

La crisis financiera en Europa: Lecciones desde América Latina

Domingo Cavallo¹

Traducción de Ignacio Cattaneo

La actual crisis financiera en Europa posee el mismo origen que la crisis financiera en los EE.UU.: el exceso de endeudamiento. En algunos países, la causa fue el excesivo endeudamiento de las familias y las empresas. En otros, se trató del excesivo endeudamiento de los gobiernos. En la mayoría de los casos, fue excesivo el endeudamiento de los intermediarios financieros. Los EE.UU. y Europa son economías de dimensiones similares.

Si tomamos a Europa como un agregado, los déficits fiscales y por cuenta corriente fueron --y siguen siendo--, mucho mayores en los EE.UU. que en Europa. En principio, si los EE.UU. fueron capaces de encontrar una solución, Europa también debería serlo.

La solución de los Estados Unidos

En los EE.UU. la crisis financiera se palió con un gran incremento en el balance de la FED y un gran aumento del déficit presupuestario para recapitalizar los bancos y estimular la demanda agregada. Esta estrategia funcionó bien porque la demanda de bonos del Tesoro de EEUU y otros bonos no se desmoronó.

Por el contrario, en el peor momento de la crisis, cuando las preocupaciones se convirtieron en pánico, el Tesoro de EEUU y los bonos repuntaron como consecuencia del movimiento hacia activos considerados más seguros (un fenómeno que se ha denominado "flight to quality").

Los EE.UU. son el principal proveedor de moneda de reserva para el mundo y al mismo tiempo sus obligaciones financieras son un depósito de confianza financiera, incluso cuando fueron los errores económicos en su propia economía los que dieron origen a la crisis global. Es precisamente este privilegio de la economía de EE.UU. lo que permite a muchos macroeconomistas estadounidenses sostener que, aun cuando el origen de la crisis fue el exceso de liquidez y la expansión fiscal, la respuesta a la persistencia del desempleo y una débil recuperación debería ser más liquidez y más estímulo fiscal.

En mi opinión, incluso la oferta ilimitada de liquidez y los grandes estímulos fiscales no pueden generar un desarrollo sostenible en EEUU a menos que los "espíritus animales" revivan y se produzcan nuevos avances tecnológicos. La crisis financiera podría resolverse en EEUU del mismo modo en que se resolvió en Japón después del estallido de la burbuja inmobiliaria a finales de los años ochenta -- incluso si la economía se estancara por más de una década.

América Latina no ofrece ninguna experiencia en lo que respecta a este tipo de crisis financieras,

1 Conferencia pronunciada en la Universidad de Yale el 26 de septiembre de 2011, como parte de las "Senior Fellows Lecture Series" del Jackson Institute for Global Affairs, Universidad de Yale.

simplemente porque ningún país latinoamericano ha tenido una moneda de reserva y porque la deuda latinoamericana nunca ha sido vista como depósito de confianza. Respecto de la crisis financiera de los EE.UU. y sus posibles soluciones, la experiencia japonesa es mucho más relevante.

La solución de la crisis financiera en Europa

Cuando Europa introdujo el Euro en 1999, la mayoría de los líderes políticos, economistas y banqueros creían que el Euro se convertiría en un competidor para el dólar como moneda de reserva y que se podía confiar en las obligaciones financieras denominadas en Euros tanto como en aquellas de los EEUU. Lo que todos ellos pasaron por alto es que las obligaciones financieras, incluso si ha sido emitidas en euros, no son europeas, sino nacionales.

Los banqueros y los economistas europeos han pasado por alto el hecho de que las deudas de cada país no eran *deudas europeas*. Si los banqueros y economistas --quienes deberían estar más capacitados que los políticos para advertir la diferencia--, se hubieran dado cuenta de que actualmente cada país es responsable de su propia deuda, las tasas de interés aplicadas a la deuda de cada país no habrían convergido tan rápido como lo hicieron. En consecuencia, la oferta de crédito para la periferia de Europa no habría sido tan abundante como lo fue.

Pero la realidad es que los países de la periferia europea se endeudaron excesivamente hasta el punto de no ser capaces de pagar. Al igual que las hipotecas *subprime* se convirtieron en activos tóxicos de los bancos en los Estados Unidos, en Europa la deuda de Grecia y otros países de la periferia se convirtieron en activos tóxicos también.

¿Podría entonces Europa aplicar algunas de las políticas que están ayudando a los EEUU para hacer frente a la crisis? Sostengo que Europa podría aplicar políticas similares si las deudas nacionales se convirtieran en deudas garantizadas por Europa en su conjunto y no por cada país. En este caso, el BCE podría expandir la liquidez sin límites y Europa podría aplicar un estímulo fiscal para recapitalizar sus bancos y estimular la demanda agregada, tal y como lo hizo y parece estar dispuesto a seguir haciendo EEUU.

Los banqueros europeos y los prestamistas de Europa en todo el mundo estarían muy de acuerdo con esta solución. Pero, por supuesto, los líderes políticos y los contribuyentes de los países europeos que aún son solventes no están dispuestos a absorber las pérdidas generadas por un error de apreciación del riesgo por los banqueros.

Si en el momento de la introducción del Euro los líderes políticos hubieran creado una Unión Política en Europa, ésta hoy en día estaría en la misma situación que los EEUU o tal vez no estaría tan mal, porque después de todo el tamaño de los activos tóxicos de los bancos es menor en Europa que en sus contrapartes de EEUU.

Los banqueros y economistas actualmente culpan a los políticos por no haber creado esta unión política antes de la unión monetaria. Pero doce años atrás, las naciones europeas no estaban dispuestas a renunciar a la soberanía fiscal. Ni están listas para que eso suceda hoy en día. El hecho es que la Unión Política no existe, pero de todos modos la crisis tiene que ser tratada.

Por consiguiente, si la unidad política en Europa simplemente no está al orden del día, ¿cuál es la

solución para la crisis financiera europea?

Los euroescépticos tradicionales y muchos macroeconomistas de la corriente mayoritaria en EEUU sugieren la desintegración del Euro y una recuperación, al menos para los países de la periferia, de su soberanía monetaria nacional.

Es en este punto cuando la experiencia de América Latina se vuelve relevante. En particular, es relevante la experiencia de Argentina en 2001 y aquella de América Latina en su conjunto en 1982.

La experiencia argentina de 2001 es la que más se asemeja a los problemas que Grecia enfrenta hoy, aunque tengo que reconocer desde el principio que la actual situación de Grecia es mucho peor que la de Argentina en 2001.

La experiencia de América Latina de 1982, que pasó a ser conocida como la "Crisis de Deuda de América Latina", es la que probablemente más se parecería a la situación de muchos países de Europa si se decidiera sustituir el Euro con las monedas nacionales.

Vamos a empezar con la experiencia argentina y las recomendaciones que Nouriel Roubini y otros ofrecen a Grecia en estos días.

Los consejos de Nouriel Roubini

Nouriel Roubini sugiere que Grecia lleve a cabo exactamente lo que hizo Argentina en la última semana de 2001 y la primera semana de 2002, en medio de una crisis política que forzó la dimisión del gobierno que había ganado las elecciones de 1999 y que --luego de varios presidentes interinos--, llevó al poder al candidato que había perdido aquella elección.

Grecia, en su opinión, debe declarar el "default" de su deuda pública, abandonar el Euro y reintroducir la Dracma. Luego se debe dejar que la Dracma se devalúe tanto como sea necesario para recuperar la competitividad y el crecimiento.

Él reconoce que esa decisión daría lugar a terribles problemas en los balances de los bancos griegos y los hogares griegos endeudados y las empresas. Por lo tanto, sugiere que Grecia debería convertir sus activos y pasivos financieros de Euros a Dracmas --por lo menos aquellos creados en virtud de la legislación griega. De esta manera, la devaluación de la Dracma debería también devaluar las obligaciones de deuda tanto del sector público como del privado.

En ese sentido, Roubini argumenta que ello beneficiaría a Grecia, ya que restablecería la competitividad y aseguraría que la economía comience a crecer inmediatamente. Él usa la experiencia argentina para respaldar sus argumentos.

Acabo de escribir un artículo explicando que la interpretación de Nouriel Roubini sobre los hechos en Argentina es totalmente errónea y que las consecuencias para Grecia de la adopción de esas decisiones serían extremadamente costosas, bajo todo punto de vista.

Más aun, si Grecia siguiera ese camino, los mercados anticiparían que Portugal, Irlanda e incluso Italia y España se verían obligadas a hacer lo mismo, y Europa se encontraría en una situación como la de

América Latina en 1982, cuando el incumplimiento de la deuda mexicana provocó grandes devaluaciones y la morosidad de varios otros países de América Latina.

Lo que siguió en América Latina es bien conocido: estanflación, hiperinflación y todas las miserias asociadas a lo que se llamó la "década perdida".

La situación se revirtió sólo después de profundas reformas de mercado a favor del crecimiento y una amplia consolidación fiscal y, por último, el "Plan Brady" para la deuda, a partir de 1989. Pero en la mayoría de los países, fueron necesarios casi 20 años de grandes y persistentes esfuerzos para dejar atrás todos los vestigios de la crisis financiera. Y en aquellos países como Venezuela y Argentina que no continuaron con tales reformas, la inflación sigue siendo un problema crónico.

¿Cuál es la alternativa?

Los europeos deben alarmarse pero no desesperarse. Hay una solución. Y la solución es avanzar poco a poco hacia la integración fiscal. El instituto que los europeos han creado para hacer frente a la crisis financiera --el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, según su sigla en inglés)--, debería permitir la reestructuración de la deuda tanto como sea necesario para conducir a los países endeudados por un camino sostenible.

Además, el EFSF debería emitir Deuda Europea para financiar el déficit fiscal del resto de esos países, mientras ellos ponen en práctica sus respectivos planes de consolidación fiscal y crecimiento. La primera serie de la nueva deuda emitida debería ser prestada a los países que necesitan capturar el descuento de deuda que los mercados ya están revelando. En el caso de Grecia, la nueva Deuda Europea a emitir equivaldría a la mitad la deuda que se necesita retirarse.

La segunda serie de la nueva Deuda Europea debería ser prestada a los mismos países para financiar sus déficit fiscales, y hallarse condicionada a la ejecución oportuna de planes para la consolidación fiscal y el crecimiento, previamente aprobados por un Ministro de Finanzas Europeo. Esto significa que sólo esos países deberían renunciar a la soberanía fiscal.

Para concluir, esta propuesta enfrenta dos objeciones:

En primer lugar, el argumento que se formula de manera más insistente en Alemania y otros países solventes contra esta posición, es que sus pueblos no estarían dispuestos a renunciar a la soberanía fiscal. Pero ello no se interpondría en el camino de esta solución, ya que esos países no estarían obligados a renunciar ninguno de sus facultades soberanas.

La otra objeción que se invoca para oponerse a la emisión de deuda en Europa es que esa solución resulta una carga pesada para los contribuyentes de los países solventes. La respuesta a este argumento es que la carga para Europa será mucho mayor si todos los países insolventes abandonan el Euro e ingresan desordenadamente en estado de cesación de pagos. En este caso, los esfuerzos que los Estados solventes tendrán que hacer para recapitalizar a los bancos europeos y mantener la confianza en sus

propias economías serían mucho mayores.