

Por Roberto Frenkel

Investigador Titular del CEDES y profesor de la UBA, UTDT y FLACSO-San Andrés.

Taxonomía es la actividad de agrupar individuos en especies, ordenar las especies en grupos más amplios y darles nombres, produciendo así una clasificación. Aplicamos esta metodología a un conjunto de crisis financieras que ocurrieron en el segundo período de globalización financiera (entre finales de los años sesenta del siglo XX a la actualidad). En lugar de las características físicas observadas por los naturalistas, nuestra clasificación se enfoca en los rasgos estilizados de los procesos críticos.

El conjunto comprende las crisis experimentadas por las economías de mercado emergente (EME), la crisis en Estados Unidos con repercusiones globales y las crisis que sufren actualmente las economías de la zona del euro (EZE). Nos interesa particularmente la evolución de las crisis en las EZE periféricas (Grecia, Irlanda y Portugal), España e Italia (GIIPS). En estos países hubo un resurgimiento de procesos críticos encabezado por Grecia a partir de abril de 2010.

Hemos venido trabajando con esta metodología y hemos producido hasta ahora un par de trabajos académicos. En esta nota volcamos algunas de las lecciones que se derivan del estudio. Las principales se refieren a la prevención de crisis.

Las crisis en los países desarrollado y en desarrollo apuntan en común a señalar las falencias de los sistemas financieros débilmente regulados. La conclusión más general es que reforzar y extender la regulación financiera es esencial para evitar la inestabilidad y las crisis.

Una conclusión específica de las EME es que la prevención de crisis en estas economías va más allá de la regulación de los sistemas financieros. En las EME, la conjunción de la política macroeconómica con la inserción financiera internacional juega un rol crucial en el comportamiento financiero. Se concluye que además de reforzar y extender la regulación los países deberían: 1) adoptar regímenes cambiarios que prevengan la especulación y provean flexibilidad a las autoridades, 2) instrumentar medidas de regulación de los flujos de capital y 3) aplicar políticas que aseguren la robustez de las cuentas externas, incluyendo la acumulación de reservas internacionales importantes y la preservación de tipos de cambio competitivos (no apreciados).

Con respecto a la zona del euro, particularmente los GIIPS, el análisis muestra que la introducción de la moneda común resultó en un tipo de crisis con fuertes semejanzas con las crisis en las EME. Tanto en las EZE como en las EME, las crisis se originaron en la conjunción de tipos de cambio fijos, libre movilidad de capitales y débil regulación financiera.

Una lección preventiva para Europa sería no adoptar la moneda única, pero esta recomendación es irrelevante hoy. Una lección más concreta y práctica se refiere a los mecanismos de retroalimentación negativa que operan en la fase contractiva del ciclo que antecede a las crisis. En las EME, el riesgo cambiario y el riesgo de default por falta de liquidez en moneda internacional son los factores que retroalimentan el proceso en la fase contractiva y conducen a la crisis cambiaria. Ambos factores operan por la inexistencia de un prestamista de última instancia (PUI) en moneda internacional para estas economías. Estos factores están ausentes en las EZE, porque el sistema de pagos de la zona del euro garantiza la disponibilidad de liquidez para efectuar todos los pagos internacionales, privados y públicos. En las EZE (singularmente en los GIIPS), los efectos de retroalimentación negativa que vienen operando tienen su principal fuente en la dinámica de círculo vicioso de las primas de riesgo soberano y los ratios deuda pública/producto. Este mecanismo podría haber sido neutralizado por la actuación del banco central europeo (BCE) como PUI creíble de los gobiernos de la zona, de la misma manera como lo vienen haciendo los bancos centrales de Estados Unidos, Gran Bretaña y Japón desde que estallaron las crisis en estos países. Aún hay tiempo para que el BCE juegue ese papel.

Aunque el BCE se hubiera comportado desde el principio de la crisis como un PUI creíble de los gobiernos de la zona y los mecanismos de retroalimentación negativa hubieran sido neutralizados, los GIIPS estarían de todas maneras atrapados en contextos de deflación por deuda y baja competitividad internacional. ¿Dice algo sobre esto la experiencia de las EME? Las crisis en las EME terminaron en todos los casos en devaluaciones, de modo que un tipo de cambio más depreciado fue condición general de las ulteriores recuperaciones. Pero las devaluaciones no fueron condición suficiente. Por ejemplo, las crisis latinoamericanas de comienzos de los años 1980 fueron seguidas de grandes devaluaciones (nominales y reales) y una sucesión de rondas de renegociación de las deudas. Pero ninguna de esas negociaciones incluyó un alivio sustancial de la carga de deuda. Como consecuencia, los mayores países de la región experimentaron ocho años de estancamiento, alta inflación e hiperinflación: la estabilización y la

recuperación del crecimiento eran incompatibles con el cumplimiento de las obligaciones externas. Desde México 1995 en adelante las reestructuraciones de deuda tampoco incluyeron quitas sustanciales, pero fueron facilitadas por paquetes masivos de rescate encabezados por el FMI. En casi todos los casos la resolución incluyó el salvataje y la reestructuración del sistema financiero doméstico, con refinanciación de las deudas privadas en términos favorables para los deudores, que involucraron costos fiscales significativos.

La crisis argentina en 2001-02 es un caso especial. El país entró en default de su deuda externa, como hicieron los países de AL en los años 1980, pero entonces suspendió pagos de deuda privada por cerca de cuatro años. En 2005 acordó con los acreedores privados la reestructuración con una quita que era record histórico en ese momento. Como en otros casos, la resolución de la crisis involucró una gran devaluación y el rescate del sistema financiero doméstico con términos favorables para los deudores. La economía empezó a crecer porco tiempo después y sostuvo altas tasas de crecimiento en los años siguientes. Esto es lo que hace el caso argentino particularmente interesante para quienes buscan lecciones de resoluciones de crisis.

En la zona del euro, por ahora, el BCE no opera como PUI de los gobiernos, los tipos de cambio de los GIIPS siguen apreciados y se persiste en políticas fiscales procíclicas. Difícil ser optimista al respecto.