

*Manuel Ramos Francia
Ana María Aguilar Argaez
Santiago García Verdú
Gabriel Cuadra García*

Dirigiéndose a problemas: una comparación entre las crisis de América Latina y la crisis actual de la zona del euro

Resumen

Comparamos la experiencia de las crisis de deuda externa de América Latina, en particular la de los años ochenta, con la actual crisis europea. Esto lo hacemos con el fin de arrojar algo de luz sobre los mecanismos de ajuste necesarios. Abogamos por la necesidad de un alivio de deuda mucho más grande en Europa. Para afrontar los problemas de riesgo moral que surgirían, proponemos que se proporcione dicho alivio condicionado a que tanto el déficit fiscal como el de cuenta corriente se reduzcan a cero como una señal de compromiso.

M. Ramos Francia, subgobernador, Banco de México <mrfran@banxico.org.mx>; A. M. Aguilar Argaez, directora de Estudios Económicos <amaguilar@banxico.org.mx>; S. García Verdú, asesor de la Junta, Banco de México <sgarciav@banxico.org.mx>; y G. Cuadra García, investigador económico, Dirección General de Investigación Económica <gcuadra@banxico.org.mx>. Las opiniones en este artículo son de los autores y no reflejan necesariamente las del Banco de México.

Abstract

We compare the experience of Latin American external debt crises, in particular the one in the 80s, with the current European one. We do so with the aim of shedding some light on the needed adjustment mechanisms. We argue for the need of much larger debt relief in Europe. To address the moral hazard problems that would arise, we propose providing such relief conditional on the reduction of both the fiscal and the current account deficits to zero as a commitment signal.

1. INTRODUCCIÓN

La crisis de la zona del euro ha traído dificultades económicas, ha sido un tema de gran preocupación para los hacedores de políticas y ha llamado la atención de muchos especialistas alrededor del mundo. Sin duda, encontrar una solución viable representa un reto enorme en muchos sentidos. Con esta situación como telón de fondo, el presente trabajo tiene un doble propósito. El primero consiste en analizar los principales elementos de las crisis previas de América Latina, en particular, cómo los hacedores de políticas respondieron en aquel momento. Nos enfocaremos en la crisis de los años ochenta, ya que queremos concentrarnos en los aspectos macroeconómicos, debido a que en dicho caso no hubo crisis bancaria. No obstante, ocasionalmente nos referiremos a otras crisis de la región.

El segundo propósito es comparar estos elementos con los de la crisis europea económica actual. Esta comparación puede ser de ayuda para identificar algunos patrones que podrían ser útiles para mejorar nuestro entendimiento sobre los problemas que enfrentan los hacedores de políticas en la zona del euro. De hecho, no obstante que cada crisis de deuda tiene sus idiosincrasias, hay algunos patrones comunes a todas (Reinhart y Rogoff, 2009). Por ejemplo, un elemento clave común a todas estas crisis es el exceso de gastos sobre ingresos. Al fin y al cabo, no tiene importancia dónde comienza el exceso si en el

sector privado o en el sector público. Esto es el caso debido a que en última instancia la deuda pública recae sobre los hogares.

En este contexto, para los hacedores de políticas y quienes toman las decisiones, es esencial identificar posibles indicios de problemas. En general, estos incluyen un exceso de consumo, de inversión o de gasto público, que trae como consecuencia un incremento en el déficit público o en el déficit en cuenta corriente. Otros indicios importantes son tasas de interés más bajas de lo normal o desajustes en el tipo de cambio real. Este último puede medirse a través del costo unitario de la mano de obra. Si los recursos utilizados para financiar el gasto tienen como intermediario al sector bancario, es probable que la banca esté en problemas. Si esto sucede, se convierte en un problema fiscal en la medida en que reciban un apoyo gubernamental. Más aún, las burbujas en los precios de los activos son perjudiciales ya que distorsionan las decisiones de consumo y de inversión, sin embargo, pueden ser difíciles de detectar *ex ante*.¹

En general, las altas razones de deuda respecto al PIB implican un dilema. Característicamente, atender cuestiones de deuda trae como consecuencia una disminución de la actividad económica y, por lo tanto, un aumento de dicha razón. Por otro lado, responder a una disminución de la actividad económica puede producir un aumento en los niveles de deuda, lo que incrementa dicha razón. Considerando lo anterior, por sí solas, estas señales no necesariamente implican una crisis inminente, ni la presencia de algunos factores favorables la descarta. Es más bien el comportamiento conjunto de estos y, en particular, la manera en que evolucionan a lo largo del tiempo lo que puede indicar una crisis.

Desde el punto de vista del análisis económico y de la respuesta de política, existen dos elementos clave por considerar: las necesidades de financiamiento a corto plazo, lo que llamamos el problema de flujos, y la reducción de la deuda a

¹ El término activos se utiliza en un sentido amplio que incluye, entre otros, activos financieros, bienes raíces y activos de capital.

un monto sostenible, lo que llamamos el problema de acervo. Para ser más precisos, por un lado, si el gasto supera al ingreso disponible—incluidos los recursos financieros—, inevitablemente ocurre un ajuste, lo que corresponde a un problema de flujos. Típicamente, el ajuste afecta al consumo y la inversión, incluidas las cuentas públicas, que a su vez afectarán al sector privado. Estos ajustes, son a menudo draconianos, e incluyen reducciones significativas en el gasto agregado.

Por ejemplo, en la década de los ochenta, los países latinoamericanos tuvieron que ajustar sus economías a un cese súbito del financiamiento externo, un problema de flujos. Ante estas circunstancias, entre muchas otras, se aplicaron planes de ajuste que conllevaban políticas de reducción del gasto, como restricciones fiscales, y medidas de reorientación del gasto, tales como devaluaciones nominales. En general, estas medidas se aplicaban por medio de los acuerdos de derecho de giro del FMI.

Por otra parte, debido a que en las crisis también se tienen que afrontar desequilibrios acumulados en épocas anteriores, financiarlos representa una tarea ardua, un problema de acervos. De hecho, una interrupción repentina no sólo se refiere a la falta de financiamiento del mercado, sino también a la falta de refinanciamiento.

Los programas de ajuste deben estar acompañados por un conjunto amplio de reformas estructurales para incrementar la productividad y, fundamentalmente y permanentemente, aumentar la competitividad. Debido al tamaño usual del ajuste macroeconómico, los esfuerzos en la implementación de estos programas y de las reformas económicas deben complementarse con el apoyo financiero por parte de la comunidad internacional, comúnmente por medio de alguna forma de condonación de deuda. En efecto, un programa de ajuste para abordar un problema de acervos implementado solamente por el país es típicamente inviable, por lo que la presencia de apoyo es esencial.

En el caso de América Latina, los procesos de ajuste derivaron en excedentes del balance fiscal primario y en una

reversión en las cuentas externas. Aunque evidentemente necesario e inevitable, los esfuerzos para ajustar la absorción interna fueron insuficientes. La actividad económica permaneció estancada y la deuda externa respecto al PIB continuó creciendo. En este marco, los países latinoamericanos implementaron diversas reformas estructurales, como la liberalización del comercio y privatizaciones que impulsaron los ingresos públicos. Estas reformas también tuvieron como objetivo aumentar la productividad y la competitividad. Además, los países lograron reestructurar sus deudas externas por medio del llamado Plan Brady. Considerando todo lo anterior, en términos de política económica, los países latinoamericanos tomaron varias medidas para encontrar en algún momento una solución viable para su crisis.

Los países latinoamericanos enfrentaron crisis de deuda recurrentes en las últimas dos décadas del siglo pasado. Hoy, al igual que entonces, muchos gobiernos de la periferia de la zona del euro tienen cuantiosas deudas denominadas en una moneda que no emiten. Además, la crisis actual de deuda soberana de Europa, al igual que la crisis de América Latina antes referida, es sistémica, y representa una amenaza para el sistema financiero internacional. Por lo tanto, para tener un mejor entendimiento del dilema europeo parece pertinente analizar cómo los países latinoamericanos reaccionaron ante las crisis y cómo lograron estabilizar sus economías.

Hay varias lecciones de la experiencia latinoamericana. En primer lugar, resulta crucial corregir los desequilibrios macroeconómicos que causaron la crisis. El ajuste necesario puede derivar, y probablemente así ocurrirá, en una importante disminución de la actividad económica en el corto plazo. No obstante, los costos del ajuste tenderán a ser más elevados si estas medidas se postergan o se adoptan con tibieza.

En segundo lugar, las devaluaciones elevadas y rápidas del tipo de cambio real son cruciales para ayudar a amortiguar el efecto negativo de la crisis en la actividad económica interna y para generar las divisas necesarias para el servicio de la deuda externa. Comúnmente, las devaluaciones reales fueron

implementadas mediante devaluaciones nominales. Por consiguiente, una política cambiaria a disposición de las autoridades resulta crucial para atenuar el efecto de una crisis. Sin embargo, la eficacia de estas devaluaciones disminuye cada vez que se recurre a ellas. Esto se debe a que los agentes ajustan sus precios cada vez más rápido luego de una devaluación.

En tercer lugar, las medidas adoptadas para resolver una crisis de deuda deben implementarse de una manera creíble, lo que implica una respuesta de política oportuna y decidida. Los planes de ajuste, las reformas económicas y los procesos de renegociación deben de ser creíbles para que contribuyan eficazmente a una salida viable de la crisis.

En cuarto lugar, dado el ajuste económico para reducir la deuda a niveles sostenibles, una cuestión central es cómo se distribuirá la carga de dicho ajuste. Ello dependerá, en gran medida, de los acuerdos institucionales que se hayan establecido antes de la crisis, de la naturaleza del proceso de ajuste y de la respuesta de política durante la crisis. Un asunto relacionado con esto es cuán largo e intenso será el ajuste. En este sentido, los países latinoamericanos se encontraban en una situación ventajosa en cuanto a su posición competitiva, ya que implementaron devaluaciones reales.

En quinto lugar, hasta que no se introdujeron reformas estructurales y se renegociaron las deudas externas, América Latina no obtuvo resultados concretos en términos de estabilidad económica y potencial de crecimiento. En efecto, luego de las políticas de ajuste macroeconómico la actividad económica permaneció estancada, y la deuda externa respecto al PIB continuó creciendo. Por consiguiente, los países latinoamericanos tuvieron que emprender varias reformas estructurales y renegociar sus deudas externas.

En muchos aspectos, la situación actual de la zona del euro es más difícil que la de los países de América Latina durante el periodo de crisis de deuda. Primero, los déficits en cuenta corriente y fiscales –como proporción del PIB– en los países de la periferia europea son mayores que, por ejemplo, aquellos de los países latinoamericanos en los años ochenta.

Segundo, los países de la zona del euro tienen un número limitado de instrumentos de política a su disposición, precisamente porque forman parte de una unión monetaria. En particular, como es evidente, los miembros de la zona del euro no tienen los beneficios de una política cambiaria individual. Por lo tanto, el ajuste inmediato debe depender desproporcionadamente de las políticas de reducción de gastos.

Tercero, la magnitud de los problemas fiscales y financieros en Europa, sumados a un número reducido de herramientas de política y mecanismos de ajuste, disminuye la credibilidad de las acciones de las autoridades. En la práctica, cuando se trata de implementar programas de ajuste económico, la credibilidad es un tema clave.

Adicionalmente, en la zona del euro existe un ciclo de retoolimentación negativa entre la deuda soberana y los problemas del sector bancario. Aunque este ciclo no se presentó en América Latina en la década de los ochenta, sí tuvo lugar, en algunos casos, en la de los noventa. Como es bien sabido, en un ciclo como este, dentro de un entorno económico negativo, si hay perspectivas de que el sector bancario en algún momento necesite ayuda financiera, el gobierno podría enfrentarse a un problema de deuda aún mayor, que reduciría sus grados de libertad para actuar ante cualquier otra eventualidad. Por consiguiente, esto empeoraría la posición de los bancos. Aunque el tema de la banca es importante por sí solo, nos enfocaremos, como dijimos, en los aspectos macroeconómicos de las crisis.

Cuarto, el costo del ajuste recaerá en algún momento en algunos grupos. Si bien lo ideal sería que el peso del ajuste se dividiera de manera equitativa, no será así debido a los mecanismos y acuerdos institucionales prevalecientes. En consecuencia, un tema central es a qué grupos les tocará qué carga. Dentro de un país, esto suele ser un asunto complicado ya que, como es entendible, nadie quiere perder. Dentro de un grupo de países soberanos, podríamos bien considerarlo como un nudo gordiano.

Quinto, la corrección de desequilibrios macroeconómicos es extremadamente costosa en términos de la actividad

económica y menores niveles de vida, y por lo tanto puede llegar a ser incluso políticamente inviable. Lo que es más, esto coloca en el primer plano la disyuntiva entre la necesidad de ajuste y la necesidad de crecer. En este contexto, es indispensable la adopción de reformas estructurales y medidas enfocadas al alivio de la deuda. Para este último punto recomendamos la reducción a cero de los déficits fiscal y de cuenta corriente, como una señal de compromiso para atenuar el problema de riesgo moral que se presentaría.

El resto del artículo se divide en tres secciones y un apéndice. En la sección 2 analizamos los principales elementos de las crisis de deuda de América Latina, concentrándonos en las de la década de los ochenta. Incluimos una breve descripción de los orígenes, analizamos los procesos de ajuste y las respuestas de política, y nos centramos en cómo se superó la crisis. En particular, analizamos las reformas estructurales que se adoptaron en los países latinoamericanos y sus procesos de renegociación de la deuda externa.

La sección 3 examina los componentes clave de la crisis actual de deuda soberana de la zona del euro. Posteriormente, continúa con la comparación de la magnitud de los desequilibrios actuales de Europa con los de América Latina durante la década de los ochenta. Además, nos referimos a las consecuencias de ser parte de una unión monetaria, en contraste con la crisis de América Latina, donde en cada caso, por ejemplo, el tipo de cambio real fue un amortiguador crucial para el impacto del ajuste sobre la economía. En términos más generales, ser parte de una unión monetaria reduce de manera significativa la cantidad de mecanismos de ajuste disponibles. Adicionalmente, estos mecanismos permiten compartir el riesgo entre los agentes económicos y repartir el peso del ajuste.

Por último, en la sección 4 incluimos algunos comentarios a manera de conclusión. Complementariamente, presentamos en el apéndice un modelo de incumplimiento de pagos soberanos para una economía abierta y pequeña que ilustra la dinámica de las principales variables macroeconómicas en épocas de acumulación de desequilibrios así como en periodos de

ajuste, y lo más importante, muestra que debido a la gravedad de los ajustes necesarios, en ciertos casos, la decisión óptima es que los gobiernos de los países afectados cesen sus pagos. Desafortunadamente, en la situación actual, esto no es un buen augurio para la Unión Monetaria Europea (UME). El modelo también ayuda a formalizar algunas de las ideas que incluimos a lo largo del artículo.

2. LAS CRISIS DE DEUDA DE AMÉRICA LATINA

Durante la segunda mitad de la década de los setenta y principios de la de los ochenta, los países latinoamericanos contrajeron deudas considerables con el extranjero. Desde 1975 hasta 1982, la deuda externa a largo plazo de estos países aumentó de un 20% a un 35% con respecto a su PIB (de 68,000 millones a 238,000 millones de dólares). De hecho, en 1982, la deuda externa total de la región latinoamericana, incluida la deuda a corto plazo y el crédito del FMI, se ubicó en un 49% con respecto a su PIB (332,000 millones de dólares). Este incremento en la deuda externa fue posible debido a la disponibilidad de los fondos prestables ofrecidos por los bancos comerciales de las economías avanzadas

El origen del incremento substancial de los préstamos externos contribuyó directamente al aumento de los desequilibrios macroeconómicos de América Latina. En particular, reflejaron un exceso de absorción interna con respecto a los ingresos y, por consiguiente, se produjo un incremento en los déficits en cuenta corriente. En la mayoría de los casos, las políticas fiscales expansionistas fueron la razón principal del aumento de los desequilibrios, como ocurrió en Argentina, Brasil y México.² Sin embargo, en otros países, como Chile, la

² En México, las políticas macroeconómicas expansivas que se aplicaron en la década de los setenta y a principios de la de los ochenta llevaron a un crecimiento desmesurado del sector público, y deterioraron las cuentas financieras de manera significativa. El descubrimiento de importantes reservas de petróleo a mediados de los setenta desató una ola de optimismo en las perspectivas de

mayoría de los desequilibrios pueden ser atribuidos en buena medida al sector privado, y las políticas fiscales sólo desempeñaron un papel marginal.³ Asimismo, el tipo de cambio nominal permaneció fijo a pesar del incremento de los precios internos relacionado con el desequilibrio entre la demanda agregada y el producto. Esta situación derivó en la sobrevaluación de los tipos de cambio reales, que ahondaron aún más los desequilibrios antes referidos (por ejemplo, ver Sachs, 1989; Dornbusch, 1984; y Edwards, 1989).

A pesar de las fuerzas económicas específicas que había detrás, estos países aumentaron sus deudas externas con una rapidez vertiginosa. Llanamente, el drástico aumento de la deuda no era sostenible en el mediano o largo plazo. En este marco, en los primeros años de la década de los ochenta varios choques externos desencadenaron la crisis de la deuda en la región. Más concretamente, hubo tres choques fundamentales para que sobreviniera la crisis: un aumento en las tasas de interés internacionales, un clima de recesión en las economías avanzadas, y una caída en los precios de las materias primas. Desde luego, a pesar de que la crisis de deuda se desató con estos choques, las causas subyacentes ya existían desde hacía mucho tiempo, en particular el mal manejo macroeconómico en los países de América Latina (por ejemplo, véase Dornbusch, 1984; Wiesner, 1985; Edwards y Larraín, 1989 y 1991). De hecho, cuando

la economía mexicana, que derivó en un incremento de los gastos y de los préstamos desde el exterior. En resumen, en el caso de México, las políticas expansivas fueron la fuerza detrás del desarrollo de los desequilibrios macroeconómicos (Cárdenas, 1996; Lustig, 1998).

³ En Chile, la política fiscal casi no influyó en el aumento de los desequilibrios; la mayor parte del gran crecimiento de la deuda externa de Chile fue contratado por agentes privados sin garantías estatales. La liberalización financiera y comercial de la economía chilena permitió al sector privado financiar una inmensa expansión de los gastos nacionales con préstamos del exterior (Edwards y Cox-Edwards, 1992; Ffrench-Davis, 2002).

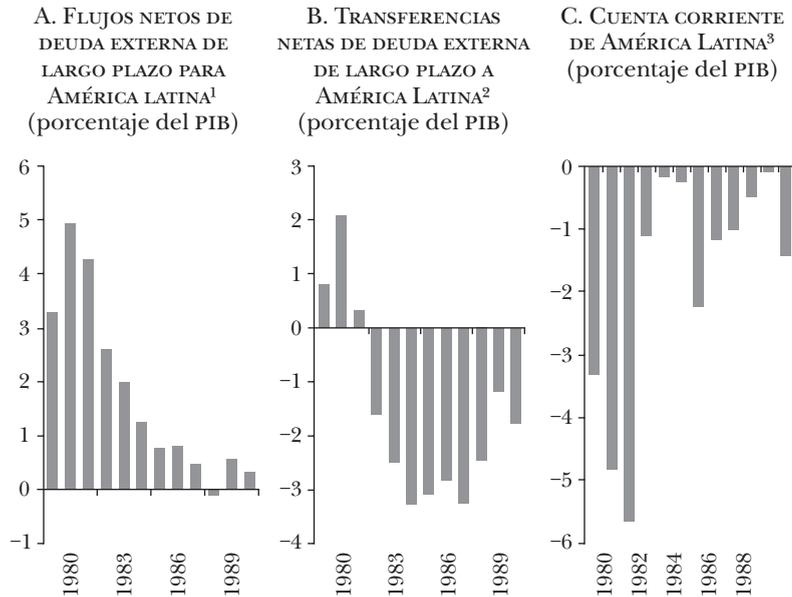
se desató la crisis, estas economías ya estaban en una situación de alta vulnerabilidad.

Hacia finales de 1982, casi todos los países de la región habían experimentado una reversión en su financiamiento externo. Para dar cuenta de la magnitud, la gráfica 1 brinda información sobre los flujos netos y las transferencias de deuda externa de largo plazo de los países de la región, y sobre sus cuentas corrientes durante los años ochenta. Los flujos netos de deuda externa, que corresponden a la diferencia de los desembolsos de los nuevos préstamos menos las amortizaciones de los préstamos previamente contratados, alcanzaron un punto máximo de 4.9% del PIB (38,000 millones de dólares) en 1981, y luego cayeron durante la década de los ochenta. De hecho, precisamente después de 1982, los países latinoamericanos sólo pudieron obtener nuevos préstamos de los bancos como parte de los llamados paquetes de préstamos concertados. Para estos préstamos, los acreedores estuvieron de acuerdo en otorgar préstamos adicionales como una medida para reestructurar los pagos de las deudas (Edwards, 1989).

A la luz de la reversión en el financiamiento externo, los países endeudados se vieron obligados a realizar ajustes. En particular, tuvieron que reducir, y en la mayoría de los casos eliminar, la diferencia entre la absorción interna y el ingreso nacional, lo que derivó en una disminución significativa en los déficits en cuenta corriente en América Latina durante la década de los ochenta (gráfica 1). Además, debido al monto de las amortizaciones de préstamos y de los pagos de intereses, estos países tuvieron la necesidad urgente de generar saldos superavitarios en sus balanzas comerciales para poder cumplir con el pago de la deuda externa. Aun así, las transferencias netas de la deuda externa de largo plazo permanecieron en un 2.06% del PIB (16,000 millones de dólares) en 1981, reduciéndose al

Gráfica 1

AMÉRICA LATINA: INDICADORES FINANCIEROS SELECCIONADOS



¹ Los flujos netos de deuda externa equivalen a los desembolsos de nuevos préstamos menos las amortizaciones de créditos. Excluye créditos del FMI. Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables (varias ediciones).

² Las transferencias netas de deuda externa son iguales a los desembolsos de préstamos menos el servicio total de deuda (las amortizaciones de créditos más los pagos por intereses). Excluye los créditos del FMI. Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables (varias ediciones).

³ América Latina y el Caribe. Fuente: Fondo Monetario Internacional.

0.31% del PIB (dos mil millones de dólares) en 1982.^{4,5} En 1983, las transferencias netas de recursos alcanzaron un -1.61% del

⁴ Las transferencias netas de la deuda externa a largo plazo equivalen a los desembolsos del préstamo menos el servicio total de la deuda. El servicio total de la deuda equivale a la amortización de préstamos más los pagos de los intereses.

⁵ Durante este periodo, los desembolsos del préstamo, las amortizaciones de préstamos y los intereses de los préstamos están disponibles sólo para deudas externas a largo plazo en las *World Debt Tables*, del Banco Mundial. Por lo tanto, la información respectiva a las transferencias netas a corto plazo, por lo que sabemos, no está disponible.

PIB (-9,900 millones de dólares). En síntesis, este proceso requirió necesariamente de un ajuste serio en la región.

En lo que sigue, nos concentraremos en cuatro países de América Latina, a saber, Argentina, Brasil, Chile y México. Durante el decenio de los ochenta, todos estos países sufrieron una reversión en el financiamiento externo, y en 1982 la deuda externa total de estos equivalía al 72% del PIB regional. Esto los convierte en casos representativos de la región.

2.1 El ajuste económico y las políticas de respuesta

Una vez que se desata una crisis, ocurre lo inevitable: es decir, la respuesta de política y un ajuste económico. Como mencionamos, distinguimos entre los problemas de flujos y los de acervo. Esta distinción es útil, en particular, debido a que la respuesta de política es diferente en cada caso.

A menudo, en cuanto al problema de flujos, el ajuste es bastante rápido y draconiano. Con algún financiamiento disponible, el ajuste puede lograrse de manera más gradual. Sin embargo, aunque es preferible un ajuste gradual, este pone en peligro la credibilidad. En este sentido, puede que se busque una sobre-reacción en los indicadores del mercado, ya que esto le otorga mayor credibilidad al ajuste.

En general, el punto crucial de este ajuste es en los gastos. Dos variables clave son el consumo y la inversión. Además, una disminución en la demanda agregada de un país, en comparación con sus socios comerciales, a la postre deriva en la depreciación del tipo de cambio real. Hay tres maneras de abordar esta cuestión. Primero, se puede administrar de manera activa el tipo de cambio nominal. Sin embargo, esto típicamente conlleva problemas inflacionarios. Segundo, se pueden administrar los diferenciales de inflación con los principales socios comerciales. No obstante, si estos tienen niveles de inflación bajos, es probable que esto implique procesos deflacionarios asociados con recesiones. Así, para alcanzar mayor competitividad, se debe reducir no sólo el tipo de cambio nominal, sino también el nivel general de precios. Tercero, se podría recurrir

a una combinación de ambos. En efecto, al haber importantes disyuntivas económicas, la segunda mejor respuesta es comúnmente una combinación de políticas. En suma, el ajuste de flujos y la modificación concomitante de precios relativos pueden lograrse con la administración del tipo de cambio, el diferencial de inflación, interna menos externa, o una combinación de ambos.

No obstante, con respecto a la deuda interna, un aumento de la inflación contribuye a disminuir el sobreendeudamiento, ya que diluye la deuda nominal emitida por el gobierno, mermando su valor en términos reales. Así, actúa como un mecanismo para compartir el riesgo en la medida que obliga a los agentes a compartir el peso del ajuste, aunque de manera imperfecta. Por el contrario, la deflación involucra un incremento del valor real de la deuda nominal y, además, lleva a un costo de ajuste aún más asimétrico. Asimismo, como se mencionó anteriormente, las situaciones deflacionarias se asocian con recesiones.

Lo que es más, el servicio de la deuda externa requiere de dos tipos de transferencias de recursos. Primero, las transferencias de los agentes privados internos al sector público interno, lo que requiere de fuertes ajustes fiscales y de políticas crediticias restrictivas. Segundo, las transferencias de los deudores en los países, principalmente los gobiernos nacionales, a los acreedores extranjeros, lo que necesariamente requiere de ajustes serios en la absorción interna y superávits en las cuentas externas. Así, a fin de asignar transferencias de recursos al exterior, los países deudores a menudo recurren a una combinación de políticas de reducción y de reorientación de gastos.

Por lo general, una vez que surge un problema de acervos, es el sector público el que lo asume, como sucedió en América Latina durante la década de los ochenta. Sin embargo, en el caso de Europa, los hogares y los bancos también enfrentan un problema de acervos, así que es fundamental que este problema no empeore y que, en este contexto, se reconozca el papel crucial del respaldo y del alivio de deuda.

Dentro de un país, el problema de acervos se reduce a la determinación, ya sea indirecta por medio de un conjunto de políticas o directa mediante la negociación, de qué grupos absorberán la carga del ajuste. Las negociaciones, por razones obvias, son complicadas, porque nadie quiere asumir costos. Una política a la que se recurre frecuentemente es la inflación, ya que, como explicamos, distribuye el peso del ajuste. Sin embargo, trae consigo sus muy conocidos costos. En el caso europeo, debido a los acuerdos institucionales, la inflación no está en discusión; así, conjunto de políticas es, en esencia, lo mismo que un proceso de negociación. Además, muchas de las eventualidades que hemos presenciado en la actualidad nunca se previeron, lo que lo hace un problema intrincado, por decir lo menos.

2.1.1 Flujos

Las políticas de ajuste contribuyeron a la disminución de la absorción interna; de los gastos de inversión, siguiendo diferentes canales; y en algunos casos, de los distintos componentes del consumo. Primero, una parte importante de cualquier programa de ajuste macroeconómico es el conjunto de medidas para la reducción de gastos, mayormente la restricción fiscal. Estas medidas, en el corto plazo, tenderían a atenuar el crecimiento económico. Así, parte de la reducción observada en el consumo y en la inversión puede deberse a la disminución de la actividad económica.

La contracción económica inicial, asociada con el ajuste macroeconómico junto con la gravedad de la crisis de deuda, afectó al consumo y la inversión por medio de un impacto negativo en la confianza de los agentes privados. La grave recesión propició una ola de expectativas pesimistas, que indujo a los agentes a reducir aún más el consumo y a disminuir, posponer, o incluso cancelar gastos de inversión (Serven y Solimano, 1993).

Segundo, los agentes privados de los países altamente endeudados sufrieron restricciones crediticias en los mercados

financieros internacionales. Los programas de ajuste a menudo incluían políticas crediticias restrictivas que redujeron la cantidad de fondos prestables disponibles al sector privado (Green y Villanueva, 1991). Estas restricciones a los límites de crédito afectaron de manera negativa a los hogares y, en consecuencia, al consumo. Como resultado, las empresas privadas tuvieron menor acceso al financiamiento durante los años ochenta, lo que contribuyó a la baja de las tasas de inversión observadas en el periodo.

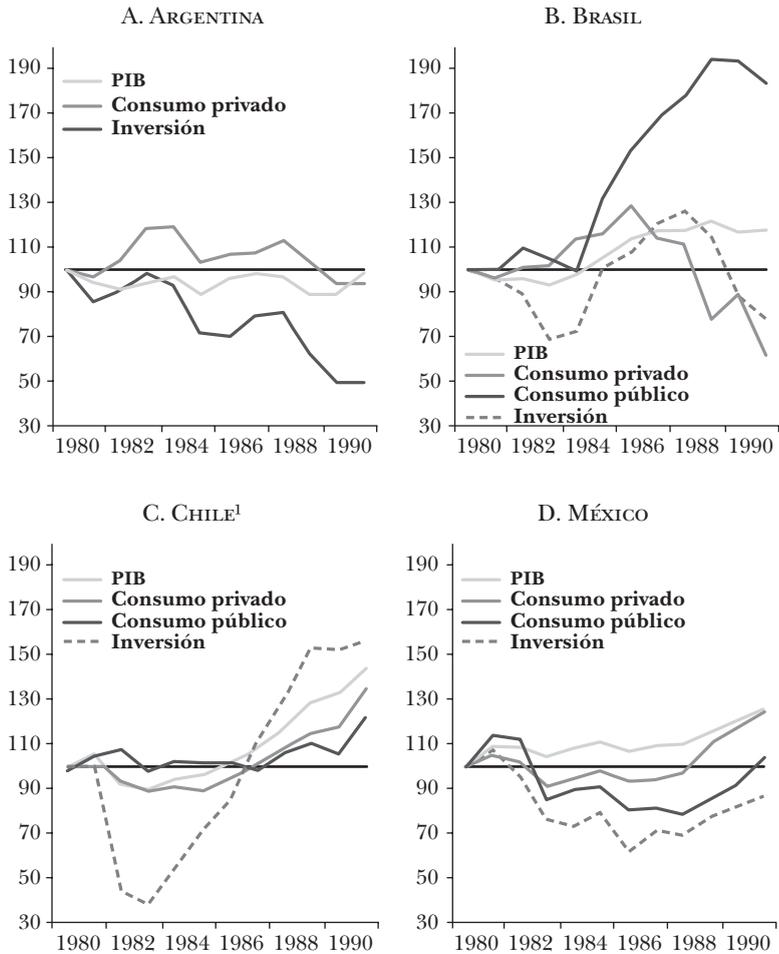
Tercero, los programas de ajuste también incluyeron devaluaciones reales a fin de corregir los desequilibrios externos. Durante la década de los ochenta, las autoridades de América Latina implementaron devaluaciones nominales en sus respectivos países con el objetivo de generar depreciaciones reales como parte del ajuste económico. Esto afectó al consumo adversamente a tal punto que se redujeron las restricciones presupuestarias de los particulares. Además, estas depreciaciones incrementaron el costo de los bienes de capital extranjeros en términos de los bienes nacionales. Adicionalmente, debido a que la mayoría de las industrias de los países latinoamericanos importaban gran cantidad de bienes de capital, una depreciación real afectaba negativamente las inversiones privadas, sobre todo en el caso de los sectores no comerciables que importaban maquinarias y equipo (Buffie, 1986).

El consumo y los gastos de inversión también se vieron afectados negativamente por otros factores. En particular, la inestabilidad macroeconómica asociada con las elevadas tasas de inflación implicó un alto grado de incertidumbre, que por sí mismo tuvo un efecto adverso en la inversión (Rodrik, 1989). Por ejemplo, la falta de un ambiente macroeconómico estable provocó en los inversionistas un alto grado de incertidumbre, asociado con posibles importantes fluctuaciones en los precios relativos. Esta situación tendió a distorsionar los precios, haciendo a la evaluación de proyectos de inversión más complicada; como resultado, se redujeron los horizontes de planeación de los agentes.

Gráfica 2

PIB, CONSUMO E INVERSIÓN

Índice 1980=100



¹ Inversión 1981=100.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Todo lo expuesto contribuyó a deprimir el consumo y la inversión. Para ilustrar el papel que desempeñaron los diferentes componentes del gasto interno en el proceso de ajuste, la gráfica 2 muestra el comportamiento de la producción, el

Cuadro 1

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Argentina	25	23	22	21	20	18	17	20	19	16	14	15
Brasil	21	21	19	15	14	17	17	20	21	23	18	18
Chile	ND	25	14	12	16	19	21	24	25	27	27	25
México	28	28	25	22	21	23	20	21	21	21	21	21

ND: no disponible.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

consumo y la inversión en el grupo de países seleccionado durante la década de los ochenta. Como es claro, el ajuste recayó sobre el consumo y, en especial, sobre la inversión. Para complementar esta información, el cuadro 1 muestra la inversión como proporción del PIB en ese momento. En los países considerados, las razones de inversión disminuyeron luego del comienzo de la crisis de deuda en 1982, siendo Chile particularmente afectado.

Como se puede ver en la gráfica 2, aunque con dinámicas distintas, el ajuste en los componentes de la demanda agregada interna fue grave y duradero. Si bien las dinámicas de ajuste en Chile y en México son un poco más similares entre sí, podemos ver que a fines de los años ochenta y principios de los noventa, Brasil y Argentina aún se encontraban muy lejos de superar la crisis.

La contraparte de la disminución de la absorción interna fue un incremento importante en las exportaciones netas. La gráfica 3 muestra la evolución, en aquel momento, de las exportaciones y las importaciones de Argentina, Brasil, Chile y México. Como se puede observar, sus exportaciones comenzaron a aumentar rápidamente, mientras que sus importaciones registraron una contracción significativa. Además, la actividad económica y los proyectos de inversión en América Latina requerían bienes de capital e insumos extranjeros, por lo que la disminución de la actividad económica y de las inversiones contribuyó a la reducción en las importaciones. Asimismo, los cambios en los precios relativos relacionados con la depreciación del tipo de cambio real hicieron que los gastos en los bienes importados se destinaran a bienes nacionales, contribuyendo a una disminución en las importaciones también por medio de este canal.

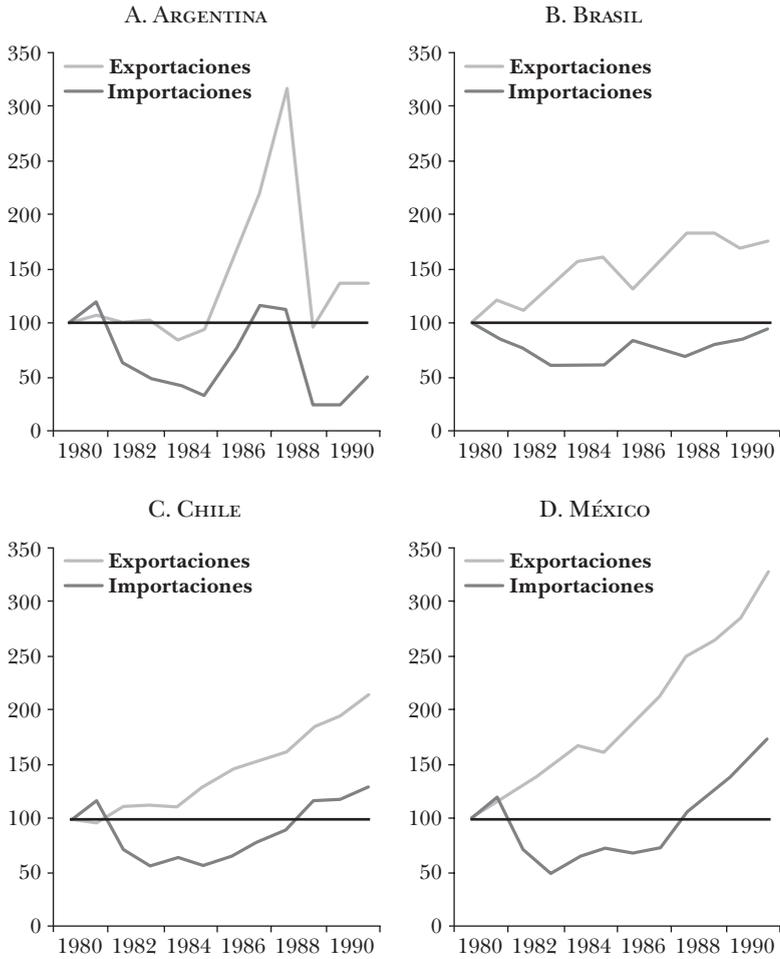
Las políticas de reorientación de gastos involucraron devaluaciones nominales para producir depreciaciones del tipo de cambio real.⁶ Según se preveía, los cambios en los precios

⁶ Al principio, en algunos casos, las devaluaciones nominales se combinaron con la adopción de restricciones comerciales (Edwards, 1987).

Gráfica 3

IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES

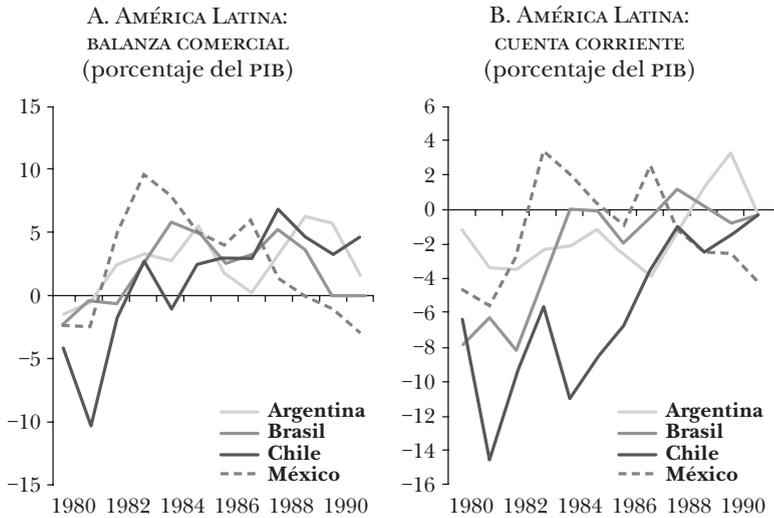
Índice 1980=100



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 4

AMÉRICA LATINA: CUENTAS EXTERNAS



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

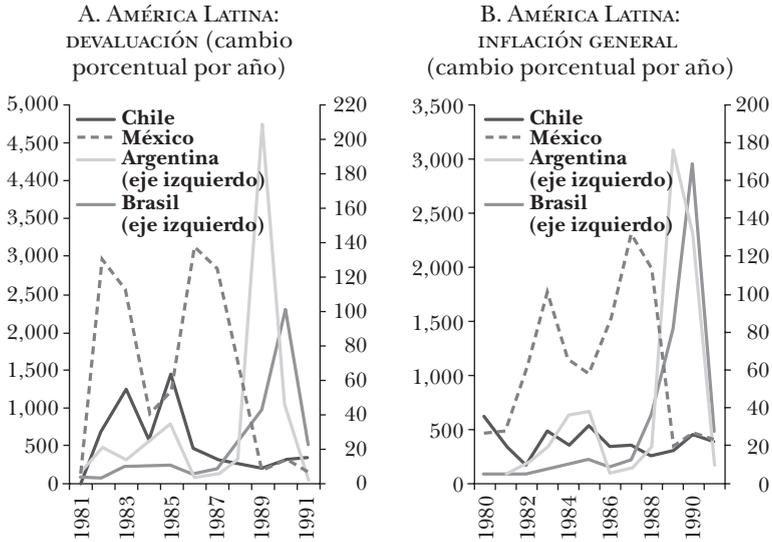
relativos asociados a las depreciaciones reales aumentarían las exportaciones netas, y contribuirían a mejorar los saldos de las cuentas externas.⁷ Esto ayudó a obtener divisas para cumplir con los pagos de la deuda externa. Evidentemente, se estimaba que la expansión del sector de bienes comerciables amortiguaría el impacto negativo de los choques externos en la actividad económica interna.

De hecho, las elevadas devaluaciones nominales tuvieron un papel importante en la depreciación de la moneda nacional en términos reales. La gráfica 5 muestra la tasa de devaluación nominal para cada uno de los países latinoamericanos que se han seleccionado. El grado de devaluación del tipo de cambio nominal varió de un país a otro, pero en general fue

⁷ Según la llamada condición de Marshall-Lerner, un efecto positivo de una depreciación real en la balanza comercial requiere que la suma de la elasticidad precio de la demanda de exportaciones e importaciones sea superior a uno.

Gráfica 5

DEVALUACIÓN E INFLACIÓN



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

significativo. En consecuencia, estos países sufrieron aumentos substanciales en los niveles de precios internos. En este sentido, la gráfica 5 también incluye información sobre las tasas de inflación de estos países.

Intentando evitar que el incremento de la inflación nacional erosionara el efecto de las devaluaciones nominales en el tipo de cambio real, estos países emprendieron políticas cambiarias activas. En efecto, la paridad nominal se ajustó de manera continua. Un programa utilizado con frecuencia consistió en la adopción de regímenes en los que el tipo de cambio nominal se devaluaba de manera periódica, basados principalmente en el diferencial entre las tasas de inflación interna y externa (Edwards, 1989).⁸ Por consiguiente, estos países lograron inducir

⁸ Además, en algunos casos, la política del tipo de cambio también consistió en la adopción de tipos de cambio múltiples. Por ejemplo, en Chile y en México, el sector privado tuvo acceso a divisas

depreciaciones del tipo de cambio real, de manera que se atenuó la contracción de la actividad económica

La demanda por exportaciones provenientes de América Latina se vio favorecida por la recuperación económica mundial tras la recesión de los años 1981-1982, así como por las condiciones económicas internacionales favorables durante el resto de la década. Así, estos países pudieron lograr una reversión en sus balanzas comerciales, que pasaron de ser deficitarias, a principios de la década de los ochenta, a superavitarias a mediados de esta. La mejoría en las balanzas comerciales les permitió a estos países comenzar a subsanar los déficits en cuenta corriente. La gráfica 4 muestra la balanza comercial y la cuenta corriente, reflejando la magnitud de los ajustes.

La práctica de recurrir periódicamente a devaluaciones nominales para mantener un tipo de cambio real depreciado contribuyó directamente al aumento de la tasa de inflación en América Latina (gráfica 5). De hecho, como es bien sabido, cada vez que se propician devaluaciones reales por medio de devaluaciones nominales, las últimas tienden a ser cada vez menos eficaces debido a que se necesita sorprender a los agentes. En la práctica, si los agentes prevén perfectamente las devaluaciones nominales, ajustarán los precios de acuerdo con ellas, de manera que no se modificará (*ceteris paribus*) el tipo de cambio real (por ejemplo, véase Calvo, Reinhart y Vegh, 1995).

Con el objetivo de aumentar las posibilidades de una sorpresa, los hacedores de políticas estarán tentados a efectuar devaluaciones nominales cada vez mayores. Por lo tanto, se desata una carrera entre la inflación y las devaluaciones del tipo de cambio nominal, y, por lo tanto, como dijimos, se acelera la tasa de inflación. Este problema es análogo a la posibilidad de sorprender a los agentes en el contexto de la política monetaria. La aplicación de dicha política generó costos enormes en términos de la inflación. El cuadro 2 muestra el tipo de cambio real bilateral con respecto a dólar de Estados Unidos para cada

a tipos de cambio preferenciales cuando la finalidad era el pago de deuda externa.

Cuadro 2

ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL												
Moneda local frente al dólar, 1980=100												
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Argentina	100	129	305	288	266	317	267	271	260	415	209	157
Brasil	100	97	99	139	159	170	154	140	133	99	82	88
Chile	100	92	116	146	159	205	210	206	209	204	195	191
México	100	91	141	153	135	136	177	178	143	135	129	117

Nota: el tipo de cambio real se calcula como EP^*/P , donde P es el índice de precios al consumidor del país, E es el tipo de cambio nominal en unidades de moneda nacional por un dólar de Estados Unidos, y P^* es el índice de precios al consumidor de Estados Unidos. Un incremento en el índice implica una depreciación real.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

uno de los cuatro países analizados. Como se puede observar, en estos países, el tipo de cambio real sufrió una depreciación durante la década de los ochenta, como se esperaría dada la necesidad de solucionar un problema de cuenta corriente. Sin embargo, también se observaron tasas de inflación crecientes. Estas cuestiones ponen de manifiesto los retos de inducir una devaluación real por medio de una nominal.

Evidentemente, al desatarse la crisis, los países endeudados siguieron políticas de reducción de gastos enfocadas a mejorar las cuentas fiscales mediante el recorte del gasto público y el aumento de las tasas de impuestos. Como se mencionó, la mayoría de los gobiernos latinoamericanos tenían déficit fiscales significativos durante los años previos a la crisis, y en buena medida dependía de los préstamos del exterior para financiarlos. La deuda externa correspondía mayormente al sector público. Así, la reducción de los flujos netos de la deuda y el hecho de que los gobiernos absorbieran la deuda privada externa hicieron que el ajuste de las cuentas fiscales se convirtiera en un requisito para el servicio de la deuda externa. De hecho, era inconsecuente si los gastos eran privados, ya que las pérdidas de los bancos u otras instituciones, en algún momento, serían asumidas por el gobierno. Por ejemplo, con respecto a la crisis mexicana de los años noventa, mucho se ha debatido si el problema original fueron los gastos públicos o los privados.

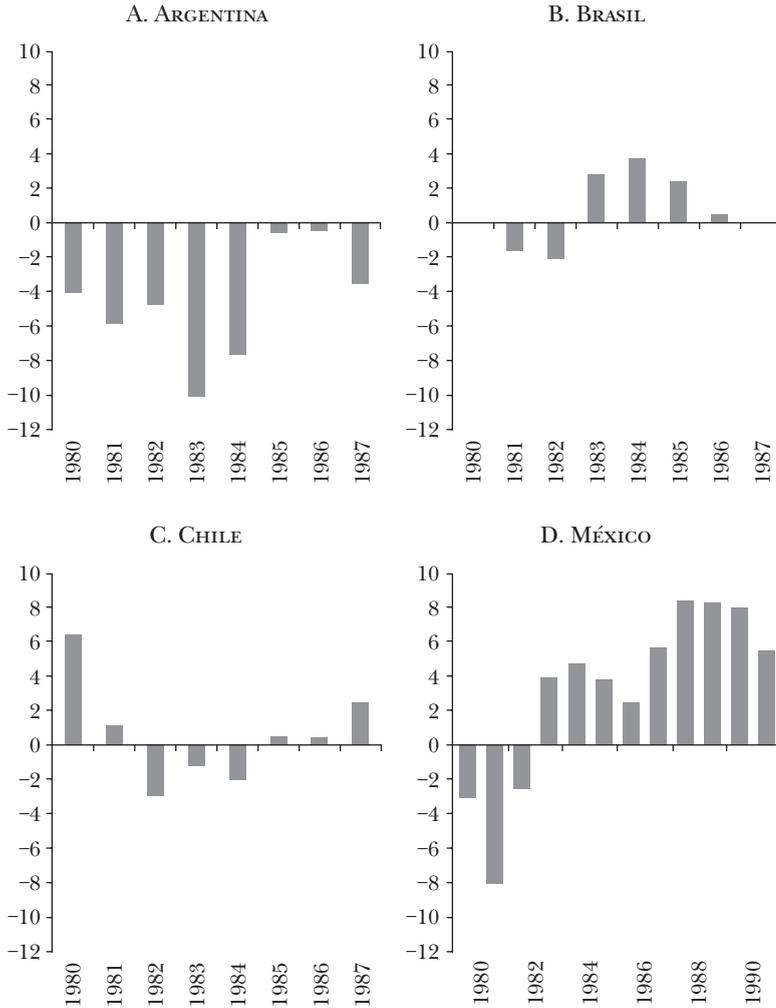
Las gráficas 6 y 7 muestran datos sobre los balances primarios y los requerimientos financieros del sector público para los países analizados. Estos países lograron mejorar sus balances primarios con rapidez.⁹ En particular, después de 1982, Brasil y México generaron superávits. En el caso de México, la magnitud del ajuste fue significativa, registrando de 1981 a 1988 un cambio de 16 puntos porcentuales, como proporción de su PIB.

A pesar de los grandes esfuerzos por reducir el gasto público y por recaudar mayores ingresos fiscales, los déficits (medidos por los requerimientos financieros del sector público)

⁹ El saldo primario no incluye el pago de intereses. Esto será importante más adelante.

Gráfica 6

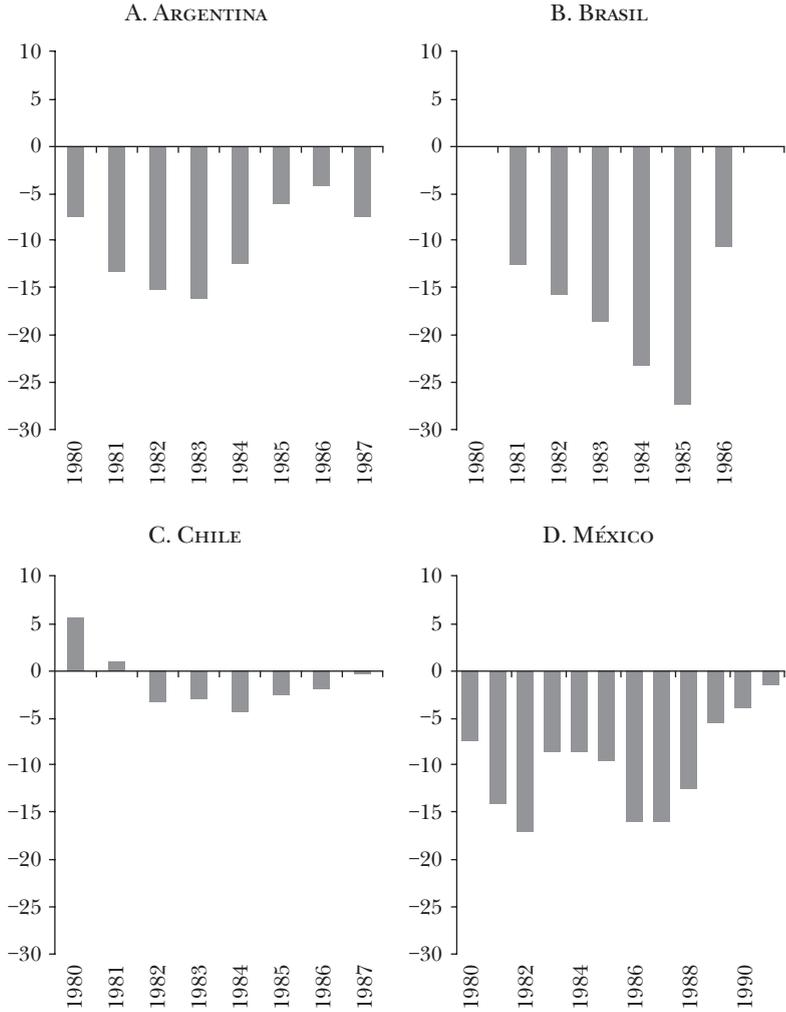
SALDO FISCAL PRIMARIO
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Easterly (1989) y Banco de México, *The Mexican Economy*, 1996.

Gráfica 7

REQUERIMIENTOS DE PRÉSTAMOS DEL SECTOR PÚBLICO
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Easterly (1989) y Banco de México, *The Mexican Economy*, 1996.

aumentaron durante el proceso de ajuste. Esto fue, principalmente, dado el rápido aumento de los pagos gubernamentales de intereses, ya que una parte importante de los préstamos del exterior se había contratado a tasas variables, y aproximadamente en la misma época se desató un aumento inesperado en las tasas internacionales de interés.¹⁰

El aumento de las tasas de interés presionó de manera significativa la posición fiscal de los países latinoamericanos. De hecho, las devaluaciones de las monedas nacionales, como parte de los programas de ajuste, incrementaron el servicio de la deuda externa en moneda nacional y, consecuentemente, contribuyeron al deterioro de los saldos fiscales.¹¹

Las tasas de interés nominales aumentaron significativamente. Sin embargo, dadas las tasas de inflación de aquel momento, las tasas reales eran demasiado bajas o, en su mayoría, negativas. La crisis de la deuda externa afectó significativamente las fuentes de financiamiento del déficit del sector público. Hasta el comienzo de la crisis, los déficits fiscales, en gran medida, eran financiados por préstamos del exterior. Sin embargo, la disminución brusca del financiamiento externo para los países latinoamericanos obligó a los gobiernos a depender significativamente del impuesto inflacionario y de la emisión de deuda pública interna (Easterly, 1989).

¹⁰ El acuerdo típico de préstamos con el extranjero consistió en un crédito sindicado a largo plazo con tasas de interés variables. Alrededor de dos tercios de los acuerdos de deudas de los países en desarrollo estaban atados a las tasas LIBOR variables (FDIC, 1997). En este contexto, la restricción monetaria que emprendió la Reserva Federal derivó en un aumento brusco de las tasas de interés denominadas en dólares, incluidas las tasas LIBOR. Esto resultó en un aumento significativo de los costos del servicio de la deuda. Las tasas LIBOR fueron sensibles a los cambios de las tasas de interés de corto plazo de Estados Unidos porque los depósitos de eurodivisas eran un mercado principalmente denominado en dólares.

¹¹ El efecto negativo de las devaluaciones en las cuentas fiscales se atenuó en aquellos países donde las empresas exportadoras más importantes eran propiedad del Estado.

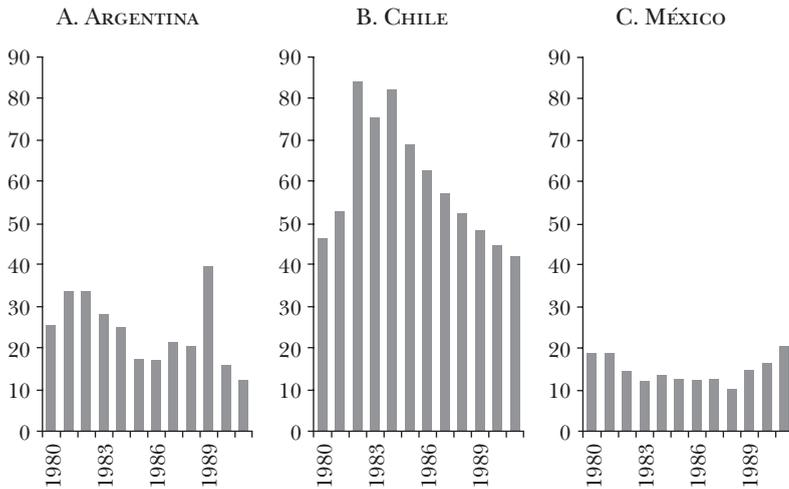
Además, con el objetivo de obtener ingresos adicionales, los gobiernos llevaron a cabo prácticas financieras restrictivas acompañadas de inflación. En general, los gobiernos esencialmente pagaron menos a los ahorradores internos recurriendo a diferentes políticas. Entre otras, se incluyen los controles del tipo de cambio y las restricciones a la movilidad del capital, los controles de las tasas de interés internas que las mantenían en niveles relativamente bajos, y el otorgamiento de préstamos forzosos al gobierno por parte de las instituciones financieras nacionales, entre otras. En algunos casos, la propiedad estatal de bancos comerciales hizo que el proceso de otorgamiento de créditos al gobierno fuera directo. Principalmente, como las tasas de inflación elevadas diluyeron la deuda denominada en moneda nacional, *de facto*, se puso en marcha otro mecanismo de ajuste. El revisar la gráfica 5 permite analizar hasta qué punto se penalizaba a los acreedores, en especial en Argentina y Brasil. En efecto, esto llevó a la transferencia de recursos de acreedores a deudores.

Estas medidas contribuyeron a la reducción del crédito otorgado al sector privado y mantuvieron las tasas de interés reales *ex post* en niveles extremadamente bajos, o negativos. Al respecto, la gráfica 8 muestra la evolución del crédito interno al sector privado en Argentina, Chile y México durante la crisis de la deuda. La gráfica 9 muestra los valores reducidos que alcanzaron las tasas reales de los depósitos *ex post* en Chile y México durante los ochenta.

Además, la contención de los salarios fue otro elemento de las políticas para reducir gastos. Hay dos elementos principales en esto. En primer lugar, las empresas enfrentaron salarios reales más bajos, lo cual les permitió ser relativamente más competitivas en el exterior. Segundo, como se necesitaba reducir la absorción interna, los menores salarios reales permitieron que la fuerza de trabajo tomara parte de las pérdidas asociadas. El cuadro 3 muestra el salario mínimo real urbano para nuestro grupo seleccionado de países de América Latina. Está claro que estos países experimentaron una fuerte disminución en los salarios reales, consecuente con la reducción

Gráfica 8

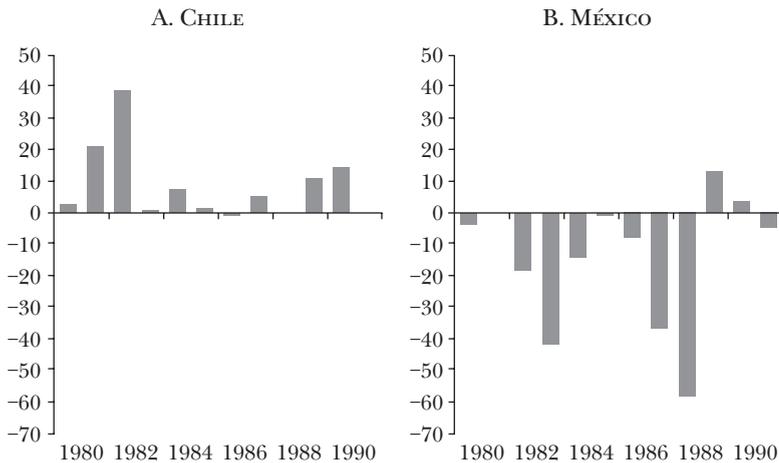
CRÉDITO INTERNO AL SECTOR PRIVADO
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Mundial.

Gráfica 9

TASA REAL PARA DEPÓSITOS EX POST
(porcentajes)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 3

SALARIO MÍNIMO URBANO REAL
Índice 1980=100

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Argentina	100	98	98	137	168	113	110	121	94	42	40	56
Brasil	100	106	107	96	87	89	89	73	69	72	53	60
Chile	100	116	117	94	81	76	74	69	74	80	88	96
México	100	102	93	77	72	71	65	62	55	51	46	44

Fuente: CEPAL, *Balace preliminar de las economías de América Latina y el Caribe* (varias ediciones).

necesaria de la absorción y con la concomitante depreciación del tipo de cambio real. Ante la rigidez a la baja del salario nominal, el proceso inflacionario desempeñó un papel clave en la reducción de los salarios reales.

Como un tema adicional, la credibilidad del gobierno es un componente integral de cualquier programa de ajuste. En realidad, la eficacia de las acciones de política depende en gran medida de esta credibilidad. En muchos casos en América Latina, las acciones de política eran parte de los acuerdos de derecho de giro del FMI. Estos implicaban el acceso adicional a préstamos de las instituciones oficiales y la reprogramación del pago de las deudas vigentes, condicionados a la adopción de medidas de ajuste.

Una vez que un país está inmerso en una crisis de deuda, usualmente su gobierno ha perdido la mayor parte de, sino toda, su credibilidad, ya que típicamente contribuyó a la creación de los desequilibrios macroeconómicos adoptando políticas fiscales expansivas. Recuperar y mantener dicha credibilidad ante las instituciones multilaterales es ciertamente una opción valiosa. En particular, obtener el apoyo financiero de estas instituciones y reconocer que este apoyo estará sujeto ciertas condiciones puede ayudar a ganar credibilidad (Carstens, 2012).

2.1.2 Acervos

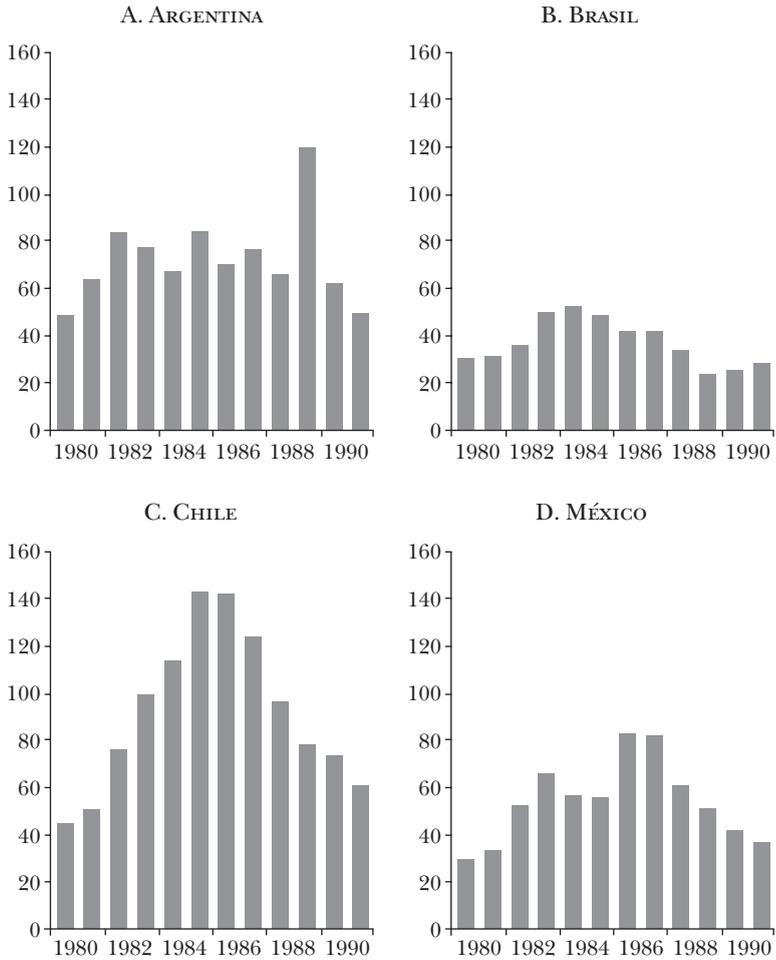
Para entender la magnitud del problema de acervos, la gráfica 10 muestra la relación deuda externa total a PIB durante los años ochenta y al comienzo de los noventa.¹² Esta razón aumentó a principios de los ochenta y siguió creciendo después de que la crisis se desatara en 1982. En realidad, sólo comenzó a caer a partir de la segunda mitad de la década.

En este contexto, el proceso de ajuste requirió de transferencias de recursos de los países deudores a los acreedores

¹² La deuda externa total incluye la deuda a largo plazo, la deuda a corto plazo y el crédito del FMI.

Gráfica 10

DEUDA EXTERNA TOTAL
(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables* (varias ediciones).

externos. A fin de analizar cómo se realizaron estas transferencias, primero, considere la estructura de deuda externa de los países. El cuadro 4 muestra la evolución de la deuda externa total y de sus principales componentes: deuda de largo plazo,

Cuadro 4

ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL									
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<i>Argentina</i>									
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	64	84	77	68	84	71	77	66	120
Deuda de largo plazo (porcentajes de la deuda externa total)	64	62	78	76	82	86	87	84	82
Deuda externa de corto plazo (porcentajes de la deuda externa total)	36	38	19	22	13	8	6	10	13
Uso del crédito del FMI (porcentajes de la deuda externa total)	0	0	3	2	5	5	7	6	5
<i>Brasil</i>									
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	31	36	50	53	49	42	42	34	24
Deuda de largo plazo (porcentajes de la deuda externa total)	81	81	83	86	87	88	86	88	81
Deuda externa de corto plazo (porcentajes de la deuda externa total)	19	19	14	10	9	8	11	9	17
Uso del crédito del FMI (porcentajes de la deuda externa total)	0	1	3	4	4	4	3	3	2

<i>Chile</i>										
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	50	77	99	114	143	142	124	96	78	
Deuda de largo plazo (porcentajes de la deuda externa total)	81	81	82	86	86	86	84	82	77	
Deuda externa de corto plazo (porcentajes de la deuda externa total)	19	19	14	10	8	8	9	11	16	
Uso del crédito del FMI (porcentajes de la deuda externa total)	0	0	3	4	5	6	7	7	7	
<i>México</i>										
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	34	53	66	57	55	83	82	61	51	
Deuda de largo plazo (porcentajes de la deuda externa total)	68	69	88	91	91	90	90	86	84	
Deuda externa de corto plazo (porcentajes de la deuda externa total)	32	30	11	7	6	6	5	9	11	
Uso del crédito del FMI (porcentajes de la deuda externa total)	0	0	1	2	3	4	5	5	5	

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables* (varias ediciones).

Cuadro 5

ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA DE LARGO PLAZO

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<i>Argentina</i>									
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	41	52	60	51	69	61	67	56	98
Pública y garantizada por el gobierno (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	46	59	71	72	89	90	96	96	97
Privada no garantizada (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	54	41	29	28	11	10	4	4	3
<i>Brasil</i>									
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	25	29	42	45	42	37	36	30	20
Pública y garantizada por el gobierno (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	69	69	74	79	81	85	86	89	93
Privada no garantizada (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	31	31	26	21	19	15	14	11	7

<i>Chile</i>										
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	41	62	81	98	124	121	104	79	60	
Pública y garantizada por el gobierno (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	36	38	45	62	73	81	86	85	78	
Privada no garantizada (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	64	62	55	38	27	19	14	15	22	
<i>México</i>										
Deuda externa total (porcentajes del PIB)	23	36	58	52	50	74	74	52	43	
Pública y garantizada por el gobierno (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	81	86	82	81	82	83	86	93	95	
Privada no garantizada (porcentajes de la deuda externa de largo plazo)	19	14	18	19	18	17	14	7	5	

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables* (varias ediciones).

deuda de corto plazo, y crédito del FMI. El cuadro 5 presenta datos de la estructura de la deuda externa de largo plazo durante los ochenta. Clasifica la deuda externa en dos grupos, con base en el tipo de emisor: *i*) pública, o deuda con garantía pública; y *ii*) deuda privada no garantizada.

Hacia fines de 1982, exceptuando por Chile, la mayor parte de la deuda externa correspondía al sector público. Por ejemplo, el porcentaje de deuda externa de largo plazo que pertenecía al gobierno o al sector privado, pero con garantía del gobierno, fue del 58.6%, el 69.1%, el 37.5% y el 86.4%, en Argentina, Brasil, Chile y México, respectivamente. Además, estas cifras se incrementaron a lo largo de los siguientes años. Esto sugiere que el sector público asumió directamente las obligaciones de deuda externa que originalmente fueron deuda privada.

Durante los años ochenta, las transferencias de recursos mencionadas no involucraron respaldos. Del mismo modo, la mayor parte de estos recursos se obtuvieron mediante el impuesto inflacionario, dando lugar a una carrera entre la inflación y la depreciación del tipo de cambio. La falta de respaldos operó en contra de una recuperación más rápida durante este episodio.

En contraste, durante otras crisis como la de México de los años noventa, la presencia de un respaldo permitió al gobierno ser capaz de contar con vastos recursos de manera inmediata. En su momento, el gobierno fue capaz de implementar políticas activas que involucraron el apoyo al sector bancario. Esto llevó, entre otras cosas, a una renegociación más ágil de los créditos privados en la economía, permitiendo a los hogares y a los bancos mejorar sus balances generales de manera más rápida. Sin tener al comienzo de la crisis acceso al mercado, los respaldos por medio de un programa con el FMI y de otras fuentes internacionales oficiales, en combinación con medidas draconianas de ajuste, permitieron enviar la señal de que se atendería el problema de acervos y por lo tanto que esto llevaría a una disipación mucho más rápida de la incertidumbre. Por supuesto, esto llevó a una recuperación más rápida.

2.2 La salida de la crisis de deuda

A pesar de los programas de ajuste y dada la magnitud de la crisis, para mediados de los años ochenta era claro que las estrategias habían resultado insuficientes. En aquel momento, la actividad económica interna no se había recuperado del todo y seguían en aumento las razones de deuda con respecto al PIB. Además, las transferencias de recursos de los países de América Latina a los países acreedores se habían convertido en un inmenso lastre para el crecimiento económico de la región.

En este punto es conveniente recapitular ciertos aspectos clave de la crisis. Primero, los ajustes drásticos en la absorción se consideraron insuficientes. Segundo, cualquier ganancia en competitividad inducida por depreciaciones reales no es permanente. Además, esto a la postre llevará a un proceso inestable de inflación. Tercero, parte de estos ajustes se lograron mediante la inflación que, como sabemos, no conduce al crecimiento económico. Cuarto, para crecer y recuperar el proceso dinámico de inversión, por medio de varios canales, la competitividad tiene que generarse mediante reformas estructurales. Ahora, se necesitan recursos para la inversión, para la cual se requiere necesariamente de financiamiento. Quinto, es difícil obtener financiamiento si la sociedad en su conjunto se enfrenta a un sobreendeudamiento, quizás por medio del sector público. Así, los recursos que actualmente se usan para dar servicio a las deudas deben destinarse a la inversión. En este punto el proceso de renegociación es esencial. Sexto, para crear oportunidades de inversión, deben efectuarse reformas estructurales.

2.2.1 Reformas estructurales

Un factor importante para que América Latina saliera de la crisis de deuda fueron las reformas estructurales. Además de las políticas de reorientación y reducción del gasto, como se expuso anteriormente, una serie de países iniciaron un proceso

de cambios estructurales que a la postre mejoraron su potencial de crecimiento económico.

En este contexto, en el periodo anterior a la crisis de deuda externa, los países latinoamericanos, en general, siguieron políticas comerciales orientadas al mercado interno y estrategias de industrialización basadas en la sustitución de importaciones (Sachs, 1989). Esto llevó al desarrollo de industrias nacionales ineficientes que a la postre enfrentaron graves dificultades para competir con las industrias extranjeras. Así, una vez que se inició la crisis de la deuda y que las divisas se convirtieron en un imperativo para el pago de la deuda externa, aquellas industrias sólo pudieron empezar a exportar con recortes significativos en los salarios reales y con depreciaciones considerables del tipo de cambio real.

En este escenario, era claro que los países latinoamericanos tenían que tomar medidas para aumentar la productividad y para mejorar su competitividad. Para hacerlo, estos países emprendieron algunas reformas estructurales, entre ellas la liberalización del comercio exterior, las privatizaciones y, en general, la reducción del papel del gobierno en la economía. La mayoría de estas reformas empezaron a adoptarse durante la segunda mitad de los años ochenta.¹³

Por ejemplo, México adoptó una reforma comercial exhaustiva y privatizó empresas estatales. De este modo la economía mexicana evolucionó rápidamente de una economía cerrada, con un alto grado de intervención estatal, a una abierta y más orientada al mercado. Además, estas reformas permitieron a México cambiar exitosamente la composición de sus exportaciones incrementando de manera significativa la proporción

¹³ Las reformas estructurales implicaron algunos cambios en la distribución del ingreso, favoreciendo a algunos grupos y, lamentablemente, perjudicando a otros. Por ejemplo, la liberación del comercio afectó a las industrias de sustitución de importaciones. En este caso, se necesitó una implementación rápida y decidida. De lo contrario los grupos de intereses especiales hubieran tenido tiempo suficiente para organizarse e incrementar sus actividades de cabildeo en contra de estas reformas.

de productos manufacturados dentro de sus exportaciones totales.

Por otra parte, cabe mencionar que, en algunos casos, los mayores beneficios de las privatizaciones fueron los recursos destinados a las finanzas públicas. En varios casos, estas privatizaciones implicaron que algunos monopolios simplemente pasaran del sector público al privado. No hace falta decir que esto afectó de manera negativa la percepción sobre los beneficios y las bondades de las privatizaciones.

2.2.2 Renegociación de la deuda

Como se mencionó, el servicio de la deuda externa había sido un pesado lastre para el crecimiento económico de América Latina. Los ajustes necesarios en la postura macroeconómica y hasta los costos a corto plazo de las reformas estructurales implicaron a través de los años costos elevados en términos de actividad económica y, en general, de niveles de vida. Pero esto lleva a una complicación significativa. Aun si al comienzo de la crisis la sociedad estuviera consciente de la necesidad de ajuste, después de un tiempo la fatiga se apodera de ella. En efecto, en el apéndice mostramos que un gobierno benevolente, en algún momento, dejará de pagar sus obligaciones aun si esto implica perder acceso a los mercados financieros. Esto significa que, además de los cambios estructurales, la reanudación del crecimiento requiere de la renegociación de la deuda. Para fines de 1982, muchos países latinoamericanos estaban atrasados en el pago de sus obligaciones de deuda externa (Edwards, 1989). Con respecto a la oferta de fondos, a la luz de la gran exposición de los bancos comerciales de las economías avanzadas a los países endeudados, la crisis de deuda planteó una amenaza para el sistema financiero internacional (Crowley, 1994). Así, las negociaciones entre los acreedores y los deudores para reestructurar los préstamos se convirtieron en un imperativo.

El hecho de que la mayor parte de la deuda externa había sido contraída con bancos, hizo que el proceso de renegociación

Cuadro 6

ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA Y CON GARANTÍA GUBERNAMENTAL DE LARGO PLAZO POR ACREEDOR
(porcentajes)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<i>Argentina</i>								
Acreedores oficiales	12	11	10	13	15	18	18	19
Bancos comerciales	43	51	54	55	56	58	59	53
Otros acreedores privados	44	38	36	32	29	24	23	28
<i>Brasil</i>								
Acreedores oficiales	17	17	18	21	24	27	27	29
Bancos comerciales	67	69	72	67	64	61	62	59
Otros acreedores privados	17	14	11	12	12	12	11	12
<i>Chile</i>								
Acreedores oficiales	23	19	14	16	20	25	33	42
Bancos comerciales	66	72	80	78	75	70	61	52
Otros acreedores privados	11	9	6	6	5	5	6	5
<i>México</i>								
Acreedores oficiales	13	10	10	12	16	19	20	22
Bancos comerciales	75	75	77	77	73	72	68	66
Otros acreedores privados	12	15	13	11	11	10	12	12

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables* (varias ediciones).

con los acreedores estuviera menos atomizado y que, en efecto, fuera menos engorroso. A diferencia de los tenedores de bonos no identificables, los bancos comerciales se identifican fácilmente. Además, la venta de préstamos a terceros no fue una práctica común en esa época, ya que no había mercados secundarios lo suficientemente desarrollados. Estas condiciones facilitaron la coordinación de los acreedores e hizo que fuera más fácil la renegociación (Devlin y Ffrench-Davis, 1995). Así, los bancos fueron capaces de formar comités para negociar con los países deudores.

El cuadro 6 presenta la estructura de la deuda externa pública de largo plazo y garantizada por el gobierno, por tipo de acreedor. Esta muestra si dicha deuda se había contraído con acreedores oficiales o privados. Para Argentina, Brasil, Chile y México, la mayor parte de la deuda se había contraído con instituciones financieras, predominantemente con bancos. En general, estas instituciones habían otorgado sus préstamos como créditos sindicados.

Dado el riesgo que enfrentaban los sistemas bancarios en los países desarrollados, los gobiernos de estos países, principalmente Estados Unidos, y las instituciones financieras multilaterales como el FMI, desempeñaron un papel fundamental en el proceso de renegociación. Inicialmente, la falta de divisas para realizar el pago de intereses y del principal de la deuda se consideró como un problema temporal de liquidez. Así, la reprogramación de la deuda fue la forma predominante de restructuración de deuda durante los primeros años de la crisis.

En general, el proceso de negociación contenía varios elementos: *a)* la reprogramación de los pagos de servicio de deuda, incluido el principal y los intereses; *b)* en algunos casos, el refinanciamiento parcial de los pagos de intereses mediante préstamos concertados, en los cuales los bancos comerciales acordaban conjuntamente otorgar préstamos adicionales a los países endeudados; *c)* nuevos préstamos de fuentes oficiales, incluido el FMI y el Banco Mundial; y *d)* los acuerdos de derecho de giro del FMI. Hasta 1989, el proceso de renegociación

se había enfocado principalmente en la restructuración del pago de la deuda.

Subsecuentemente, en 1989 se reconoció que los países latinoamericanos estaban inmersos en un grave problema de insolvencia y no en uno de mera falta de liquidez. Así, el llamado Plan Brady fue implementado. Este Plan involucraba la necesidad de brindar un *alivio de deuda*.¹⁴ De esta manera, *el enfoque se concentró en la reducción de deuda y no en su perfil de vencimiento*. Según este plan, los países podían intercambiar los contratos de préstamos existentes por bonos Brady. Había un conjunto de opciones para el alivio de deuda mediante estos bonos: un descuento sobre el principal, una reducción en las tasas de interés o una prolongación del vencimiento promedio de las deudas.

Más específicamente, el plan de alivio de deuda funcionó de la siguiente manera. Como resultado de las negociaciones entre los gobiernos deudores y los bancos acreedores, se acordó cierta reducción de deuda. Posteriormente, la deuda pendiente se canjeó por bonos nuevos que tenían garantizado el pago del principal y de sus intereses. Los gobiernos deudores compraron bonos del Tesoro de Estados Unidos, que sirvieron como colateral y, así, se garantizaron los bonos. El proceso ayudó a reducir la carga de deuda externa, lo cual liberó recursos que se usaron para hacer pagos de deudas. De esta manera, la renegociación de deuda, tanto en su estructura de vencimiento como en sus plazos, desempeñó un papel importante para que América Latina saliera de su crisis de deuda. Como resultado del proceso de renegociación de la deuda, el exceso de endeudamiento dejó de ser un obstáculo para el crecimiento. Como los recursos liberados se usaron para lograr una postura fiscal menos restrictiva, esto condujo rápidamente a un escenario más favorable para el crecimiento, mejorando de modo considerable las expectativas. Lo más importante es que todo esto

¹⁴ El Plan Brady se atribuye a Nicholas F. Brady, secretario del Tesoro desde septiembre de 1988 hasta enero de 1993. Otros países no pertenecientes a América Latina se beneficiaron del Plan Brady.

permitió a los países dejar de depender del impuesto inflacionario para cerrar las brechas de sus presupuestos intertemporales, esto es, para dejar de tener que monetizar sus déficits.

En síntesis, para salir de la crisis de deuda fue necesario inicialmente abordar los desequilibrios macroeconómicos que, en primer lugar, llevaron a ella. Esto requirió de un plan de ajuste basado en medidas para reducir el gasto, así como para reorientar su composición. Cabe destacar que en el marco de la crisis de la zona del euro, las autoridades respectivas ya han dado pasos en esa dirección, principalmente por medio de políticas de reducción de gastos. Sin embargo, independientemente de si la magnitud de estos ajustes es suficiente, dichas medidas esencialmente abordan el problema de flujos, como veremos con más detalle a continuación.

Sin embargo, considerando la gravedad de la crisis, las medidas referidas fueron crucialmente complementadas por reformas estructurales, y por el alivio de deuda mediante el Plan Brady. Como exploramos en la próxima sección, la implementación de reformas estructurales similares ha sido un proceso difícil en la zona del euro por razones que ahí se explican. Atender de manera simultánea y creíble los problemas de flujos y de acervos romperá el costoso círculo vicioso entre una situación macroeconómica desastrosa y un equilibrio de expectativas extremadamente malas, permitiendo así que una economía salga de la crisis mucho más rápidamente y con menores costos.

Además, la asistencia financiera proveniente de las instituciones multilaterales, especialmente el FMI, se interpretó como un *sello de aprobación* de las acciones de política y de las reformas implementadas. Esto, a su vez, reforzó la credibilidad de las medidas referidas. En el caso de la zona del euro, se ha logrado algún progreso en este frente, en especial con la asistencia financiera brindada por la Unión Europea (UE) y el FMI, como describimos más adelante. Estas instituciones han proporcionado cierto nivel de credibilidad. Sin embargo, creemos que más temprano que tarde se deben de dar pasos más concretos, específicamente hacia mayores respaldos y alivios significativos de la deuda para que sean creíbles.

3. LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA DE LA ZONA DEL EURO

Tomando como base las crisis de América Latina, en particular durante los años ochenta, exploramos la crisis actual de deuda soberana de Europa. Empezamos considerando brevemente algunos de los orígenes de la crisis, para luego analizar la magnitud de los desequilibrios en la zona del euro. Del mismo modo, hacemos la distinción entre los problemas de flujos y los de acervos, como en la sección anterior. Fundamentalmente, discutimos el proceso de ajuste, destacando cómo el acuerdo monetario vigente en la región ha resultado problemático para la crisis. Finalmente, consideramos algunos cursos de acción para los países altamente endeudados de Europa, así como algunos de los retos asociados.

En los años previos a la actual crisis financiera global, una serie de países de la zona del euro, al igual que los países de América Latina en la década de los setenta y a comienzos de los ochenta, incurrieron en grandes desequilibrios macroeconómicos que llevaron a grandes e insostenibles déficits en cuenta corriente. En pocas palabras, y como siempre es el caso, esto fue resultado de que los gastos fueran mayores que los ingresos, un problema de flujos, que a través de los años generó un gran problema de acervos. En algunos países, como por ejemplo Grecia, los gobiernos nacionales permitieron que el gasto público superara ampliamente los ingresos fiscales, lo cual llevó a inmensos déficit fiscales. En otros países, como por ejemplo España e Irlanda, los crecientes desequilibrios pueden atribuirse al sector privado. Estos se asociaron con aumentos significativos en los precios de los activos, particularmente en el sector de la vivienda, y con el excesivo apalancamiento adoptado por los agentes privados.

Los grandes déficits externos –en países como Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España– reflejaron una administración macroeconómica inadecuada y, quizás lo más destacable, diferencias de productividad entre algunos de los miembros de la zona del euro, que van más allá de una deficiente conducción

macroeconómica. En particular, los llamados países de la periferia tienden a tener costos de producción mucho mayores que los de los países centrales, como Alemania. En realidad, Alemania, con un superávit en cuenta corriente, es la principal contraparte de los países que experimentan grandes déficits externos dentro de la Unión Monetaria Europea.

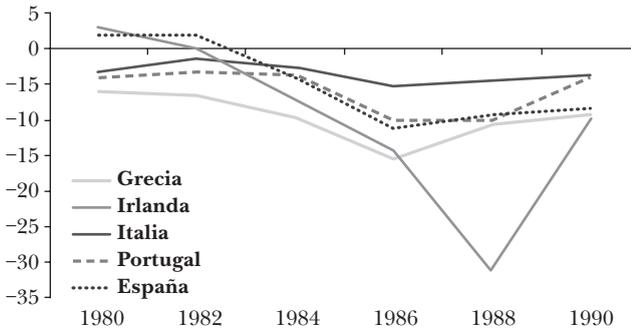
Los diferenciales de productividad se deben a una serie de factores, en especial, a los mercados laborales rígidos y a los sistemas de pensión excesivamente generosos, entre otros.¹⁵ Evidentemente, la membresía en la unión monetaria facilitó el desarrollo de desequilibrios, ya que la introducción de una moneda única había eliminado de *facto* el riesgo cambiario entre sus miembros y también generó la percepción de diferenciales de riesgo de crédito mucho menores, propiciando un grado mayor de integración financiera y menores tasas de interés (Spiegel, 2008; FMI, 2011). Así, el desarrollo de desequilibrios se asoció con una tendencia en que los países centrales prestaban a los de la periferia a tasas de interés insosteniblemente bajas, con lo cual los gobiernos y los agentes privados de estos últimos acumularon deudas considerables.

En la zona del euro, una serie de eventos contribuyeron al deterioro de las cuentas fiscales, un problema de flujos, y al incremento en los montos de deuda pública, un problema de acervos. Estos aparecieron después de que se desatara la crisis mundial, que comenzó en la economía de Estados Unidos y luego se contagió a la zona del euro y, a la postre, al resto del mundo. Primero, la repercusión negativa de la recesión mundial en la actividad económica interna contrajo la base impositiva y llevó a una caída significativa en la recaudación fiscal (por ejemplo, ver FMI, 2010a, y Lane, 2012). Segundo, para apoyar

¹⁵ Durante la crisis de deuda soberana, ha sido común entre los analistas y responsables de formular políticas referirse a los países europeos extremadamente endeudados –Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España– como la periferia de la zona del euro, en contraste con el grupo de países, entre ellos Alemania y Francia, conocidos como los países del centro o del núcleo de la zona del euro.

Gráfica 11

SALDO FISCAL
(porcentaje del PIB)

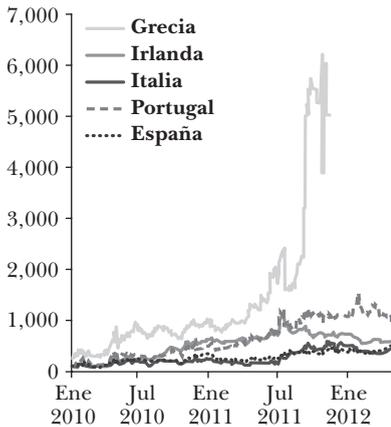


Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Monitor Fiscal*.

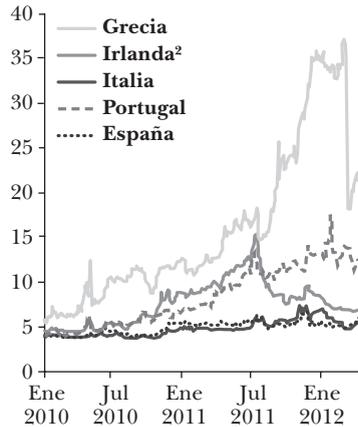
Gráfica 12

PAÍSES EUROPEOS SELECCIONADOS: INDICADORES FINANCIEROS

A. PERMUTAS DE COBERTURA
CONTRA IMPAGO DE CRÉDITOS¹
(puntos base)



B. TASA DE INTERÉS A 10 AÑOS
(porcentaje)



¹ Permutas de cobertura contra impago de créditos (CDS) A cinco años.

² Tasa de interés de nueve años.

Fuente: Bloomberg.

la actividad económica, los gobiernos adoptaron medidas de estímulo fiscal que incrementaron los déficits fiscales y el endeudamiento del sector público (por ejemplo, ver FMI, 2010a y ECB, 2010). Finalmente, dada la débil posición de las instituciones financieras internas, los gobiernos implementaron programas de apoyo a dichas instituciones, deteriorando aún más las posiciones fiscales e incrementando la deuda pública (por ejemplo, ver FMI, 2010b y Lane, 2012). La combinación de estos factores elevó la razón déficit fiscal a PIB a valores aún más altos (gráfica 11).

Además, el deterioro de las posiciones fiscales y el consecuente aumento en los niveles de deuda pública despertaron inquietud sobre la solvencia de algunos países de la zona del euro. Como resultado, aumentó la prima de riesgo para créditos a estos países al igual que los costos de financiamiento. En algunos casos, en consecuencia, se degradó la deuda pública. Lo que quizá distingue a esta crisis de la mayoría de las otras son dos elementos: primero, la retroalimentación muy adversa entre los problemas en el mercado de deuda soberana y el sistema bancario y, dado el tamaño de la unión monetaria, su naturaleza sistémica. La gráfica 12 describe la evolución de los canjes de incumplimiento de crédito (*credit default swaps*, CDS) y las tasas de interés a largo plazo para Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

3.1 Ajuste económico y medidas de respuesta

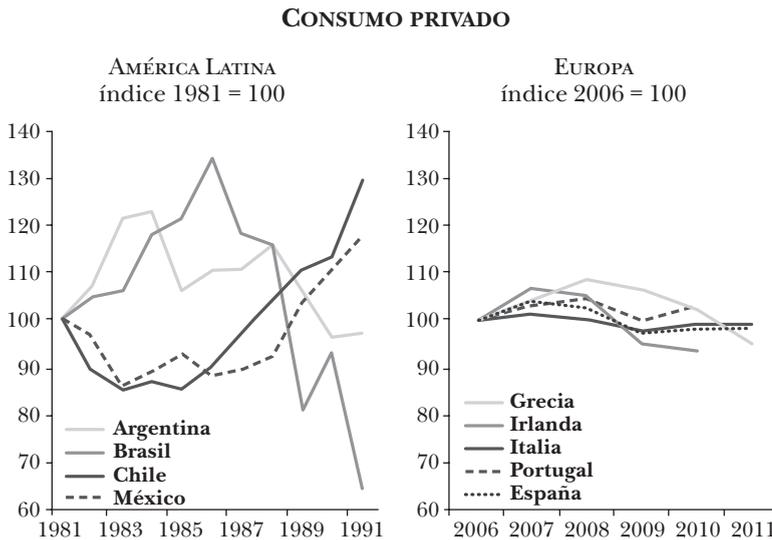
El ajuste económico en Europa ha estado, mayormente, basado en medidas de reducción de gastos. Más específicamente, los países de la zona del euro ya han emprendido políticas de esta índole, tales como la restricción fiscal. Estos programas se complementaron con la asistencia financiera de la Unión Europea y del FMI. A finales de 2011, se anunció la creación de un nuevo pacto fiscal. Este pacto se enfoca en la disciplina fiscal e intenta fortalecer el cumplimiento de las reglas de la Unión Europea con respecto a las cuentas fiscales y los niveles de deuda.

En pocas palabras, los gastos que excedieran el ingreso disponible debían reducirse, atendiendo los problemas de flujo. En efecto, la absorción tiene que ajustarse a niveles congruentes con el financiamiento disponible. Sin embargo, la reducción necesaria de demanda agregada está empeorando por las dificultades del sector bancario. Como mencionamos, hay una retroalimentación negativa entre los problemas en el sector bancario, la economía real y las finanzas públicas que está empeorando la situación. Esto establece las condiciones para el uso de respaldos y para el alivio de deuda. No obstante, considerando los problemas de riesgo moral, creemos que reducir a cero los déficits fiscal y en cuenta corriente es una señal de compromiso del país que los recibe.

3.1.1 Flujos

Evidentemente, las dos variables clave que tienen que ajustarse en una crisis son el consumo y la inversión tanto públicos como

Gráfica 13



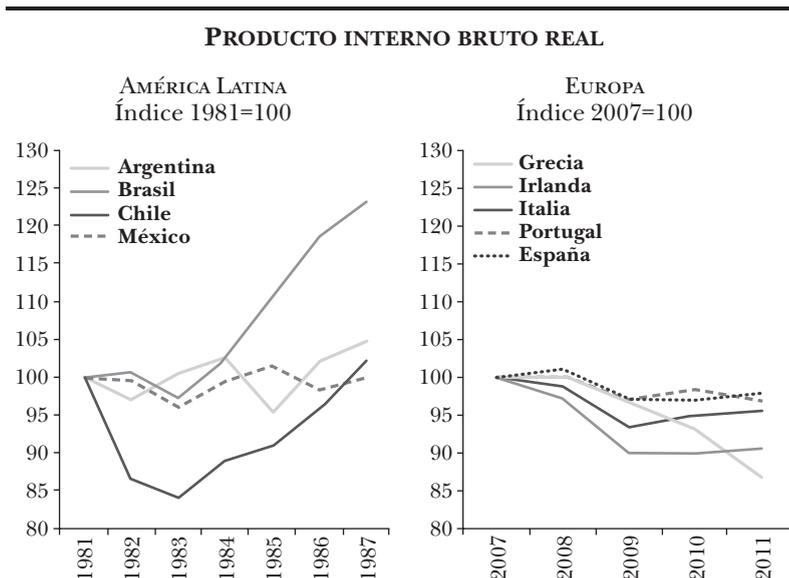
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

privados. Para una evaluación inicial del consumo, la gráfica 13 describe las trayectorias respectivas de los países seleccionados en América Latina y en la zona del euro. En el primer caso, los ajustes en el consumo en Chile y México comenzaron a principios de los años ochenta, mientras que en el caso de Argentina y Brasil, tuvieron lugar más adelante en esa década. En el caso de Europa, si bien la tendencia decreciente es clara, hasta ahora los países no se han visto drásticamente afectados.

La gráfica 14 contiene los datos del índice del PIB real para nuestro grupo de países seleccionados de la zona del euro. Está de más decir que en 2011 su PIB estuvo en niveles inferiores a los observados antes de la crisis.

Actualmente, en la zona del euro la contracción de la actividad económica ha sido asociada con una caída más drástica de los gastos de inversión, en comparación con América Latina en los años ochenta. La gráfica 15 ilustra la evolución de la inversión como proporción del PIB en ambos casos. Como está claro, el ajuste en la inversión en Europa ha sido más drástico.

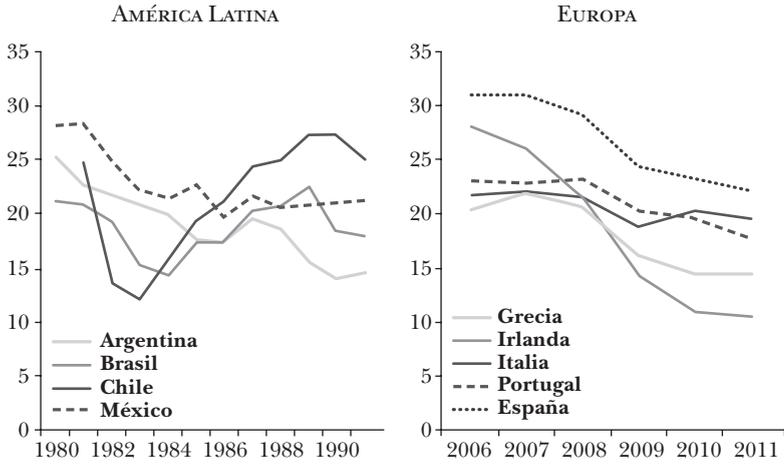
Gráfica 14



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 15

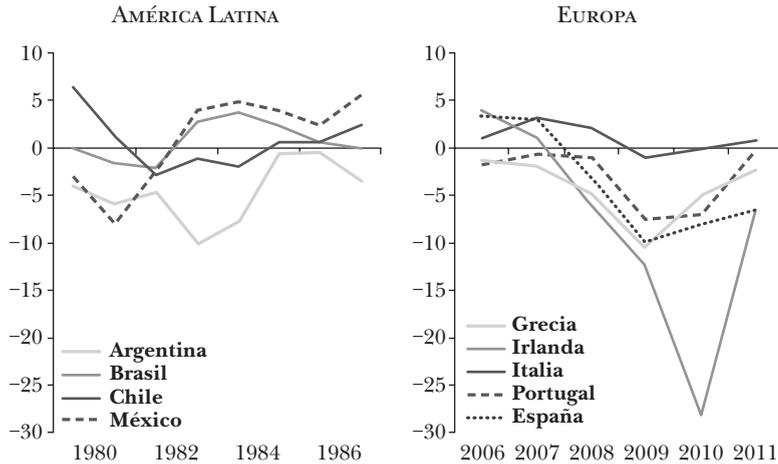
INVERSIÓN
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 16

SALDO FISCAL PRIMARIO
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Easterly (1989); Banco de México, *The Mexican Economy 1996*, y Fondo Monetario Internacional.

Centralmente, la brusca caída en los gastos de inversión tiene importantes consecuencias para el crecimiento económico futuro. En este sentido, la crisis no sólo ha sido costosa en términos de producción actual, sino también en cuanto a perspectivas desfavorables de crecimiento, las cuales a la larga se verán reflejadas en las tendencias de consumo.

También pareciera que estos países no han sido capaces de consolidar sus cuentas fiscales a pesar de los esfuerzos para lograrlo. Para entender el contraste entre ambos casos, la gráfica 16 presenta los balances primarios del grupo seleccionado de países latinoamericanos en los ochenta y para una serie de países en la periferia europea en los últimos años. En general, los países del primer grupo, excepto Argentina, lograron superávits primarios para mediados de los ochenta. En contraste, la mayoría de los países de la periferia de la zona del euro experimentaron déficits en 2011 (gráfica 16) y actualmente siguen lidiando con los mismos.

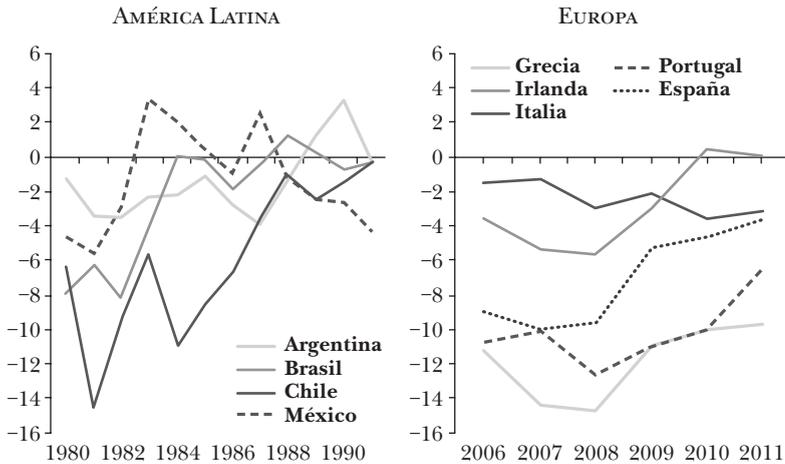
En conjunto, y con base en los datos, la inversión se ha visto afectada de modo significativo (gráfica 15). Como se ha reducido el PIB real (gráfica 14) y el consumo no ha variado drásticamente (gráfica 13), ha habido un aumento en los gastos del gobierno. Sin embargo, esto no puede mantenerse por mucho tiempo, ya que los balances primarios siguen, en la mayoría de los casos, siendo negativos (gráfica 16).

En lo referente a las cuentas externas, la gráfica 17 muestra la cuenta corriente como proporción del PIB en los años ochenta para los países latinoamericanos seleccionados y para algunos países de la zona del euro en los últimos años. Pareciera que a pesar de los planes de consolidación fiscal, la mayoría de los países de la periferia europea no han logrado subsanar sus déficits en cuenta corriente. Por ejemplo, países como Grecia y Portugal siguen exhibiendo un gran déficit externo. En términos generales, estos déficits son mayores que los de los países latinoamericanos en la década de los ochenta.

Creemos que implementar medidas de austeridad podría ser mucho más difícil en el caso de los países de la periferia europea. Esto se debe sobre todo a las diferencias entre los acuerdos

Gráfica 17

CUENTA CORRIENTE (porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

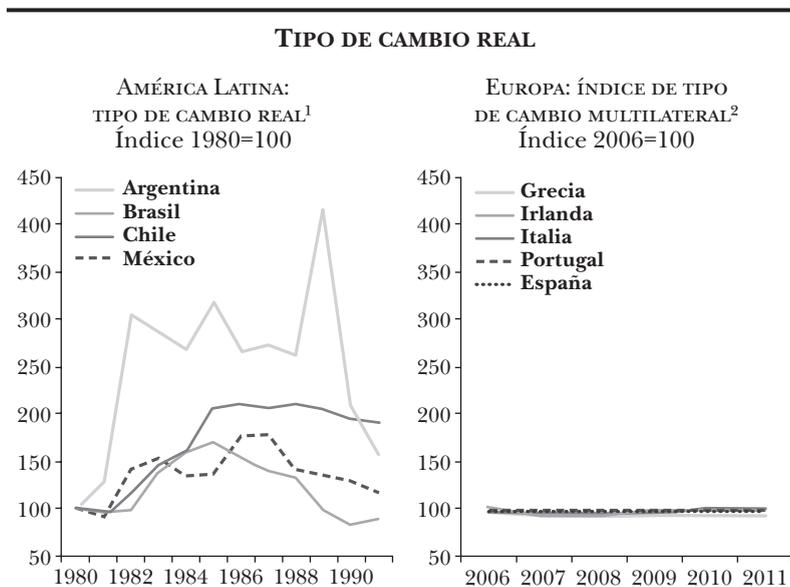
económicos e institucionales en la zona del euro, y los regímenes políticos y económicos en América Latina en su momento. Principalmente, y en contraste con el caso de América Latina, la membresía en la Unión Monetaria Europea implica disponer de menos instrumentos de política. En efecto, sus miembros tienen menos herramientas en lo individual para que sus economías se ajusten a los choques internos o externos.

La adopción de una moneda común entre estos países significa que la conducción de la política monetaria está a cargo de una institución supranacional, el Banco Central Europeo (BCE). Si bien cada país de la unión monetaria está representado en el BCE, las decisiones se toman conjuntamente. Además, como se mencionó, la introducción de una moneda única, que sólo el BCE puede emitir, implica que estos países no tienen una política cambiaria independiente. Evidentemente, como consecuencia de esto, los países miembros no pueden recurrir en lo individual a devaluaciones nominales para generar depreciaciones reales temporales.

Estos factores, entre otros, han hecho que sea mucho más difícil resolver la crisis de Europa. En las crisis de deuda de América Latina, por ejemplo, la depreciación del tipo de cambio real resultó una ventaja para apoyar la actividad económica y generar superávits externos y así pagar las obligaciones de deuda externa durante el proceso de ajuste. Además, actuó como un mecanismo para compartir el riesgo de la carga del ajuste.

Los países de la zona del euro podrían decidir conjuntamente la devaluación del euro. Sin embargo, los tipos de cambio reales entre estos países son fijos. A este respecto, la gráfica 18 muestra el tipo de cambio real para algunos países latinoamericanos en los años ochenta y para algunos países de la zona del euro en la primera década de este siglo. Claramente, los países en el primer grupo pudieron generar depreciaciones

Gráfica 18



¹El tipo de cambio real se define como EP^*/P , donde P es el índice de precios al consumidor del país, E es el tipo de cambio en unidades de moneda nacional por dólares de Estados Unidos y P^* es el índice de precios al consumidor de Estados Unidos. Un aumento en el índice implica una depreciación real.

²Un incremento implica depreciación.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y BIS.

reales considerables, mientras que los países del último grupo no pudieron hacerlo, y probablemente no podrán hacerlo.

Si bien es necesario lograr la sostenibilidad fiscal, ante la falta de depreciaciones reales que amortigüen el efecto adverso sobre el producto, acciones de política adicionales para reducir el gasto, como una mayor restricción fiscal, probablemente provocarán contracciones más profundas. Una recesión más grave hace que mejorar la situación fiscal y reducir la deuda como proporción del PIB sean tareas complejas. Por supuesto, esto se exagera por la repercusión en las finanzas públicas dada la situación de los bancos. La situación actual de los países muy endeudados de la zona del euro ilustra las dificultades para ajustar adecuadamente sus cuentas fiscales. Todo esto se puede apreciar claramente en el apéndice. Allí se muestra que, en ciertas circunstancias, luego de algún tiempo incurriendo en costos muy onerosos de un ajuste macroeconómico, puede ser óptimo para un gobierno incumplir el pago de su deuda. Sin duda, como estamos hablando aquí de una unión monetaria y con muchos de sus miembros inmersos en la crisis, los problemas que se deriven del incumplimiento de pago de un miembro sobre los incentivos de los otros podrían llevar a una situación prácticamente inextricable.

Con respecto a la inflación, si bien no es una panacea, primero, puede ser el subproducto de varias políticas, como por ejemplo, de un conjunto de devaluaciones nominales. Segundo, forma parte de los mecanismos que facilitan el ajuste. Tercero, es un mecanismo que redistribuye las pérdidas, y como tal se puede considerar como un dispositivo para compartir el riesgo.

Los ajustes que se han aplicado ya han sido draconianos. Sin embargo, el ajuste necesario posiblemente sea mucho mayor. En efecto, la falta de una política cambiaria, los bajos niveles de productividad y las perspectivas desfavorables de la economía mundial implican que el peso del ajuste tendrá que recaer en una contracción aún más profunda del ingreso interno y de las importaciones. Es difícil pensar que esto será viable políticamente.

Una total credibilidad ha estado ausente en la crisis de la zona del euro. Como se mencionó, la magnitud de la crisis de deuda soberana en la zona del euro, la falta de un conjunto integral de opciones de política y el rezago en las reformas económicas para superar las dificultades económicas en Europa, han conducido a un deterioro de la credibilidad. Por lo tanto, se ha incrementado el riesgo percibido de un evento extremadamente adverso, como una situación de incumplimiento de pago de la deuda soberana con grandes trastornos en los mercados financieros y en la actividad económica.

3.1.2 Acervos

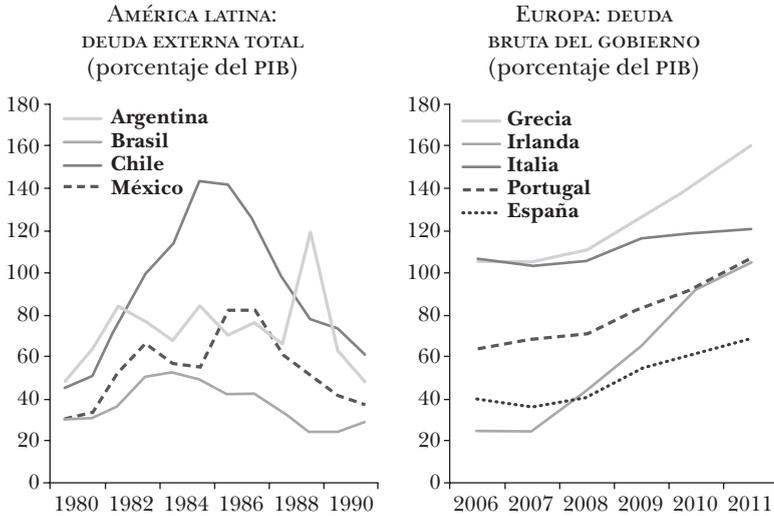
Los países de la periferia de la zona del euro tienen que lidiar con grandes pagos de deuda denominados en euros, moneda que, como se mencionó, ellos no pueden emitir. Esto es similar a lo que sucedió en la década de los ochenta con los países de América Latina que tenían deudas denominadas en dólares estadounidenses.¹⁶ Además, en muchos aspectos la magnitud del estancamiento actual en la zona del euro es mayor que el de América Latina en los ochenta.

Para apreciar esta situación, la gráfica 10 muestra la deuda bruta del gobierno como proporción del PIB para Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. En todos estos países, excepto por España, la razón de deuda pública a PIB ha alcanzado niveles que exceden a su PIB. En contraste, durante la crisis de deuda de América Latina, México y Brasil tuvieron una razón de deuda externa total a PIB muy por debajo del 100%. Sólo Argentina registró cifras por encima de estos valores durante un

¹⁶ En principio, los países que tienen su propia moneda y que emiten deuda del gobierno en esa moneda pueden recurrir a la impresión de dinero, con la consecuencia directa de un aumento de la inflación, para diluir el valor real de la deuda nominal. Sin embargo, los países de la zona del euro no tienen en lo individual esa opción de emitir moneda con ese propósito. En este sentido, la deuda pública de la zona del euro se parece a la deuda externa de los países de América Latina.

Gráfica 19

DEUDA



Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables*, y Fondo Monetario Internacional.

año. Si bien Chile alcanzó una razón de deuda externa PIB de aproximadamente un 140% a mediados de los ochenta, pudo reducir esta razón de manera significativa durante la segunda mitad de la misma década (gráfica 19).

En conjunto, al igual que en las crisis latinoamericanas en su momento, la zona del euro está actualmente en un círculo vicioso. El pobre desempeño económico no favorece la mejora en la situación presupuestaria. Las frágiles condiciones financieras no respaldan el crecimiento económico. Las posiciones fiscales podrían empeorar si se necesitaran recursos importantes para el sector financiero. Además, existen obstáculos institucionales para delinear cambios en las respuestas de políticas. A su vez, la ausencia de una credibilidad total, es conducente a una menor actividad económica.

3.1.3 Implicaciones adicionales del ajuste económico y de la respuesta de política

En muchas de las discusiones en torno a la crisis de la zona del euro hay un tema central. El hecho es que ya está en proceso un ajuste prolongado y profundo y, seguramente, uno sólo desea la recuperación. Sin embargo, los costos de ajuste, en su mayor parte asociados con problemas de acervos, tienen que a la postre recaer en algunos grupos específicos. Dado que la zona del euro no tiene mucha flexibilidad respecto al conjunto de mecanismos y herramientas de política que podrían ayudar a compartir la carga del ajuste, el tema central es cuáles son los grupos que van a soportar qué parte de la carga. Esto, en gran medida, depende del tipo de ajuste acordado en los procesos de negociación dentro de la zona del euro.¹⁷

En este contexto, es útil pensar en el conjunto de mecanismos y políticas como un tipo de acuerdo para compartir el riesgo. Un resultado teórico estándar en la literatura es que al compartir el riesgo de manera óptima, como consecuencia de un choque macroeconómico, cada individuo reduce su consumo en igual proporción, y lo mismo sucede con cualquier otro grupo (por ejemplo, ver Kreps, 1990). Por ejemplo, una reducción del 10% en el producto de una región, en un modelo óptimo de riesgo compartido, lleva a una reducción del 10% en el consumo de cada individuo.¹⁸ En contraste, en la mayoría de las crisis, como las que se han considerado aquí, el choque

¹⁷ Al analizar el mismo tema desde otra perspectiva, en presencia de diversos mecanismos de ajuste, el peso de la crisis se distribuye entre variables nominales, por ejemplo la inflación, el componente nominal del tipo de cambio, etc., y entre variables reales, el tipo de cambio real, el consumo, la inversión, etc. Así, dada la cantidad reducida de estos mecanismos y de herramientas de política, el peso de la crisis recae principalmente en las variables reales.

¹⁸ Esto se refiere a un acuerdo hecho *ex ante*. El problema es que nunca se consideraron algunas de las contingencias que están ocurriendo hoy. Como tal, incluso el compartir de manera igualitaria el ajuste es lo óptimo, la aplicación de este tipo de arreglo *ex post* es inherentemente difícil por razones obvias.

se distribuye de manera asimétrica. Además, dados los acuerdos institucionales y las restricciones de política en la zona del euro, suponemos que la magnitud de dicha asimetría en este caso es significativa. Adicionalmente, en la zona del euro hay ambigüedad adicional respecto a la carga del ajuste, dado que su diseño –en su momento– no consideró ciertas eventualidades, como la posible renegociación de contratos nominales.

3.2 Posibles cursos de acción

Exploramos algunos posibles cursos de acción para contribuir al proceso de ajuste en la zona del euro. También, discutimos los principales retos relacionados con cada uno de ellos. No es de sorprender que muchos de los canales a través de los cuales la zona del euro podría y debería hacer ajustes estén *desactivados* o simplemente no funcionen. Seguimos luego con la sugerencia de lo que creemos son dos elementos cruciales que faltan aún para disipar la crisis.

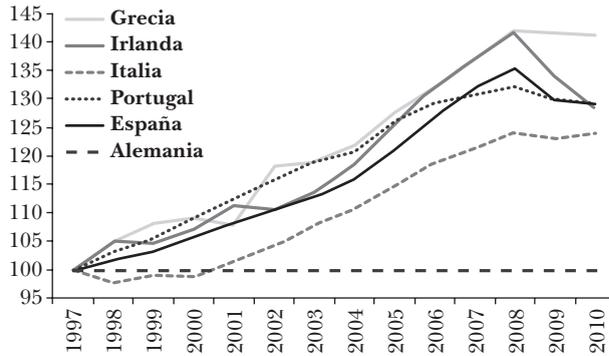
En este marco, *primero*, aun si una economía dentro de una unión monetaria no tiene, por ejemplo, una política cambiaria a su disposición, podría –al menos en principio– ajustarse a los choques por medio de la movilidad laboral o de cambios en el salario real (Mundell, 1961).

Sin embargo, hay varios factores sutiles que en efecto limitan la movilidad laboral. Básicamente, si bien no hay barreras legales para la emigración de trabajadores dentro de la zona del euro, es bien sabido que factores culturales tales como las diferencias de idioma contribuyen a disminuir la movilidad laboral. Estos factores han inhibido los ajustes de las economías a través de este canal.

Como sabemos, los costos laborales unitarios de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España han aumentado substancialmente desde fines de los años noventa (gráfica 20). Esto implicó una pérdida significativa de competitividad en estos países, que tiene que corregirse si se quiere una mejora en el potencial de crecimiento económico. Además, las rigideces del mercado laboral en Europa limitan de manera considerable la

Gráfica 20

**COSTO UNITARIO DE LA MANO DE OBRA:
ALEMANIA FRENTE A PAÍSES SELECCIONADOS**
Índice 1997=100



Fuente: base de datos macroeconómica anual de la Comisión Europea.

flexibilidad a la baja de los salarios nominales, lo que merma la eficacia de los cambios en los salarios nominales para reducir los salarios en términos reales y, por lo tanto, disminuir los costos laborales unitarios (Krugman, 2011).

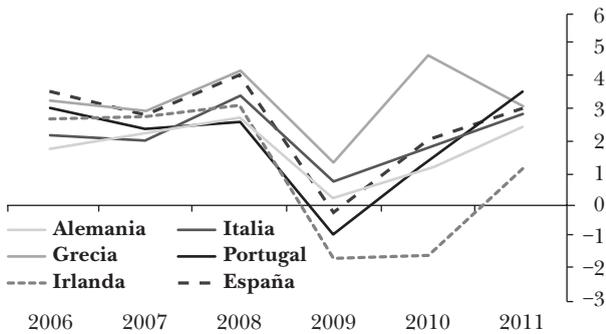
La devaluación del tipo de cambio nominal y la generación de inflación se utilizaron para reducir los salarios reales en América Latina. Esta fue la alternativa dada la rigidez a la baja de los salarios nominales. Sin embargo, esto no es posible dentro de una unión monetaria y es muy probable que, conjuntamente, un grupo países de la Unión encuentre inaceptable estas políticas. Así, la reducción de los costos laborales es difícil para Europa.

Segundo, la devaluación interna es una alternativa potencial para mejorar la competitividad. En este caso, el ajuste del tipo de cambio real de un miembro de la zona del euro, tendría que efectuarse por medio de un cambio en el nivel general de precios internos. Esto es, una depreciación real requeriría de una tasa de inflación interna menor a la prevaleciente en el exterior.

Dicho esto, considérese las tasas de inflación en Alemania y en los países periféricos (gráfica 21). En general, todas están

Gráfica 21

INFLACIÓN GENERAL
(cambio porcentual por año)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

por debajo del 3%. De esta manera, a luz de las tasas de inflación bajas en la zona, una depreciación real podría implicar una situación deflacionaria.

Además, las deflaciones se relacionan generalmente con una demanda marcadamente débil, y por lo tanto generalmente suceden en el contexto de grandes recesiones económicas (Bernanke, 2002). En estas circunstancias, un periodo de reducción de precios en los países muy endeudados de la zona del euro podría requerir de una contracción adicional de la demanda agregada, lo cual implicaría una grave caída en el producto, con costos sociales aún más elevados en términos de desempleo y de reducción de los niveles de vida. Asimismo, una deflación iría directamente en contra del mecanismo de dilución de la deuda nominal del gobierno. En adición a lo anterior, la deflación implicaría una brutal redistribución de los deudores a los acreedores, precisamente cuando la mayoría de las economías afectadas tienen un problema de sobreendeudamiento. Más aún, si diversos países igualmente siguieran esta estrategia, las consecuencias podrían ser muy adversas para el crecimiento general en la zona del euro y otras regiones. En

general, una devaluación interna posiblemente no sea factible, ni en el plano individual ni a nivel de la Unión.

Tercero, con base en la experiencia latinoamericana, las políticas de impulso del crecimiento son esenciales para resolver las crisis de deuda. Así, la aplicación de reformas estructurales generales para incrementar la productividad y fortalecer la competitividad es un imperativo para la zona del euro. A fin de establecer una trayectoria de crecimiento económico equilibrado, para alcanzar trayectorias sostenibles de política fiscal y ser capaces de reducir la razón de deuda a PIB, se puede argumentar que los países de la zona del euro deberían enfocarse en reformas estructurales. Este, ciertamente, ha sido el caso. En realidad, uno difícilmente puede enfatizar de más la importancia de estas reformas ya que en una unión monetaria, sin la posibilidad de devaluaciones nominales, un elemento muy importante es la mejora de la competitividad.

La elaboración y la implementación de estas reformas llevan tiempo y, sobre todo, necesitan del consenso político. Varios países han empezado a adoptar medidas para incrementar la flexibilidad de sus rígidos mercados laborales, pero el progreso ha sido lento. Además, una vez que las reformas estructurales han sido promulgadas y adoptadas, en muchos casos tomará tiempo para que sus efectos positivos se materialicen completamente y tengan un impacto en la economía. En los países latinoamericanos, como se mencionó, las reformas estructurales formaron parte de la estrategia para salir de la crisis de la deuda en los ochenta. Sin embargo, antes de estas reformas, la depreciación del tipo de cambio real y la caída en los salarios reales ya habían contribuido al incremento de las exportaciones netas y, consecuentemente, habían apoyado la actividad económica.

Además, actualmente el problema puede verse como uno de demanda *insuficiente*, debido a las correcciones en los balances de los agentes económicos que ya han ocurrido y las que aún necesitan darse. A corto plazo, las reformas estructurales, que lleven a una mejora en la oferta, pueden exacerbar en el corto plazo el desequilibrio entre la oferta y la demanda agregadas.

En resumen, la membrecía en una unión monetaria retira mecanismos de ajuste esenciales, en especial, el tipo de cambio y, aunque no es la panacea, la inflación. Esta situación asigna la mayor parte de la carga del ajuste a la actividad económica, el ingreso y el empleo. También implica mayores costos económicos y sociales. Esto es así aun si no se consideran los problemas críticos derivados de una retroalimentación negativa entre las finanzas públicas y el sector bancario que puede incrementar de muchas maneras la magnitud de los problemas. Las medidas de reducción del gasto ya han suscitado un malestar social significativo. Si esto continúa, no es difícil pensar en situaciones como la expuesta en el apéndice, en la que es óptimo para un gobierno incumplir sus pagos. El peor de los escenarios seguiría.

3.3 Ayuda financiera a los países deudores

Los países en la periferia han emprendido un ajuste draconiano. A pesar de su tamaño, el ajuste es hasta ahora y en promedio más pequeño que en el caso de América Latina, no obstante que los desequilibrios acumulados eran menores en este último caso. Además, en el caso de Europa, como se ha expuesto, no hay mecanismos de precios importantes que puedan hacer que el ajuste sea relativamente menos oneroso y más rápido. En adición a lo anterior la región tiene que lidiar con una crisis bancaria que está agravando el problema. En estas circunstancias, se tiene que el caso para una ayuda financiera cuantiosa y una condonación de la deuda es ciertamente sólido. Recordemos que el caso de América Latina en los años ochenta sugiere que el alivio de deuda es un elemento crucial para salir de una crisis de deuda. Pero como se mencionó, en este caso se propone una firme señal de compromiso para lidiar con los problemas de riesgo moral que se suscitarían.

Más en concreto, esta señal de compromiso incluiría la reducción a cero de los déficits fiscal y en cuenta corriente. Creemos que esto sería benéfico por las siguientes razones. Primero, permitiría que el país receptor mostrara a los mercados financieros

su grado de compromiso y la seriedad de sus propósitos, con lo que se descartaría a aquellos países que no fueran lo suficientemente serios en sus promesas. En particular, llevando a cero ambas balanzas se manifiesta que, al menos en términos de flujos, las economías que efectúan estos ajustes lo han hecho en congruencia con un financiamiento externo neto igual a cero, habiendo ajustado completamente los flujos en la economía para reflejar esto. Segundo, ello brindaría seguridad a aquellas instituciones y países que proporcionarían recursos para el alivio de deuda al país receptor. En resumen, dada la reducción de información asimétrica, se atenuaría el riesgo moral que podría aparecer si el alivio de deuda se proporcionara incondicionalmente.

La grave crisis de deuda en Europa amenaza la estabilidad financiera en la región y más allá de la misma. En este escenario, las autoridades europeas, junto con el FMI, han adoptado medidas para brindar apoyo financiero a los países deudores. Sin embargo, las autoridades europeas, en general, no han considerado aún la reducción de la deuda para los países de la zona del euro altamente endeudados. La excepción son los descuentos aceptados por los tenedores privados de bonos de la deuda pública griega en la primera mitad de 2012. En lo que sigue, discutimos brevemente las principales medidas que se han adoptado para proporcionar respaldo financiero.

En términos de apoyo financiero a los países en problemas, la respuesta de la Unión Europea ha sido la creación de nuevos fondos de préstamos, que pueden ofrecer asistencia financiera a los gobiernos y a las instituciones financieras de la zona del euro. Actualmente, el principal fondo en funcionamiento es el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). Este Fondo se estableció en mayo de 2010 con instrucciones de emitir bonos para recaudar recursos y, en su momento, ayudar a los miembros de la zona del euro en dificultades financieras.¹⁹ Se

¹⁹ Estos bonos emitidos por el FEEF están garantizados por los miembros de la zona del euro de acuerdo con su participación en la contribución de capital al BCE. El FEEF puede usar estos fondos recaudados para

espera que sea reemplazado por un fondo permanente, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE) en 2013. Durante 2012 han coexistido ambos. Hasta ahora, tienen una capacidad de préstamo conjunta total de 700,000 millones de euros.

Hasta el momento, cuatro países han recibido asistencia financiera de la Unión Europea en conjunto con el FMI: Grecia, Irlanda, Portugal y, más recientemente, España. En general, el apoyo financiero ha estado sujeto a la implementación de paquetes de consolidación fiscal. La percepción es que no han tenido éxito en la corrección de los grandes déficits fiscales en estos países.

El primer país que recibió apoyo financiero fue Grecia en mayo de 2010.²⁰ Además, el FEEF y el FMI han brindado asistencia financiera a Irlanda y Portugal. El programa de rescate para Irlanda se acordó en diciembre de 2010 y el de Portugal en mayo de 2011.

Posteriormente, dados los problemas fiscales y financieros de Grecia, se anunció en julio de 2011 un segundo programa de asistencia financiera, que estaba sujeto a negociaciones y que fue revisado a principios de 2012. El gobierno griego negoció recortes en los bonos griegos con los acreedores privados. En este escenario, el segundo plan de rescate combinó la asistencia financiera de la UE y del FMI con alivio de deuda. La meta establecida era reducir la razón deuda a PIB al 120% para el año 2020. Esto es, a pesar de la reducción de la misma, la deuda pública seguirá por encima del 100% de su PIB.

Sin embargo, parece ser el caso que estas medidas pueden no ser suficientes para reducir la deuda pública a niveles sostenibles de largo plazo. Hasta este momento, las autoridades europeas no han considerado el alivio de deuda para otros países de la zona del euro. Finalmente, las autoridades han

proporcionar apoyo financiero a los gobiernos de la zona del euro y para comprar bonos de los gobiernos en el mercado secundario, como así también para financiar la recapitalización de los bancos.

²⁰ Este programa se estableció antes de la creación del FEEF. Por lo tanto, el apoyo financiero a Grecia se efectuó en forma de préstamos bilaterales de otros gobiernos.

acordado proporcionar apoyo financiero a España en junio de 2012, principalmente para recapitalizar su sistema bancario.

A pesar de estos esfuerzos, consideramos que todavía faltan dos cosas: primero respaldos de mucha mayor magnitud, los cuales en sí mismos contribuirían a un mucho mejor riesgo compartido; y, segundo, la condonación abierta de deuda. Ambos están interrelacionados y pueden adoptar muchas formas: la mutualización de la deuda, la monetización de la deuda, reducciones de deuda, etc.²¹ El punto es que, dada la magnitud de la crisis, y la carencia de mecanismos para resolver los problemas de flujos y de acervos de países en lo individual, es difícil pensar que los países no alcanzarán un punto donde sea óptimo para ellos incumplir con sus obligaciones. El tiempo es esencial. Creemos que los ajustes necesarios en estos países están lejos de haberse terminado, mucho más si se considera la retroalimentación negativa proveniente de los problemas en sus sectores financieros.²² Sin ninguna de las soluciones hasta ahora propuestas que haga que el crecimiento de estos países sea factible, creemos que la zona del euro se dirige hacia el peor de los escenarios. Claramente, el alivio de deuda podría tener consecuencias muy adversas en términos de riesgo moral. Pero los mecanismos de recorte de deuda, como el que proponemos, pueden formularse para atenuar estos problemas y, más aún, creemos que la alternativa de no considerar un alivio directo de deuda como una opción viable será mucho más onerosa.

²¹ Un elemento importante incluiría probablemente en el caso de algunos organismos multilaterales como el BCE obviar el estatus de acreedor preferente.

²² No es necesario insistir en que este tipo de negociaciones, con el propósito de brindar alivio de deuda, tendría que incluir a todos los países afectados simultáneamente, de una vez y para todo el proceso, para hacerlo creíble.

4. CONCLUSIÓN

Analizamos la experiencia de las crisis de deuda externa en América Latina, en especial la que tuvo lugar en la década de los ochenta, con el fin de arrojar algo de luz sobre la actual crisis de deuda en Europa. Ambos episodios involucran un periodo de gasto excesivo, acceso a abundante financiamiento proveniente de los mercados internacionales, y un fuerte aumento de la deuda denominada en una divisa que el gobierno deudor no emite. Todo esto, acompañado de graves problemas de regulación y supervisión del sector financiero, ha desembocado en una crisis sin precedentes. La deficiente administración macroeconómica ha llevado a una crisis de deuda que amenaza no sólo a las economías de los países afectados, sino también al sistema financiero internacional.

La respuesta a la crisis de deuda de América Latina incluyó programas de estabilización macroeconómica, reformas estructurales y un proceso de renegociación de la deuda que claramente redujo la carga de la misma. Todos estos elementos son esenciales, y para serlo, deben ser creíbles. Ciertamente, esta experiencia destaca una serie de elementos importantes. Para empezar, una solución para la crisis de deuda requiere la corrección de los desequilibrios macroeconómicos que, en primer lugar, llevaron a la crisis. Segundo, la depreciación del tipo de cambio real brindó una ventaja invaluable en el proceso de ajuste. Tercero, ante la falta de crecimiento económico, los planes de ajuste probablemente serán insuficientes para resolver una crisis de deuda. Cuarto, a pesar de tener costos muy altos, la inflación es generalmente el único mecanismo que tiene un país para absorber las pérdidas, para ajustar de manera más rápida y más eficaz las finanzas públicas y los gastos internos en general, y para reducir el valor real de las deudas. Si se busca evitar la inflación, entonces los respaldos y el alivio de deuda pasan a ser aún más urgentes para ser parte de la solución. Finalmente, como se menciona, para ser eficaces, estas medidas deben ser elaboradas y aplicadas de manera creíble.

La situación actual en la zona del euro es en muchos sentidos peor que la de América Latina en la década de los ochenta. Primero, los desequilibrios macroeconómicos y la magnitud de los niveles de deuda en los países europeos de la periferia son mayores que los de América Latina en el momento de su crisis. Segundo, dentro de una unión monetaria, los miembros tienen una cantidad muy reducida de herramientas de política a su disposición para ajustar sus economías. En contraste con los países de América Latina en los ochenta, los países altamente endeudados en la zona del euro, por ejemplo, no pueden recurrir a devaluaciones nominales para generar depreciaciones reales. Tercero, si bien desagradable, no pueden contar con una aritmética monetarista para avanzar en el proceso de absorción de pérdidas.

En este escenario, el peso del ajuste, en su mayor parte, recaerá sobre las medidas de reducción de gasto. Sin embargo, las medidas de austeridad sin depreciaciones reales implican un proceso de ajuste muy oneroso con costos sociales y económicos elevados. Desafortunadamente, las barreras culturales a la movilidad laboral y la rigidez a la baja de los salarios nominales impiden un ajuste por medio de la emigración y de menores salarios reales, respectivamente. Además, los efectos recesivos del proceso deflacionario hacen que una devaluación interna sea inviable. En este contexto, es crucial incrementar la productividad y la competitividad adoptando reformas estructurales. No obstante, aun si estas reformas se promulgan y aplican rápidamente, pasará algún tiempo para ver un impacto real en la economía.

Los temas considerados anteriormente, junto con la magnitud de los problemas fiscales y financieros en la zona del euro, tienden a mermar la credibilidad de las acciones de políticas y de las reformas anunciadas por los gobiernos nacionales y las autoridades multilaterales europeas. En este escenario, existe el riesgo de que se desate un evento catastrófico, tal como un episodio de incumplimiento de pago soberano con consecuencias negativas para la actividad económica y la estabilidad financiera.

Como resultado, creemos que no sólo debería de haber mayor progreso en el fortalecimiento de los respaldos a la región, sino que también deberían realizarse algunas condonaciones de deuda. Sin duda, se debería estar atento a las posibles implicaciones de riesgo moral que esta política podría generar en el futuro. Sin embargo, de no hacerse esto, el resultado podría ser peor. Para lidiar con el asunto del riesgo moral, hemos propuesto un esquema en el que el país receptor tendría que alcanzar saldos fiscal y en cuenta corriente iguales a cero como señal de compromiso.

En el apéndice, desarrollamos un modelo de deuda pública e incumplimiento que ilustra la disyuntiva que enfrentan los países altamente endeudados. Por una parte, pueden incumplir sus pagos. En dicho caso, dejarían de transferir recursos a sus acreedores y, por consiguiente, pueden alcanzar niveles más altos de gasto interno. No obstante, serían excluidos de los mercados internacionales y sufrirían una pérdida adicional de su producto. Por otra parte, los países pueden continuar cumpliendo con sus obligaciones de deuda, lo cual implica la adopción de medidas adicionales de austeridad, mayor contracción de los gastos internos y, por lo tanto, de los niveles de vida de sus habitantes. El modelo muestra que una fuerte contracción del producto y niveles de deuda suficientemente altos pueden desencadenar un episodio de cese de pagos.

Apéndice

Consideramos un modelo de incumplimiento de deuda soberana para una economía pequeña y abierta, que puede ilustrar cualitativamente la dinámica de la economía durante la gestación de los desequilibrios macroeconómicos y en el periodo de ajuste. Primero se describe el modelo y luego se presenta un ejercicio numérico.

El modelo

Hay tres agentes en este modelo: los hogares, el gobierno y los acreedores externos. La utilidad de los hogares depende del consumo privado y del gasto público. En cada periodo, ellos reciben una dotación de bienes y consumen, tomando como dadas las acciones del gobierno. El gobierno es benevolente y por consiguiente busca maximizar la utilidad de los hogares. Puede pedir prestado en los mercados financieros internacionales, gravar el ingreso de los hogares y financiar el gasto público. El gobierno puede emitir un bono no contingente de un periodo. Este es el único activo comercializado en los mercados financieros internacionales. El gobierno es el único agente interno capaz de prestar o pedir prestado. Los contratos de deuda no son estrictamente exigibles, ya que el gobierno tiene la opción de incumplirlos. Cuando entra en moratoria, la economía experimenta una contracción del producto y queda temporalmente excluida de los mercados financieros. Los prestamistas externos cobran una prima ante la probabilidad de que el gobierno no pague su deuda. La prima de riesgo depende positivamente del nivel de deuda y negativamente del producto.

En épocas de expansión económica y de niveles de deuda relativamente bajos, el financiamiento externo es barato. En estas condiciones, el gobierno pide prestado en el exterior para financiar un mayor gasto público. Posteriormente, cuando finaliza la expansión económica y comienza a caer el producto, los acreedores externos cobran una prima de riesgo creciente. En un contexto de menor acceso al financiamiento externo, el gobierno enfrenta el dilema de pagar la deuda contraída, lo cual requiere de un programa de ajuste. En particular, es necesario generar un superávit fiscal. Sin embargo, dado el tamaño del nivel de deuda y la contracción del producto, el pago de las obligaciones de deuda podría resultar muy costoso, y esto podría desatar una situación de incumplimiento de la deuda soberana.

Hogares

Hay un hogar representativo con preferencias dadas por el valor presente de los flujos de utilidades en cada periodo:

$$E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(C_t, G_t).$$

La utilidad por periodo es cóncava, estrictamente creciente y dos veces diferenciable. El factor de descuento es $\beta \in (0, 1)$ y los hogares derivan utilidad del consumo privado y del gasto público. Sea C_t el consumo privado, y G_t el gasto público. Los hogares reciben una dotación de bienes sujeta a choques. En especial, y_t representa el ingreso de los particulares, que se supone sigue un proceso de Markov, con $Q(y_{t+1} | y_t)$ denotando la función de transición Markoviana para y , la cual tiene valores definidos sobre el conjunto Y . El producto puede dividirse entre consumo privado y público.

El gobierno grava el ingreso de los hogares y tiene dos instrumentos para financiar su gasto: ingresos por el cobro de impuestos y préstamos externos. El hogar representativo toma el gasto público y el impuesto al ingreso como dados y consume de acuerdo con la siguiente expresión:

$$C_t = (1 - T_t) y_t,$$

donde T es la tasa del impuesto sobre el ingreso.

El gobierno

El gobierno maximiza la utilidad de los hogares y puede prestar y pedir prestado en los mercados financieros internacionales, los cuales son incompletos ya que el gobierno sólo puede ahorrar y endeudarse vendiendo y comprando un bono no contingente de un periodo. Para poder financiar el gasto público,

el gobierno puede pedir prestado en el exterior y gravar a los hogares mediante un impuesto al ingreso.

En cada periodo, y siempre que se tenga acceso a los mercados financieros, el gobierno elige entre pagar la deuda externa pendiente o incumplir su pago. Esta decisión proviene de comparar los beneficios netos entre las dos opciones. El gobierno compara el costo del pago de la deuda dado por la desutilidad a corto plazo de reducir el consumo actual para pagar un préstamo no contingente, contra el costo de ser excluido temporalmente de los mercados financieros internacionales dado por los beneficios que se pierden en términos de suavizamiento del consumo y la pérdida de producto en autarquía.

El problema intertemporal del gobierno puede ser expresado en una forma recursiva como un problema de programación dinámica. Condicionado a tener acceso a los mercados financieros, el gobierno tiene que decidir si va a incumplir su pago o no. Si el incumplimiento no es óptimo entonces tiene que decidir cuánto quiere pedir prestado o ahorrar. Aunado a lo anterior, tiene que tomar dos decisiones de política fiscal, estas son, el monto de gasto público y el nivel de la tasa impositiva. Si el incumplimiento es óptimo entonces el gobierno sólo tiene que decidir su política fiscal. Todas estas decisiones se toman dado el choque al producto y la cantidad de activos extranjeros. Así, las variables de estado son el nivel de producto y el nivel de activos extranjeros B (la deuda corresponde a valores negativos de B), y la situación crediticia del país, d , donde $d=1$ si el país tiene acceso a los mercados de crédito y $d=0$ si está en autarquía financiera.

La función de valor cuando el gobierno tiene acceso a los mercados de crédito y comienza el periodo con una cantidad de activos B y producto y está dada por $V_0(B,y)$. El gobierno tiene que decidir entre honrar su deuda o incumplir su pago; lo hace comparando el valor asociado con pagar su deuda $V(B,y)$, con el valor correspondiente a incumplir con el pago de su deuda $V^a(y)$. El problema puede expresarse de la siguiente manera:

$$V_0(B, y) = \max\{V^c(B, y), V^d(y)\},$$

y la decisión óptima del gobierno se caracteriza por:

$$D(B, y) = \begin{cases} 1 & \text{si } V^c > V^d \\ 0 & \text{de otra forma} \end{cases}.$$

Las decisiones sobre el pago de la deuda o el incumplimiento de la misma determinan un conjunto $\Gamma(B)$; este se define como el conjunto de valores del choque del producto tal que el pago de la deuda es la decisión óptima dado el nivel de activos extranjeros B ,

$$\Gamma(B) = \{y \in \gamma : D(B, y) = 1\}$$

y un conjunto $F(B)$ definido como el conjunto de valores del choque del producto tal que el incumplimiento de pago de la deuda es óptimo, dado el nivel de tenencia de activos B ,

$$F(B) = \{y \in \gamma : D(B, y) = 0\}.$$

Si el gobierno cumple con sus obligaciones de deuda, puede emitir nueva deuda y financiar el gasto público de acuerdo con la siguiente restricción:

$$G = Ty + B - q(B', y)B',$$

donde $q(B', y)$ es el precio del bono que paga una unidad del bien de consumo en el periodo siguiente si el gobierno paga su deuda. Cuando el gobierno pide prestado, vende bonos a los acreedores extranjeros y por lo tanto recibe $q(B', y)B'$ unidades del bien de consumo de los acreedores durante el periodo

actual, y promete pagar B' unidades el próximo periodo, condicionado a no incumplir con el pago de la deuda.

Cuando el gobierno tiene acceso a los mercados de créditos, elige la tasa impositiva, el gasto público y el monto de los activos externos que maximicen la utilidad de los hogares, tomando en cuenta cómo responderá el sector privado a estas políticas. Formalmente, el gobierno maximiza la utilidad sujeta a la restricción presupuestaria de los hogares, así como a su propia restricción presupuestaria.

Así, el problema del gobierno cuando tiene acceso a los mercados de crédito es:

$$V^c(B, y) = \max_{T, G, B'} \left\{ U(C, G) + \beta \sum_{y'} V_0(B', y') Q(y'|y) \right\}$$

s. a.

$$G = Ty + B - q(B', y') B'$$

$$C = (1 - T)y$$

Cuando el gobierno incumple el pago de su deuda, el país queda temporalmente excluido de los mercados financieros. Además, la economía experimenta una pérdida de producto. El producto en autarquía está representado por $h(y)$, que es inferior a y . El problema del gobierno es entonces:

$$V^d(y) = \max_{T_d, G_d} \left\{ U(C_d, G_d) + \beta \sum_{y'} [\mu V_0(0, y') + (1 - \mu) V^d(y')] Q(y'/y) \right\}$$

s. a.

$$G_d = T_d h(y)$$

$$C_d = (1 - T_d) h(y)$$

donde C_d representa el consumo cuando el país está en autarquía. El impuesto sobre el ingreso es el único instrumento para financiar el gasto público. Cuando el gobierno incumple sus pagos es excluido de los mercados de crédito. Sin embargo, el

próximo periodo puede regresar a los mercados financieros con una probabilidad exógena m . Cuando recupera el acceso a los mercados financieros, lo hace sin deuda, $B=0$. Además, con una probabilidad $1-\mu$, la economía seguirá en autarquía financiera.

Prestamistas extranjeros

Hay un gran número de acreedores idénticos que viven indefinidamente. Cada acreedor puede prestar o pedir prestado a la tasa libre de riesgo r_f y participa en un mercado perfectamente competitivo para prestarle al gobierno de la economía pequeña y abierta. Los acreedores extranjeros son neutrales al riesgo, tienen información perfecta sobre el proceso que sigue el ingreso de la economía abierta y pequeña, y maximizan sus ganancias esperadas, que están dadas por la siguiente ecuación:

$$\pi = -qB' + \frac{\lambda(B', y)}{1+r_f} \cdot 0 + \frac{(1-\lambda(B', y))}{1+r_f} B'.$$

El primer término de la ecuación muestra que cuando los acreedores prestan al gobierno en el periodo actual, compran el bono emitido por el gobierno nacional a un precio q . En el siguiente periodo, los prestamistas pueden recibir el valor nominal del bono dependiendo de si el gobierno incumple el pago o no. Cuando incumple el pago, los acreedores obtienen 0 unidades del bien de consumo, donde $\lambda(B', y)$ es la probabilidad endógena de que el gobierno entre en moratoria de sus obligaciones de deuda. Por lo tanto, con probabilidad $1-\lambda(B', y)$ los prestamistas van a recibir la cantidad B' .

Como hay competencia perfecta en el mercado de crédito, también se tiene que satisfacer una condición de cero beneficios para el acreedor. El precio del bono entonces es:

$$q = \frac{(1-\lambda(B', y))}{1+r_f}.$$

Así, el precio de equilibrio del bono $q(B',y)$ refleja la probabilidad de incumplimiento del gobierno, $\lambda(B',y)$, que resulta de

$$\lambda(B',y) = \sum_{y' \in F(B')} Q(y'|y).$$

Así, la probabilidad de *default* es cero cuando $F(B') = \emptyset$ y es uno cuando $F(B') = \mathcal{Y}$.

Ejercicio numérico

En esta sección el modelo se resuelve numéricamente para ilustrar la dinámica de las principales variables macroeconómicas. Cabe mencionar que hasta ahora los modelos cuantitativos de deuda soberana no han podido generar diferenciales de tasa de interés y niveles de deuda similares a los observados en los datos. En este contexto, más que calibrar el modelo a una economía específica, el objetivo de esta sección es realizar un ejercicio numérico para entender la dinámica de la economía durante un periodo en que se acumulan desequilibrios macroeconómicos y posteriormente cuando la economía tiene que ajustarse a un menor acceso a préstamos del exterior.

Se usa la siguiente función de utilidad en la solución numérica del modelo:

$$U(x(C,G)) = \frac{(x(C,G))^{1-\sigma}}{1-\sigma},$$

donde σ es el coeficiente de aversión al riesgo y $x(\cdot)$ es un agregador Cobb-Douglas:

$$x(C,G) = C^\alpha G^{1-\alpha}.$$

El cuadro 7 presenta los valores de los parámetros usados en el ejercicio numérico. Son similares a los usados en la literatura económica de modelos de deuda soberana (ver Aguiar y Gopinath, 2006; Arellano, 2008). El modelo se resuelve

numéricamente usando un método de estado-espacio discreto y un algoritmo de iteración de las funciones de valor.

Cuadro 7

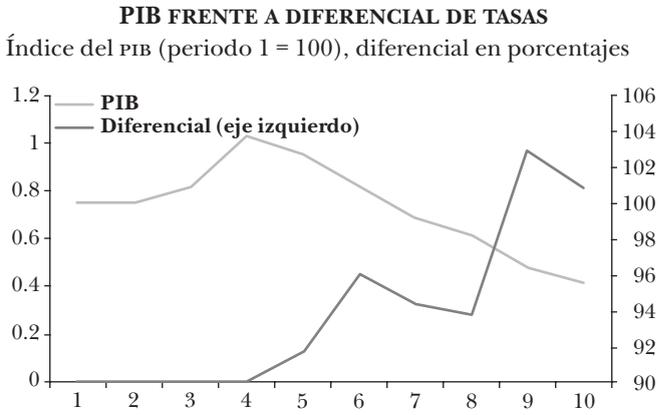
VALORES DE LOS PARÁMETROS		
Aversión al riesgo	σ	2.00
Factor de descuento	β	0.95
Peso del consumo	α	0.70
Probabilidad de reingreso	μ	0.10
Autarquía de pérdida de producto	h	0.02
Choque de producto	ρ_y	0.90
	σ_y	0.02

Dinámica de la economía

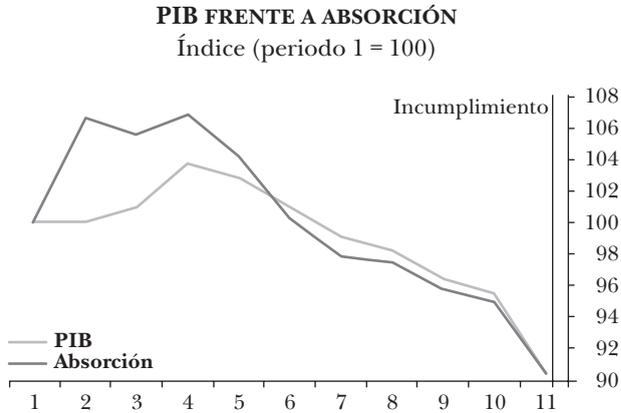
Esta sección considera las funciones de política de la economía del modelo y supone una trayectoria de choques al producto para analizar la dinámica de la economía abierta y pequeña durante un periodo en el cual se generan los desequilibrios macroeconómicos, y luego durante el periodo de ajuste. Finalmente, el gobierno decide incumplir el pago de sus obligaciones de deuda.

Inicialmente el gobierno no tiene deuda, y el saldo fiscal es igual a cero. En este escenario, se supone que la economía se enfrenta a una serie de choques positivos al producto. El desempeño económico favorable, en un contexto donde el gobierno no tiene deuda, implica una prima de riesgo igual a cero. Se supone que la expansión económica finalmente termina y que la economía empieza a sufrir una serie de choques negativos al producto. En este escenario, los acreedores extranjeros demandan una prima de riesgo para prestarle al gobierno y por lo tanto la tasa de interés comienza a aumentar. La gráfica 22 describe el nivel de producto y el diferencial de la tasa de interés de los bonos que emite el gobierno nacional respecto a la tasa libre de riesgo para la economía del modelo.

Gráfica 22



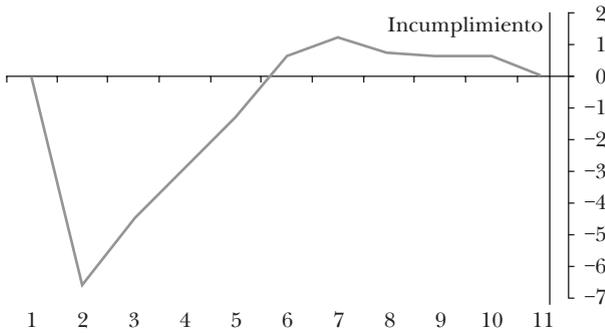
Gráfica 23



El gobierno inicialmente aprovecha el bajo costo del financiamiento externo y, en consecuencia, pide prestado en el exterior para financiar un nivel de gasto público relativamente alto. El gobierno depende en buena medida de los créditos externos para financiar los gastos públicos más que de los impuestos, lo cual permite a los hogares consumir más. En este escenario, la absorción interna, que en este modelo corresponde al gasto público más el consumo privado, se incrementa con

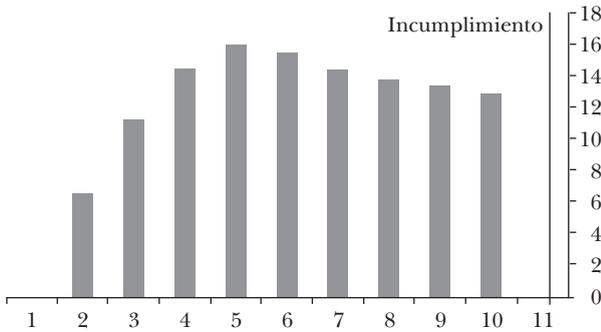
Gráfica 24

SALDO FISCAL
(porcentaje del PIB)



Gráfica 25

COEFICIENTE DE DEUDA A PIB
(porcentajes)



respecto al producto. La gráfica 23 describe al producto y los niveles de absorción para esta economía, y muestra el exceso de absorción interna sobre el producto durante la expansión económica. Al mismo tiempo, el gobierno opera con déficit fiscal y acumula deuda. La gráfica 24 y la gráfica 25 muestran el saldo fiscal y el nivel de deuda soberana, respectivamente.

Hasta ahora, puede argumentarse que la dinámica de esta economía pequeña y abierta se parece cualitativamente al

comportamiento que mostraron numerosos países latinoamericanos durante los setenta y los primeros años de la década de los ochenta, y a algunos países de la zona del euro, tales como Grecia durante parte de los primeros años posteriores a 2000.

Cuando termina la expansión económica y aumentan las tasas de interés, la economía pequeña y abierta tiene que atravesar un proceso de ajuste. En el modelo, la contracción del ingreso que desencadena la necesidad de ajustar la economía interna a un entorno externo adverso es exógena. En el contexto de la crisis de la deuda latinoamericana durante los ochenta, podríamos pensar que la contracción del producto estuvo asociada con la recesión en las economías avanzadas a comienzos de esa década. En el caso de la zona del euro, estaría vinculada con la contracción económica global debido a la crisis financiera internacional.

El menor acceso a los mercados financieros internacionales disminuye la capacidad del gobierno de refinanciar la deuda contraída en el modelo. En este escenario, el gobierno reduce el gasto público e incrementa la tasa impositiva para mejorar las cuentas fiscales y cubrir sus obligaciones de deuda externa. Como puede verse en la gráfica 25, tiene un superávit fiscal. Al mismo tiempo, la economía en su conjunto tiene que contraer la absorción interna por debajo del producto para estar en condiciones de pagar la deuda pendiente. Las medidas fiscales aplicadas por el gobierno inducen este ajuste. Por una parte, el consumo privado disminuye debido a los impuestos más altos. Por la otra, el gobierno reduce el gasto público de manera directa. En este contexto, el nivel de deuda comienza a caer. Sin embargo, a pesar de esto, la marcada contracción del ingreso hace que el pago de las obligaciones de deuda sea extremadamente costoso. Como resultado, se suscita un episodio de incumplimiento soberano. Así, este modelo estilizado ilustra cualitativamente la dinámica de una economía abierta y pequeña desde el desarrollo inicial de los desequilibrios macroeconómicos hasta la decisión de incumplir el pago de la deuda por parte del gobierno.

En el caso de la crisis de deuda de América Latina, puede argumentarse que una serie de factores contribuyeron a evitar el incumplimiento de deuda que tiene lugar en el modelo: primero, el ajuste del tipo de cambio real contribuyó a moderar la contracción del producto. Segundo, la adopción de reformas estructurales apoyó la actividad económica. Tercero, el alivio de deuda que los países de América Latina recibieron con el Plan Brady redujo la carga de la misma. Así, el modelo sugiere que ante la falta de acciones integrales de política que impulsen la actividad económica y que reduzcan la carga de deuda, potencialmente podría darse una situación de incumplimiento en el pago de la deuda soberana.

Finalmente, nos gustaría resaltar algunos aspectos adicionales. Primero, como se argumentó, los desequilibrios macroeconómicos se generan por un exceso de gasto sobre el ingreso. En la práctica, un exceso de gastos y, con este, el endeudamiento podrían atribuirse al sector público o al privado. No obstante, en una crisis, generalmente es el sector público el que asume las deudas del sector privado. Así, el modelo obvia la deuda privada y supone que toda la deuda es generada por el gobierno.

Segundo, cuando se trata del pago de deuda, independientemente de qué sector –público o privado– haya causado la deuda, los hogares (los contribuyentes) terminan pagándola. Esencialmente, si bien el gobierno contrajo la deuda, en la práctica es pagada por los hogares mediante impuestos. En el modelo, esto es capturado estableciendo un impuesto a la dotación de bienes de los hogares.

Tercero, si aumenta el costo de financiamiento, la economía tiene que reducir el exceso de gasto en relación con los ingresos, esto es, los problemas de flujos. Para este fin, un ajuste fiscal es implementado. Del mismo modo, los impuestos más altos llevan a una menor dotación de bienes (neta de impuesto) disponible para los hogares, lo cual lleva a un menor consumo. De esta manera, y reflejando esto, en el modelo un ajuste en las cuentas públicas lleva a un ajuste en el consumo privado, como lo muestran las secciones anteriores.

Cuarto, la inflación fue un componente común del proceso de ajuste. Sin embargo, el modelo no tiene dinero. En consecuencia, no hay inflación y todas las variables son reales. Sin embargo, en el modelo, dos de los principales mecanismos de ajuste son el gasto público más bajo y los impuestos más altos. La inflación puede interpretarse como un impuesto sobre las tenencias monetarias de los hogares. Claramente, la reducción en la paridad de compra lleva a un menor consumo. Así, aunque eliminando algunos elementos, el impuesto en el modelo puede representar el impuesto inflacionario.

Quinto, el ajuste general también tiene que considerar los problemas de acervos, llevando a las deudas a niveles sostenibles. Esto requiere de un importante ajuste fiscal que implica mayores impuestos y menor gasto público. Lo último es ponderado por los hogares. Dado que el ajuste en el modelo se desarrolla en tiempos difíciles, esto es, en una recesión, el costo para los hogares puede ser significativo. En realidad, en algún punto podría no haber solución. En estas circunstancias, el gobierno puede optar por dejar de pagar la deuda.

Ciertamente, dada la magnitud de los desequilibrios, la retroalimentación negativa entre los problemas del sector bancario y las finanzas públicas, la falta de mecanismos de precios de ajuste macroeconómico y la economía política tan complicada para compartir las pérdidas entre los miembros de una unión monetaria, las perspectivas de crecimiento parecen lo suficientemente desalentadoras para que el incumplimiento de la deuda por parte de un país individual sea una posibilidad clara en la zona del euro. Sin duda, esto posiblemente llevaría a un evento sistémico. Por otra parte, en el caso de América Latina, las reformas estructurales y el Plan Brady no sólo permitieron salir de la crisis, sino que probablemente contribuyeron a evitar una situación catastrófica. También, como se ha sostenido, otros factores estuvieron presentes en el caso latinoamericano durante los ochenta, como la ausencia de una crisis bancaria y el hecho de que las magnitudes de los desequilibrios originales fueron más pequeñas que en el caso de la zona del euro.

Referencias

- Aguiar, Mark y Gita Gopinath (2006), "Defaultable Debt, Interest Rates and the Current Account", *Journal of International Economics*, vol. 69, núm. 1.
- Arellano, Cristina (2008), "Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies", *American Economic Review*, vol. 98, núm. 3.
- Banco Central Europeo (2010), "The Effectiveness of Euro Area Fiscal Policies", *ECB Monthly Bulletin*, julio.
- Banco de México (1996), *The Mexican Economy*.
- Bernanke, Ben (2002), "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here", conferencia en el National Economist Club, Washington, 21 de noviembre.
- Blanchard, Oliver (2012), *The Logic and Fairness of Greece's programme*, VoxEU.org.
- Bordo, Michael y Andrew Filardo (2005), *Deflation in a Historical Perspective*, BIS Working Paper, núm. 186.
- Buffie, Edward (1986), "Devaluation, Investment and Growth in LDCs", *Journal of Development Economics*, vol. 20, núm. 2.
- Calvo, Guillermo, Carmen Reinhart y Carlos Vegh (1995), "Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence", *Journal of Development Economics*, vol. 47, núm. 1, pp. 97-133.
- Cárdenas, Enrique (1996), *La política económica en México: 1950-1994*, Fondo de Cultura Económica.
- Carstens, Agustín (2012), "The Importance of Confidence in Macroeconomic Stabilization Efforts", disertación en la Conferencia del sector público-privado de alto nivel organizada por el Instituto de Finanzas Internacional, Ciudad de México, 24 de febrero.
- Crowley, Tom (1994), "The Role of the Commercial Banks in the Latin American Debt Crisis", *Trócaire Development Review*.
- Cuadra, Gabriel, Juan M. Sánchez y Horacio Sapriza (2010). "Fiscal Policy and Default Risk in Emerging Markets", *Review of Economic Dynamics*, vol. 13 (2).
- Devlin, Robert y Ricardo Ffrench-Davis (1995), "The Great Latin American Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment", *Revista de Economía Política*, vol. 15, núm. 3.
- Dornbusch, Rüdiger (1984), *External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates*, MIT Working Paper.
- Easterly, William R. (1989), "Fiscal Adjustment and Deficit Financing during the Debt Crisis", en I. Husain e I. Diwan (eds.), *Dealing with the Debt Crisis*, Banco Mundial.

- Edwards, Sebastian (1989), "Structural Adjustment Policies in Highly Indebted Countries", en J. D. Sachs (eds.), *Developing Country Debt and Economic Performance*, National Bureau of Economic Research.
- Edwards, Sebastian y Alejandra Cox-Edwards (1992), *Monetarismo y liberalismo: el experimento chileno*, Fondo de Cultura Económica.
- Edwards, Sebastian y Felipe Larraín (1989), "Debt, Adjustment, and Recovery in América Latina: An Introduction", en S. Edwards and F. Larraín (eds.), *Debt, Adjustment and Recovery*, Blackwell.
- Edwards, Sebastian y Felipe Larraín (1991), *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, The University of Chicago University Press.
- FDIC (1997), *An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990*, Federal Deposit Insurance Corporation.
- FMI (2010a), *From Stimulus to Consolidation: Revenue and Expenditure Policies in Advanced and Emerging Economies*, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- FMI (2010b), *Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World, International Monetary Fund*, Washington.
- FMI (2011), "Financial Integration, Growth and Imbalances", en *Regional Economic Outlook: Europe*.
- French-Davis, Ricardo (2002), *Economic Reforms in Chile*, The University of Michigan Press.
- Green, Joshua y Delano Villanueva (1991), "Private Investment in Developing Countries: An Empirical Analysis", *FMI Staff Paper*, núm. 38.
- Kreps, D. M. (1990), *A Course in Microeconomic Theory*, Princeton University Press.
- Krugman, Paul (2011), "Can Europe Be Saved?", *The New York Times*, enero 13.
- Lane, Philip R. (2012), "The European Sovereign Debt Crisis", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, núm. 3, pp. 49-68.
- Lustig, Nora (1998), *Mexico: The Remaking of an Economy*, Brookings Institution Press.
- Mundell, Robert (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol. 51.
- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, Princeton University Press.
- Rodrik, Dani (1989), *Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries*, NBER Working Paper, núm. 2999.
- Sachs, Jeffrey D. (1989), "Introduction", en J. D. Sachs (ed.), *Developing Country Debt and Economic Performance*, National Bureau of Economic Research.

- Serven, Luis y Andrés Solimano (1993), "Debt Crisis, Adjustment Policies and Capital Formation in Developing Countries: Where Do We Stand?", *World Development*, vol. 21, núm. 1.
- Spiegel, Mark (2008), *Monetary and Financial Integration: Evidence from the EMU: Push or Pull?*, FRBSF Working Paper, núm. 2008-11.
- Tornell, Aaron y Philip R. Lane (1999), "The Voracity Effect", *American Economic Review*, Vol. 89, No. 1, marzo, pp 22-46.
- Tornell, Aaron y Frank Westermann (2011), "Greece: The Sudden Stop that Wasn't", VoxEU.org.
- Wiesner, Eduardo (1985), "Latin American Debt: Lessons and Pending Issues", *American Economic Review*, vol. 75, núm. 2.