund* en el área euro, en el que incluir todo lo que





exceda del 60% del PIB en todos los países, asegurando temporalmente dicha deuda. También se está considerando la emisión de Euroletras, que podría permitir refinanciar a corto plazo la enorme masa de deuda de un posible *sinking fund*, para el que parece que se están dando pasos, aunque lentos.

Pero las uniones bancaria y fiscal no aseguran por sí solas la convergencia económica, y los beneficios de la UE deben ir más allá de la integración bancaria y fiscal. Europa necesita una unión económica y monetaria genuina, con unión bancaria, fiscal, económica y política. Tal entorno institucional permitiría corregir los desequilibrios en una Europa muy heterogénea, reestructurando la deuda de un país cuando sea imprescindible. Es preciso buscar un equilibrio entre crecimiento y austeridad presupuestaria. Centrar la atención en los déficits estructurales a medio plazo, como propone el Tra-

tado de Estabilidad, parece correcto, y este tratado, junto con el SIX-PACK, parecen instrumentos suficientes en este momento. El objetivo a corto plazo debe ser evitar el riesgo de un círculo vicioso entre austeridad y recesión, así como la aparición de dudas sobre la solvencia de la deuda soberana.

Es necesario facilitar la convergencia de los determinantes del crecimiento económico, yendo más allá de la Agenda 2020, en un proceso que llevará décadas. Europa debe desarrollar y mejorar la calidad de sus instituciones, y favorecer definitivamente la formación de capital humano mediante programas de formación en el puesto de trabajo (*on the job-training*), reforma del mercado de trabajo y los sistemas de Formación Profesional); el capital humano a su vez, condiciona las actividades de I+D, alrededor de la cual deberían centrarse las políticas nacionales y europeas.

Europa necesita meterse en una revolución tecnológica, como la relativa al cambio climático, y competir con EE.UU. en este terreno. Europa necesita diseñar en profundidad una política industrial y tecnológica, como estrategia de largo plazo. Es muy lamentable que las estrictas políticas de ajuste que se han impuesto en la periferia de Europa hayan conducido a fuertes recortes en la inversión en educación, investigación, universidades, desarrollo tecnológico. Esto no augura nada bueno respecto de las posibilidades de entrar en una senda de crecimiento robusto y sostenible en el futuro.

Parece que todo apunta a la necesidad de una política monetaria más expansiva en la forma de provisión de liquidez mediante la compra de deuda a largo plazo. Esto reduciría los tipos de interés, y una devaluación del euro respecto del resto de divisas. Quizá acompañado de una reestructuración de la Deuda, al modo de un plan Brady para la deuda europea, igual que permitió que Méjico y Argentina salieran de la crisis de la deuda¹⁰.



Resumen y conclusiones

Las crisis financieras surgen frecuentemente por una mala gestión de una fase de expansión financiera previa, con elevada disponibilidad de liquidez y reducidos costes de financiación, durante la cual los países acreedores aprovechan la generosa oferta de crédito para financiar una fase de crecimiento con escasa o nula ganancia de productividad y las instituciones inversoras minusvaloraron el riesgo.

Este apetito por liquidez pronto genera un desequilibrio por cuenta corriente y su contrapartida en la hoja de balance externo que contabiliza los activos y pasivos con el exterior. Si el país acreedor genera la imagen de una economía que no está obteniendo ventajas competitivas que la configuren como generadora de crecimiento sostenido, al aparecer dudas sobre la capacidad de devolución de los préstamos, la liquidez disponible puede secarse súbitamente.

Ha sido frecuente en el pasado subestimar la relevancia del déficit por cuenta corriente, interpretándolo como un síntoma de la fortaleza del país, y su capacidad para atraer fondos extranjeros. Esto es un grave error, como también lo es que la pertenencia a un área monetaria común haga irrelevante el déficit por cuenta corriente de un país miembro, si la región tiene una balanza externa saneada.

No debe subestimarse la duración de la crisis que surge como consecuencia del sobreendeudamiento. La solución a estas crisis precisa de ayuda externa, generalmente de instituciones financieras multilaterales, que faciliten liquidez y, posiblemente de una reestructuración de la deuda. Una pronta actuación en estas líneas puede ser muy eficaz en reducir la duración de la crisis. La devaluación del tipo de cambio ha sido otro

instrumento eficaz en la salida de las crisis financieras, contribuyendo además al saneamiento progresivo de la hoja de balance externo.

La UE está experimentando crisis a pesar de tener mejores fundamentales que otras regiones, con mejor cuenta corriente agregada y mejores déficit públicos. Pero el equilibrio global oculta importantes desequilibrios en algunos países miembros, y el hecho de ser un conjunto de economías de notable heterogeneidad. No sin razón muchos economistas hicieron notar en su momento el incumplimiento, por parte de los países candidatos a constituir la eurozona de las condiciones que los constituirían como una “zona monetaria óptima”. La UE carece de instituciones apropiadas para contrarrestar *shocks* de países individuales, su gobierno se ha visto sobrepasado por la Conferencia Intergubernamental de Presidentes de los Gobiernos de los países, quienes han impuesto la estrategia de que cada economía asuma los costes de resolución de sus desequilibrios. Ignorando el principio básico de que sin crecimiento no se pagan las deudas, la UE ha impuesto políticas de austeridad que están resultando muy dañinas para las economías periféricas, aquellas en las que se desató la crisis de deuda soberana.

Por fortuna para Europa su deuda está denominada principalmente en su propia moneda, pero acumula una deuda entre dos y tres veces superior a la que tuvo AL cuando entró en crisis. En Europa no hay devaluación posible, pues no hay salida del euro. No hay mecanismo de salida establecido y, aunque ha sido considerado, cualquier posibilidad de salida desataría muy probablemente una crisis financiera mundial de incalculables consecuencias.

Debió haberse avanzado muy pronto en una reestructuración de la deuda que hubiese hecho innecesaria la implantación de las políticas procíclicas de austeridad que tanto daño están causando, y que amenazan con

hipotecar las posibilidades de desarrollo futuro. No es descabellado pensar que la concentración de riesgos en deuda periférica de bancos de la zona central del euro (Francia y Alemania muy en particular) ha sido un potente argumento para no avanzar en una estrategia que hubiese facilitado a los países en crisis su solución, pero que hubiese puesto en dificultades a muchas de tales instituciones financieras.

Se han acometido amplias reformas estructurales en algunos países, aunque no siempre es evidente cuál sea su consistencia ni cuáles los fines que pretenden, si reducir costes o impulsar una agenda de crecimiento sostenido. En todo caso, la experiencia muestra que, aunque necesarias, este tipo de reformas no han sido un elemento clave en la resolución de crisis pasadas en otras regiones.

Recuperar una senda de crecimiento robusto y sostenido requiere asimismo progresar definitivamente en la construcción europea. Debe avanzarse en la construcción de una unión europea bancaria, fiscal y política¹¹. Ello permitiría romper la conexión entre deuda privada y deuda soberana, facilitando la financiación de gobiernos y empresas, y posibilitando la creación de un sistema resolución de las crisis de países individuales. Este es un proceso lento, por naturaleza y por la ineficiencia de las instituciones europeas en la toma de decisiones, muy condicionadas por los calendarios electorales. Una *unión europea plena* dificultaría la aparición de futuras crisis, y facilitaría enormemente la resolución de las que pudieran surgir. Aunque su cronología pueda no adaptarse fácilmente a la urgencia que requiere la solución de la actual crisis, es fácil argumentar que bastaría un anuncio creíble para la comunidad internacional de la decisión a avanzar en esta línea, para restablecer el acceso de las economías periféricas a los mercados de crédito internacionales.

Europa debe apostar decididamente por



una política común de innovación y desarrollo tecnológico. Debe aspirar a competir como fuente de innovación con EE.UU., China, y las economías emergentes más maduras que están tomando los primeros puestos en los *rankings* de innovadores tecnológicos.

Desde el punto de vista social, una de las negativas consecuencias de la actual crisis ha sido el debilitamiento del sueño de construcción de una Europa unida, que ha sido un espejo y ha dictado una lección para América Latina. Convertida en organismo Intergubernamental, en vez de avanzar en el tránsito a un sistema transnacional, siguiendo el principio de subsidiaridad, Europa se parece cada vez más a la ONU, reflejando una limitación similar en la toma de decisiones.

Las políticas de austeridad han acentuado dramáticamente el debilitamiento del estado de bienestar europeo, uno de los grandes logros de la humanidad, como consecuencia natural de la crisis. Si la política europea futura se diseña sobre la consolidación fiscal y la liberalización y flexibilización de los mercados, se va a resquebrajar decisivamente el modelo europeo de desarrollo con equidad y solidaridad que fue un ejemplo enormemente apreciado por muchos países.

NOTAS

¹ Este artículo resume algunas de las opiniones expuestas durante las conferencias que constituyeron el curso de verano UCM referido en el título. El papel del autor ha consistido en seleccionar y reunir algunos de los puntos de vista, dotándoles de cierta estructura que facilite su seguimiento y permita difundir los contenidos expuestos durante el curso.

² Se contabilizan hasta 30 episodios de crisis que afectaron a un total de 20 países. Ha habido a) crisis cambiarias, que han generado fuertes devaluaciones, masivas durante los 80, b) crisis de deuda externa, que han sido las dominantes en la historia de AL y c) crisis bancarias, que fueron importantes a partir de la década de los ochenta.

³ Por Paul Volcker, Chairman de la Reserva Federal estadounidense entre agosto 1979 y agosto 1987.

⁴ Por ejemplo, España tenía un déficit por cuenta corriente en el entorno del 10% del PIB, el segundo del mundo, tras EE.UU.

⁵ El coste que en términos salariales conlleva la generación de una unidad de producto.

⁶ Conjunto de indicadores macroeconómicos y financieros que la UE considera que deben seguirse en anticipación de señales de posibles crisis.

⁷ A finales de 2011 y comienzos de 2012, capitales extranjeros que financiaban la deuda española abandonaron el país por un importe de un 35% del PIB.

⁸ Sin duda, debido a la incertidumbre generada acerca del futuro de la eurozona.

⁹ Pequeñas y medianas empresas.

¹⁰ Sin ignorar que Argentina tuvo que implantar posteriormente un corralito y convertir todos los activos en pesos, con su consiguiente pérdida de valor.

¹¹ Lo que debería implicar conversaciones explícitas acerca del modo de gestionar la Europa dual, que tiene zona euro y zona sin euro (Reino Unido, Suecia). O sobre qué sucedería si alguno de estos países decidiesen abandonar la UE.