

Eduardo Levy Yeyati

Cosas que aprendimos de las crisis

Resumen

¿Qué lecciones aprendimos de las crisis financieras en economías emergentes en los noventa y primeros años dos mil? ¿Qué nos dice este aprendizaje sobre los alcances y las soluciones a las crisis actuales? Y viceversa: ¿qué le enseña la crisis de hoy a los políticos y reguladores latinoamericanos sobre cómo prevenir la crisis de mañana? Este trabajo no intenta responder de manera sumaria a estas dos preguntas, sino ordenar similitudes y diferencias que a veces pasan inadvertidas en las analogías habituales, con el fin de contribuir al debate sobre la reforma financiera.

Abstract

What lessons were learned from the financial crises in emerging economies during the nineties and the first few years of the twenty first century? What do such lessons teach us about the reach and solutions of current crises? And conversely: What does today's crisis teach Latin American politicians and

Profesor de la Universidad Torcuato Di Tella y la Universidad de Buenos Aires, *non-resident senior fellow* de The Brookings Institution y director de la empresa consultora Elypsis. El autor agradece la colaboración de Ignacio Caro Solís, Andrés Vilella Weisz y Luciano Cohan.

regulators about how to prevent the crises of tomorrow? This paper does not try to provide definite answers to such questions, instead it describes the similarities and differences sometimes missed by the usual studies in order to contribute to the debate on financial reform.

1. INTRODUCCIÓN

Parafraseando a Tolstoi,¹ podríamos señalar que todos los países desafortunados lo son de una manera particular. De hecho, uno podría ir más lejos y aplicar a las crisis económicas el principio de Anna Karenina, según el cual el éxito de una empresa (la fortuna de un país) exige que ninguno de los modos del infortunio se haga presente.²

En este sentido, tras una rápida mirada a la crisis de la periferia europea, podríamos concluir que no se trata de una sino de muchas, todas distintas, en la medida en que están asociadas a deficiencias o catalizadores diversos, en muchos casos idiosincrásicos al país en cuestión: la burbuja inmobiliaria financiada con crédito barato de Irlanda y España, la prodigalidad fiscal de Grecia, la decadencia económica de Italia, etcétera.

Sin embargo, una mirada más holística permitiría observar factores comunes en el origen de cada una de estas crisis; por ejemplo, la convergencia de tasas en la zona del euro, que facilitó el financiamiento de las burbujas y abarató transitoriamente el servicio de la deuda, o la ausencia de mecanismos regionales de control de daños, que dan paso a la improvisación y abonan la incertidumbre del mercado.

¹ La célebre primera frase de Anna Karenina podría traducirse como: “Todas las familias afortunadas se parecen, todas las familias desafortunadas son desafortunadas a su manera.”

² El principio de Anna Karenina fue popularizado por Diamond (1997) para explicar por qué tan pocos animales han sido exitosamente domesticados a lo largo de la historia de la humanidad, lo que él atribuye a la multiplicidad de condiciones necesarias para lograr la domesticación.

Son precisamente estos factores comunes los que permiten extraer lecciones y generar aprendizaje de las crisis. Las crisis emergentes de Asia y América Latina ilustran este proceso de aprendizaje, con lecciones aprendidas y cambios estructurales que cerraron las puertas a las crisis como las de los años noventa. De ahí, la robustez financiera de estos países al contagio mundial en 2008 y su rápida estabilización en 2009. De ahí también el contraste con las economías emergentes de Europa del Este, más afines a la América Latina de los años noventa –y a la periferia de la zona del euro– que al mundo emergente del nuevo milenio.

¿Qué lecciones aprendimos de aquellas crisis para prevenir estas? ¿Qué nos dice este aprendizaje sobre los alcances y las soluciones a las crisis actuales? Y viceversa: ¿qué le enseña la crisis de hoy a los políticos y reguladores latinoamericanos sobre cómo prevenir la crisis de mañana? Esta nota intenta responder de manera sumaria a estas dos preguntas.

2. LECCIONES DE LA CRISIS MUNDIAL

Un primer aspecto por tener en cuenta a la hora de destilar lecciones de la reciente crisis mundial para América Latina es que aquella no ha sido una crisis homogénea sino una sucesión de crisis ligadas pero distintas: el colapso del mercado de hipotecas de alto riesgo o *subprime*, el contagio al sistema financiero estadounidense por medio de la distribución de estructuraciones de estas mismas hipotecas, la crisis macroeconómica desatada tras la quiebra de Lehman Brothers y su rápida expansión global y, finalmente, precipitada por esta última, la crisis sistémica en la periferia europea.

Si bien la literatura ha individualizado diferentes aspectos de la crisis hipotecaria estadounidense, el análisis de una multiplicidad de factores no es sólo un ejercicio acumulativo: es difícil de idear la crisis en su última etapa global en ausencia de alguno de estos factores. Así, la denominada Gran Recesión es tal vez un ejemplo del principio de Anna Karenina citado previamente, en su versión negativa: sólo la coexistencia de

fallas y factores de riesgo pudo haber dado lugar a la tormenta perfecta de 2008-2009.

Simplificando un poco, podemos distinguir cuatro factores que convergieron en la gestación de esta tormenta, a saber: *i*) la Gran Moderación (la ilusión de un periodo de estabilidad con baja inflación y alto crecimiento que inhibió alarmas y respuestas anticíclicas); *ii*) una falla regulatoria que involucró tanto a la supervisión del sistema como a los principios básicos en los que esta se fundaba; *iii*) la rentabilidad política ligada al derecho a la vivienda que silenció las voces discordantes.

2.1 Dinero fácil

No cabe duda de que las bajas tasas de interés en economías avanzadas de mediados de los años dos mil contribuyeron a generar las condiciones para la gestación de la burbuja inmobiliaria y su expansión hacia sectores presuntamente más aislados de la especulación financiera. Entre las varias razones esgrimidas para explicar este exceso de liquidez, tal vez la más importante tenga que ver con la complacencia política –un término que reaparecerá en nuestro análisis en diversos contextos–, en este caso asociada a la conducción de la política monetaria.

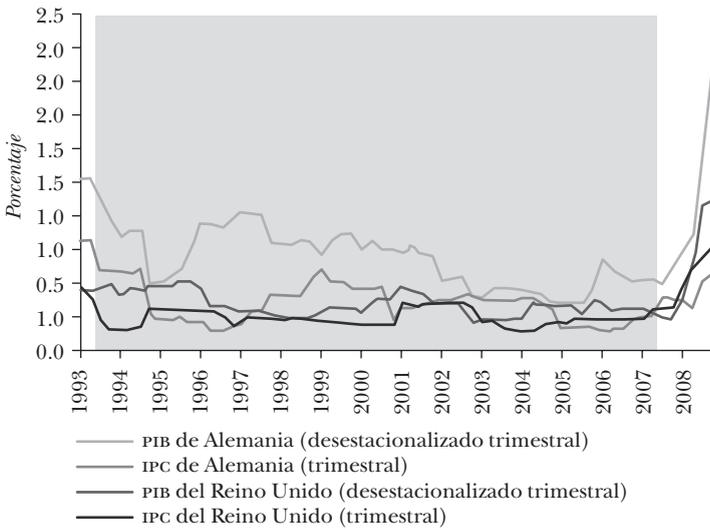
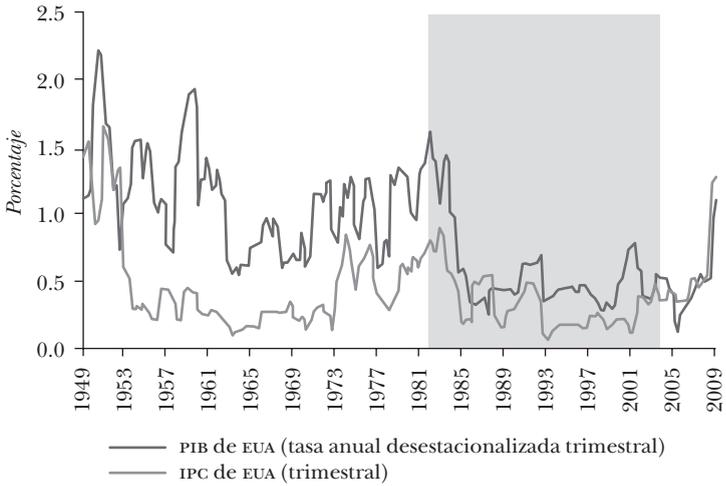
La Gran Moderación fue un término popular en la década pasada para caracterizar, de manera positiva, un periodo en el que primó una baja volatilidad de inflación y de producto (Blanchard y Simon, 2001), y una menor frecuencia y profundidad de las recesiones (Stock-Watson, 2003) en el mundo desarrollado (con excepción de Japón). El término presumió un cambio de paradigma que justificó en su momento que los saludables niveles de crecimiento (en particular, en EUA) no ameritaran un aumento más enérgico de las tasas de interés de corto plazo por parte de la Reserva Federal.

Las explicaciones elaboradas en los años dos mil para dar cuenta de esta combinación virtuosa podrían englobarse en tres grandes grupos (Bernanke, 2004):

- i*) Optimismo: cambios estructurales en instituciones,

Gráfica 1

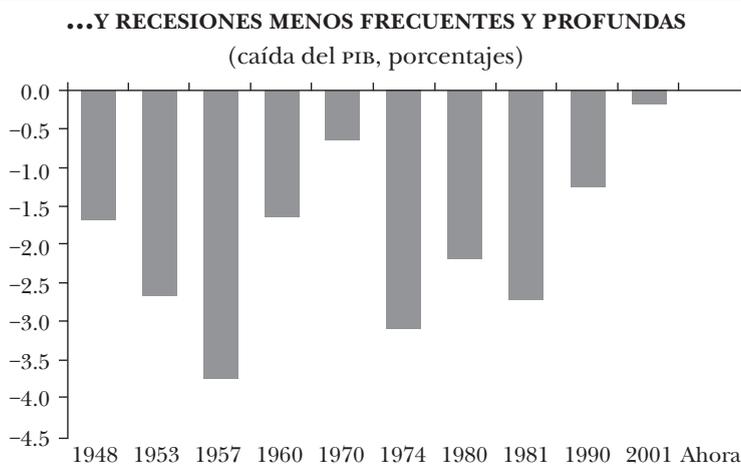
LA GRAN MODERACIÓN: BAJA VOLATILIDAD DE PRODUCTO E INFLACIÓN...



Fuente: Haver Analytics y Barclays Capital.

Nota: desviación estándar de los últimos ocho trimestres.

Gráfica 1 (continuación)



Fuente: Barclays Capital.

tecnología, gestión de negocios, manejo de inventarios, etc., que optimizaron la dinámica cíclica de manera permanente (McConnell y Pérez-Quirós, 2000).

ii) Escepticismo: la fortuna de recibir menores choques externos (por ejemplo, la ausencia de choques al precio del petróleo) o una menor dependencia de estos (Stock y Watson, 2003).

iii) Complacencia: específicamente, avances en la manera de conducir la política monetaria.

De estos tres grupos, ciertamente fue el tercero el más influyente en las decisiones de política, dado que fue el esgrimido por la Reserva Federal para justificar la pasividad monetaria previa a la crisis. Desde una perspectiva histórica, el argumento puntualizó que, frente al *dilema de Taylor* entre volatilidad del producto y de la inflación, los años setenta se caracterizaron por una combinación de *optimismo del producto* (la creencia en una curva de Phillips de largo plazo, que alimentó un objetivo ambicioso de bajo desempleo del 4%) y *pesimismo de la inflación*, por el que esta era atribuida a choques de costos y márgenes de

intermediación de difícil gestión monetaria (de ahí, el sesgo hacia controles de precios y salarios). Todo lo cual llevó a una suerte de hiperactividad monetaria que habría derivado en la considerable volatilidad de actividad y precios de la década.

En contraste, el periodo Volcker-Greenspan se habría caracterizado por una mayor atención en la inflación y una mayor claridad (e hipoactividad) monetaria.³ Un estilo minimalista que fuera certeramente descrito, aunque de manera laudatoria, por Mervyn King (2005) con su teoría *Maradona de las tasas de interés*.⁴

Otro argumento, esta vez negativo, esgrimido para justificar

³ Más formalmente, en los términos de la tradicional regla de Taylor: $i = \pi + r^* + \alpha (y - y^*) + \beta (\pi - \pi^*)$ –donde r^* , y^* y π^* representan la tasa de interés real, el crecimiento y la inflación de equilibrio de largo plazo– la mejora habría estado asociada a un aumento de β a expensas de α , hipótesis documentada por Clarida, Gali y Gertler (2000) pero cuestionada por Orphanides (2003), quien sostiene que, más que un cambio de ponderación, la hiperactividad de los años setenta habría estado asociada a una sobrestimación de la brecha del producto (por subestimación de la caída de productividad estadounidense).

⁴ Según King, el segundo gol de Maradona contra los ingleses en el mundial de fútbol de 1986 “fue un ejemplo del poder de las expectativas en la teoría moderna de las tasas de interés. Maradona corrió 55 metros desde de su propio campo esquivando a cinco jugadores [...] virtualmente en línea recta” porque “los defensores ingleses reaccionaron a lo que esperaban que Maradona hiciera. Como esperaban que se moviera a la izquierda o a la derecha, él pudo avanzar en línea recta. La política monetaria funciona de manera similar. Las tasas de mercado reaccionan a lo que se espera que haga el banco central. Recientemente el Bank of England y otros bancos centrales atravesaron periodos en los que pudieron influir en la evolución de la economía sin hacer demasiados cambios en las tasas de política. Se dirigieron en línea recta hacia sus objetivos. ¿Cómo fue posible? Porque los mercados financieros no esperaban que las tasas se mantuvieran constantes. Esperaban que subieran o bajarán. Estas expectativas fueron suficientes –algunas veces– para estabilizar el gasto privado mientras, de hecho, las tasas de política se movían muy poco”.

las bajas tasas de interés en EUA se refiere a la demanda de activos de reserva (papeles del Tesoro estadounidense) por parte de países en desarrollo con grandes superávits externos alimentados por un auge en el precio de las materias primas (que simuló la afluencia de petrodólares en los años setenta) en países petroleros y algunas economías emergentes, o por el crecimiento acelerado de las exportaciones como en el caso de China.⁵ Así, en una versión financiera del dilema de Triffin, la demanda global de bonos del Tesoro de los EUA, al deprimir la parte media y larga de la curva de rendimientos estadounidense, habría neutralizado la transmisión de una política monetaria más restrictiva, inhibiendo de este modo que la Reserva Federal avanzara con el aumento de tasas por temor a provocar un peligroso achatamiento de la curva.⁶

2.2 Política: la gesta inmobiliaria y el costo de la anticiclicidad

La presión de tasas bajas y una curva de rendimientos relativamente plana sobre el sistema financiero para la búsqueda de rentabilidad en la intermediación financiera se combinó negativamente con un sesgo de la política estadounidense para favorecer la compra de casa propia, el mismo que se refleja en

⁵ Las razones de esta demanda, que remite a una carencia de activos internacionales de reserva que persiste hasta nuestros días, se potenciaron con el efecto de las crisis financieras de fines de los años noventa –y las experiencias decepcionantes con paquetes de ayuda liderados por el FMI– sobre la preferencia por una posición de inversión neta positiva en el corto plazo, con el fin de contar con un colchón de liquidez en caso de nuevo vuelco de capitales. Esto explica no sólo el desendeudamiento externo y la acumulación de reservas internacionales, sino también la resistencia a la apreciación de la moneda con el fin de evitar elevados déficits comerciales. La crisis de 2008-2009 ciertamente contribuyó en la misma dirección.

⁶ Warnock y Warnock (2006) estiman que estos flujos hacia activos estadounidenses de bajo riesgo redujeron la tasa a diez años en cerca de 90 puntos básicos.

la capacidad de netear el pago de hipotecas de la base imponible de ganancias o en la creación de las grandes entidades tituladoras patrocinadas por el gobierno (*government-sponsored enterprises*, GSE por su sigla en inglés, como Fannie Mae y Freddie Mac) que representan una garantía pública implícita (y, tras la crisis, explícita) de los préstamos conformados según el criterio de las GSE.

Por eso no sorprende que las incipientes protestas y llamadas de atención sobre las consecuencias de la burbuja inmobiliaria no hayan encontrado oídos en la clase política estadounidense.⁷

De hecho, el relajamiento de los estándares de evaluación de riesgo y el desplazamiento de la línea de calidad crediticia a partir de 2000 –de la aparición de hipotecas *subprime* para primeras hipotecas a los préstamos con tasas ajustables endulzados por las llamadas *teaser rates* (cercanas a cero al comienzo y rápidamente crecientes),⁸ los préstamos *liar* (préstamos para acreditados sin ingresos comprobables) y *NINJA* (*no income, no job, no assets*) y, sobre todo, la popularidad de las obligaciones de deuda garantizada (CDO, por sus siglas en inglés)–⁹ coincidieron con un periodo de achatamiento de las tasas de propietarios y de la demanda de sujetos de crédito de menor riesgo.¹⁰

Un segundo aspecto, la renuencia natural del político a frenar un proceso expansivo, aunque mucho menos específico a esta crisis, se vio amplificado por dos características propias

⁷ Ejemplos de advertencias sobre una posible burbuja pueden verse en Schiller (2005), Krugman (2005) o Baker (2005). No todos los análisis, sin embargo, afirmaban que se trataba de una burbuja (Smith y Smith, 2006; Himmelberg *et al.*, 2005).

⁸ Los altos costos de precancelación garantizaban al banco la ganancia de capital por valorización de la vivienda.

⁹ En línea con este paulatino desplazamiento de la calidad, el crecimiento del crédito hipotecario fue mayor en áreas históricamente caracterizadas por un alto rechazo a las solicitudes (Mian y Sufi, 2009).

¹⁰ Demyanyk y Von Herbert (2008) y Dell’Ariccia *et al.* (2009) documentan el deterioro en la calidad de las hipotecas vinculado a su rápido crecimiento.

del caso estadounidense. Por un lado, la concentración del ahorro de la familia estadounidense promedio en activos inmobiliarios apalancados. Segundo, la capacidad del sistema bancario local de monetizar la valoración de estos activos de manera casi inmediata (la denominada *equity withdrawal*, por ejemplo, mediante la obtención de una segunda hipoteca), que representó un incremento cercano al 5% del ingreso disponible entre los años 2000-2005 (Greenspan y Kennedy, 2007), alimentando tanto el consumo como la reinversión en ladrillos (y, por este canal, la burbuja).

2.3 Fracaso regulatorio: Greenspan, Basilea y el paradigma de la autorregulación

¿Cómo una burbuja concentrada en unas pocas entidades de crédito inmobiliario se convirtió en una crisis financiera sistémica? Las explicaciones suelen destacar la búsqueda de rendimiento de los bancos, las aseguradoras y los inversionistas institucionales, que los llevó a tomar la burbuja *subprime* mediante oscuros activos estructurados beneficiados de generosas calificaciones de crédito, o mediante la creación de vehículos especiales de inversión ligados a la entidad madre por líneas de crédito, que mantuvieron la exposición fuera del balance y lejos de los ojos del regulador, transformando el riesgo de crédito en riesgo de liquidez.

Menos atención suele ponerse en el papel, a nuestro juicio crítico, del regulador. En una ponencia de septiembre de 2002 sobre regulación, innovación y creación de riqueza, el entonces presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, señalaba que: “La regulación [en los mercados de derivados extrabursátiles] no sólo es innecesaria[...], es potencialmente dañina, porque[...] la revelación de información privada [aun] de forma confidencial a las autoridades regulatorias puede ir en contra de la innovación en los mercados financieros[...] Los innovadores nunca pueden estar completamente seguros[...] de la seguridad de la información[...] La resistencia a estos argumentos sugiere una aversión profunda a

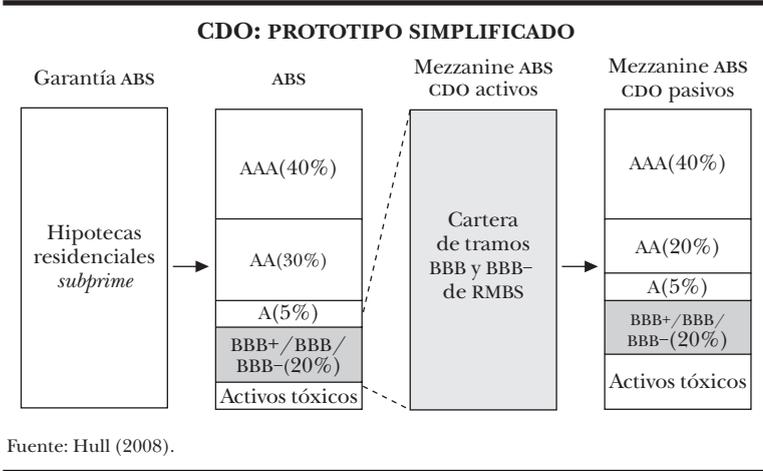
la angustia que suele acompañar a la destrucción creativa” (Greenspan, 2002).

El paradigma de la innovación como semilla de la destrucción no necesariamente creativa a que se refería Greenspan fue la CDO, en sus diversas variantes. Negociados extrabursátilmente por corredores financieros (no en bolsa), estos contratos no estandarizados con términos personalizados –y no siempre transparentes para inversionistas y evaluadores– explotaban los beneficios de la diversificación para, partiendo de hipotecas de baja calificación, obtener instrumentos derivados de grado de inversión (diagrama 1). Un proceso facilitado por agencias de calificación que competían por la obtención de contratos a fuerza de ofrecer una evaluación más generosa (el denominado *issuer pays bias*) minimizando el riesgo de correlación¹¹ y por un sistema de autoevaluación sancionado por Basilea y fuertemente basado en esas mismas calificaciones crediticias, lo que generaba un fuerte incentivo de los bancos a arbitrar entre bonos de alto grado y bajos rendimientos y CDO de alto grado y alto rendimiento.

Por otro lado, el uso de una misma escala de calificación para instrumentos de renta fija con riesgo binomial (por ejemplo, bonos) e instrumentos estructurados con riesgo atomizado (CDO) contribuyó a asimilaciones incorrectas. Por ejemplo, un instrumento de deuda triple A y una CDO triple A tienen una sensibilidad al cociente deuda a valor y a las condiciones

¹¹ El riesgo de correlación se refiere al hecho de que la correlación entre eventos que en tiempos normales son relativamente independientes (por ejemplo, el incumplimiento de hipotecas *subprime*) se eleva rápidamente ante eventos sistémicos (por ejemplo, un ciclo bajista de precios inmobiliarios) de modo que el análisis basado en series históricas que no incluyen tal evento sobreestima significativamente los beneficios de diversificación (subestima el riesgo). En el límite, si la probabilidad de incumplimiento está perfectamente correlacionada, todos los tramos de los valores respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) o las CDO tienen la misma probabilidad de incumplimiento y pérdida esperada, y la diversificación desaparece.

Diagrama 1



crediticias muy diferente, a pesar de haber sido tratados de manera similar por las agencias (y, por ende, por los reguladores).¹²

Por último, no se puede pasar por alto la influencia del marco prudencial de Basilea II y su estrecha (y creciente) dependencia de las calificaciones de crédito, por un lado, y de la capacidad de los grandes bancos sistémicos de evaluar y cuantificar el valor a riesgo de sus carteras con base en modelos desarrollados internamente. La crisis enseñó los límites de esta suerte de paradigma de la autorregulación, y las bondades de errar del lado conservador cuando se trata de compleja intermediación financiera.

2.4 ¿Lecciones para América Latina?

A la luz de lo expuesto, es patente que, más allá de la repetida (y un tanto obvia) alusión a los efectos nocivos del crecimiento basado en el sobreendeudamiento, y a la prociclicidad y complacencia de las políticas (en este caso, monetaria y prudencial),

¹² Para un análisis detallado de las limitaciones de la evaluación del riesgo tradicional al CDO, ver por ejemplo Wojtowicz (2011).

en la llamada Gran Recesión de 2008-2009 hay varios aspectos específicos sin cuya combinación un colapso de esta magnitud y diseminación no habría tenido lugar. La prevalencia de tasas bajas azuzando la codicia del sistema financiero, el espejismo de la titulización, la sobreestimación del poder de evaluación de riesgos de bancos (por medio de sus modelos internos) y agencias de calificación (manifiesta por el *issuer pays bias*) por parte de un marco prudencial y un cuerpo de reguladores sesgados en contra de una supervisión estricta, el valor político de la vivienda (y la vivienda universal como fin político en los EUA), fueron todos elementos que conspiraron para que un auge de hipotecas de alto riesgo y una burbuja inmobiliaria contagiaran al sistema financiero de manera irreversible generando un pánico que derivó en una contracción mundial.

Sin embargo, en términos prácticos, no es mucho lo que se puede extraer como lección para las economías de la región, más allá de consideraciones generales sobre el peligro del exceso de dinamismo del crédito y la necesidad de revisar continuamente el marco regulatorio para dar cuenta de las implicaciones prudenciales de la innovación financiera. Tal vez inmunizados por la memoria y la experiencia de crisis bancarias recientes que fortalecieron la regulación y supervisión bancaria, *favorecidos* por la falta de complejidad y profundidad de sus mercados financieros, o satisfechos por los rendimientos encontrados en economías de baja bancarización y alto crecimiento, lo cierto es que los bancos de la región en el primer decenio de este siglo mostraron en su mayoría una escasa exposición a activos estructurados o de renta variable y un bajo apetito por activos externos en general.

Por otro lado, si bien el crédito ha venido creciendo de manera sostenida antes de la crisis y después de ella –dato que ha alertado a las autoridades monetarias y ha llevado, en muchos casos, a la aplicación de medidas de contención–, lo ha hecho a ritmos muy bajos en relación con otros países de ingresos medios altos.¹³ En este contexto, la pregunta de si el auge de

¹³ Vale acotar, asimismo, que no fue el auge de crédito sino de

crédito es motivo de preocupación o reflejo de una demorada convergencia amerita una agenda de investigación específica.

3. VICEVERSA: LECCIONES DE LAS CRISIS EMERGENTES

Las crisis emergentes de última generación, las que fueron desde la del tequila de México en 1994 a la de la convertibilidad de Argentina en 2001, pasando por las de Asia del Este y el incumplimiento de Rusia, cubrieron países con características y coyunturas diversas. Sin embargo, más allá de cuestiones idiosincrásicas, hay patrones comunes en todas ellas que nos permiten extraer lecciones para entender las crisis en el mundo desarrollado o, en el peor de los casos, para eludir analogías incorrectas.

Con los límites que impone cualquier simplificación con fines expositivos, podríamos englobar las lecciones de dichas crisis (y, en gran medida, las crisis de deuda de principios de los años ochenta, originadas en la retracción de la liquidez global tras un periodo de fuerte expansión del crédito bancario a países en desarrollo) en dos grandes capítulos. Por un lado, el problema de la moneda, factor esencial para explicar la génesis y evolución común a todos estos episodios; por el otro, la resolución, en particular el papel que tuvo la reestructuración de pasivos en la recuperación y el desempeño posterior de los países.

3.1 El problema de la moneda

A los fines de definir el lugar del problema de la moneda en la gestación de las crisis financieras en economías emergentes

titulización el causante del auge y colapso inmobiliario, por lo que las prácticas macroprudenciales, aun en el caso en que sean correctamente aplicadas, no correspondería englobarlas dentro de las lecciones de la crisis.

en el decenio de los noventa y principios de los años dos mil, vale la pena comenzar por la conclusión: todas estas crisis (así como sus precursoras y, en alguna medida, originadoras: las crisis de deuda de los años ochenta) fueron en su esencia crisis de monedas.

¿A qué nos referimos específicamente con esto? A situaciones en las que la economía en su conjunto (esto es, la suma del sector público y el sector privado) mantiene una posición neta deudora en moneda extranjera en el corto plazo, de modo que una corrida especulativa contra los activos (incluyendo la moneda) locales, de ser exitosa, precipita un efecto balance (un deterioro de la capacidad de pago) que, ante la falta de acceso a liquidez en moneda extranjera, termina convalidando *a posteriori* la corrida. De este modo, ausente un prestamista de última instancia internacional, el descalce cambiario introduce las condiciones para la aparición de una corrida autovalidada, aun si el país no adolece de un problema de solvencia.

El problema de moneda puede presentarse en diversas variantes. En las crisis latinoamericanas es común que el principal deudor sea el sector público, ya sea por efecto de la deuda heredada de los años ochenta (suele mencionarse la aceleración del servicio de los bonos Brady de interés creciente o *step up* como una de las razones de fragilidad financiera) o como resultado de políticas fiscales complacientes o directamente procíclicas. Por el contrario, en el caso de las economías con superávit fiscal del sudeste asiático afectadas por episodios de tensión financiera a finales de los años noventa, el descalce surgió en el sector corporativo, ya sea en el balance de los bancos (por financiamiento en moneda extranjera represtado internamente en moneda local, como en el caso de Corea) o en el de las empresas deudoras (por préstamos en divisas a empresas con ingresos internos en moneda local).

Para nuestro análisis, la fuente de descalce es irrelevante: en una situación sistémica (por ejemplo, una devaluación que afecte la capacidad de pago de una parte importante de deudores), la deuda privada no puede ser desatendida por el gobierno, a riesgo de paralizar el sistema bancario y la economía en

su conjunto. Así, el descalce privado, si es masivo, debe (y suele) considerarse como un pasivo contingente del gobierno.¹⁴

La crisis europea ilustra la relevancia del problema de moneda a la perfección. ¿En qué difiere la Italia de 2011 con un cociente de deuda a producto de NN% de la Italia antes del euro, digamos de 1998, con un cociente de deuda a producto de NNN%? ¿Por qué la crisis surge en Europa y no en el Reino Unido, igualmente asfixiada por una deuda creciente y necesitada de un considerable ajuste fiscal? ¿Por qué Japón o EUA preservan su estatus de emisores de última instancia (esto es, emisores de activos de reserva) a pesar de una deuda en muchos casos comparable a la de países europeos con tensión?

La respuesta, naturalmente, sólo puede remitir a la denominación de la deuda en cuestión. Es difícil imaginar que un país con voluntad de pago (como todos los citados) caiga en un evento de incumplimiento de pagos si tiene la opción de pagar con emisión (y diluir el peso de la deuda con inflación). De hecho, no es fácil encontrar casos de incumplimiento de deuda en moneda local (salvo cuando esta se combina con un acervo importante de deuda en moneda extranjera).

De las varias implicaciones de esta caracterización de las crisis emergentes, vale la pena rescatar dos.

La primera es negativa: poco de lo experimentado en economías emergentes en sus *años de crisis* se compara con lo visto desde 2007 a partir de la burbuja inmobiliaria. En particular, es difícil asociar las crisis de los años noventa con indicadores microprudenciales de riesgo idiosincrásico del tipo enfatizado por la supervisión bancaria más tradicional. De hecho, dado el carácter sistémico de las crisis de moneda emergentes, podría hablarse de la irrelevancia de la visión microprudencial o, más específicamente, de su bajo nivel informativo en un contexto

¹⁴ La literatura sobre el papel del descalce cambiario en las crisis emergentes es vasta. Por motivos de espacio, sólo se citan aquí los modelos de Céspedes, Chang y Velasco (2000), Aghion, Bacchetta y Banerjee (2001), y Gertler, Gilchrist y Natalucci (2001), y los trabajos empíricos de Calvo, Izquierdo y Mejía (2004) y Frankel (2005) sobre devaluaciones contractivas.

de choques macroeconómicos (de los que el riesgo cambiario es un ejemplo) que pueden elevar la mora y deteriorar la solvencia bancaria de la noche a la mañana.¹⁵

Argentina, tal vez la crisis emergente paradigmática, ilustra acabadamente el punto. A finales de 2000, en vísperas de la corrida bancaria que llevaría al fin de la caja de conversión, el sistema bancario argentino estaba clasificado como tercero en el mundo emergente, según un estudio del Banco Mundial. De hecho, una mirada a la evolución de los principales indicadores prudenciales (las llamadas variables bancarias fundamentales) mostraba un sistema líquido, estable y bien provisionado.

Cuadro 1

INDICADORES PRUDENCIALES DE ARGENTINA EN 2002: UN PACIENTE SALUDABLE				
	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>
Patrimonio neto/activos	12.1	11.4	10.7	10.5
Capital/activos ponderados por riesgo	18.1	17.6	18.6	21.2
Préstamos en mora/totales	10.1	9.1	10.5	11.6
Provisiones/préstamos en totales	6.2	5.5	6.1	7.3
Provisiones/préstamos en mora	60.9	60.4	58.4	63.3
Liquidez sistémica <i>core</i>	43.0	39.6	40.9	38.7
ROE antes de provisiones	22.6	10.6	8.4	7.8
ROE después de provisiones	7.4	-2.2	-6.7	-9.4
ROA después de provisiones	1.0	-0.3	-0.8	-1.0
Apalancamiento (no en porcentaje)	6.1	7.3	7.7	8.3

Fuente: De la Torre *et al.* (2002).

La segunda implicación, sobre la que volveremos, es descriptiva. Si la zona del euro es vista como un *país* endeudado en moneda local (el euro) emitida por el Banco Central Europeo

¹⁵ Para un análisis detallado de la incidencia de indicadores idiosincrásicos y sistémicos en dos episodios de crisis emergentes, Argentina en 2001 y Uruguay en 2001, véase Levy Yeyati *et al.* (2010).

(BCE), el cociente de deuda de los países periféricos no debería desencadenar un ataque especulativo ni una ola de ventas más que en otros países endeudados como EUA, Japón o Inglaterra. A lo sumo, uno esperaría que parte del esfuerzo de desapalancar estas economías estaría a cargo de la inflación, lo que podría incrementar las tasas de interés en euros, aunque no necesariamente, a juzgar por lo que ocurre en otros países endeudados. Si, por el contrario, el BCE continúa mostrando independencia con respecto de los países que representa y reticencia a la hora de monetizar el servicio de deuda, la situación de las economías periféricas europeas no diferiría mucho de las economías emergentes en los años noventa (o de los países de Europa del Este, fuertemente golpeados, por la misma razón, durante la última crisis global): endeudamiento en moneda extranjera (esto es, una moneda que el país no emite a discreción), descalce cambiario, exposición a corridas autovalidadas e inestabilidad financiera. Una combinación inherentemente inestable que probablemente culminaría, como en los precedentes del mundo emergente, en devaluación y reestructuración de pasivos.¹⁶

3.2 Resolución de crisis e incentivos

Una manera sencilla de entender la resolución de una crisis financiera sistémica (en rigor, una crisis soberana) es descomponiendo el problema en sus dos aspectos esenciales: acervos y flujos. Naturalmente, estos aspectos están íntimamente relacionados: el acervo (por ejemplo, la deuda dolarizada) es el resultado de una acumulación de flujos (déficits fiscales o de cuenta corriente financiados con emisión de títulos). Dicho esto, al momento de la crisis, la relevancia de flujos y acervos puede variar considerablemente.

¹⁶ Cómo argumentaremos más adelante, la situación en Europa es intermedia, con un Banco Central Europeo oficiando de prestamista de última instancia, limitando y condicionando su asistencia de liquidez.

La persistencia del problema de acervos lleva a la denominada resaca de deuda que, a su vez, inhibe la inversión y el crecimiento, eventualmente elevando el cociente de deuda a producto. La persistencia del problema de flujos genera una crisis de liquidez que bien puede (y suele) ser el detonador de la crisis financiera.

El problema de acervos compromete la solvencia del deudor (y, en última instancia, del país) y requiere un alivio de deuda mediante un rescate que implique una transferencia neta y permanente de recursos, o una reestructuración con quita. El problema de flujos, por el contrario, requiere financiamiento durante el periodo de ajuste. De ahí que un deudor (privado o soberano) sobreendeudado (es decir, con problemas de acervo) difícilmente logre resolver la crisis mediante la refinanciación de sus obligaciones.

Nuevamente, la experiencia latinoamericana –esta vez la de los años ochenta– es ilustrativa en este sentido. El Plan Baker, la primera respuesta de la comunidad financiera internacional para la crisis de deuda soberana en el mundo en desarrollo, concentrada en el refinanciamiento de la deuda bancaria que un número de países de ingresos medios había tomado en los años setenta (años caracterizados por altos precios del petróleo y abundancia de liquidez proveniente de la intermediación del superávit petrolero a través del mercado financiero internacional), fracasó en su intento de resolver un problema de acervos mediante el ajuste de flujos, resultando en la llamada década perdida.¹⁷ El Plan Brady de 1989, la respuesta al fracaso del Baker, aceptó la necesidad de una quita y se enfocó en la reestructuración con quita de la deuda de manera *amistosa* con los bancos acreedores.¹⁸

¹⁷ De los 15 países incluidos en el plan, diez eran latinoamericanos.

¹⁸ La operación consistió en la recompra de los préstamos bancarios mediante la emisión por parte del país de bonos Brady que estipulaban una quita en relación con la obligación original tanto en el cupón como en el principal. Curiosamente, una de las virtudes del plan fue inaugurar para estos países el mercado atomizado de poseedores de bonos internacionales (en la práctica, el inicio de los llamados mercados emergentes), fuente del

Sin embargo, aun si el problema de acervo es resuelto mediante un canje de deuda que involucre una quita, el país debe resolver su problema de flujos, más precisamente, los déficits fiscal y externo que dieron lugar a la acumulación de deuda en primer lugar. Allí es donde los conceptos de ajuste (en su versión contemporánea, austeridad) fiscal y devaluación se vuelven relevantes y, muchas veces, confusos.

Curiosamente, en este frente la experiencia en el mundo emergente, frecuentemente citada como ejemplo, ofrece lecciones contradictorias. La visión positiva de las salidas de las crisis de deuda con devaluación apuntan a esta como una manera de ganar la competitividad perdida, responsable del déficit externo, favoreciendo las exportaciones y, sobre todo, la sustitución de importaciones, sin forzar una reducción nominal de precios y salarios mediante una prolongada recesión.

La versión noventista de la salida con devaluación reconoce que el efecto del balance negativo sobre el acervo de deuda en moneda extranjera puede más que compensar el efecto positivo de la devaluación, y generalmente involucra, a fin de atenuar dicho efecto, una quita, una conversión forzada a la moneda local, o una combinación de ambas. Una vez eliminado el efecto de balance, la devaluación contribuiría a cerrar la brecha externa y, acelerando la recuperación, a reducir el déficit fiscal.¹⁹

Una mirada a la evidencia empírica, sin embargo, indica que el efecto benigno de la devaluación sobre el nivel de actividad poco tiene que ver con la competitividad.

Así lo sugiere el análisis, consignado en el cuadro 2, del efecto de una moneda subvaluada sobre los distintos componentes del PIB (Gluzmann *et al.*, 2011), que muestra que ni las importaciones ni las exportaciones son mayores en términos reales

sobreendeudamiento y posteriores crisis de los noventa. Sobre esto, ver Clark (1993) y Sachs (1989).

¹⁹ El argumento, más general, remite al papel del tipo de cambio en el desarrollo productivo por las ganancias de competitividad (Rodrik, 2008). Prasad *et al.*, (2006) y Rajan y Subramanian (2005) presentan alguna evidencia acorde con esta hipótesis.

Cuadro 2

¿DÓNDE AFECTA LA SUBVALUACIÓN DE LA MONEDA?					
	T=1	T=2	T=3	T=4	T=5
PIB per cápita	0.017 ^c (3.300)	0.017 ^c (2.880)	0.020 ^c (3.010)	0.018 ^b (2.440)	0.022 ^c (3.160)
Valores nominales					
Consumo / PIB	-0.043 ^c (6.900)	-0.039 ^c (4.610)	-0.041 ^c (3.720)	-0.033 ^b (2.430)	-0.054 ^c (3.450)
Inversión / PIB	0.036 ^c (5.210)	0.037 ^c (3.880)	0.043 ^c (3.740)	0.049 ^c (3.660)	0.059 ^c (4.140)
Exportaciones / PIB	0.022 ^c (2.640)	0.015 (1.280)	0.016 (1.170)	0.001 (0.040)	0.007 (0.370)
Importaciones / PIB	0.015 ^a (1.750)	0.013 (1.070)	0.018 (1.240)	0.016 (0.960)	0.013 (0.630)
Ahorro / PIB	0.043 ^c (6.900)	0.039 ^c (4.610)	0.041 ^c (3.720)	0.033 ^b (2.430)	0.054 ^c (3.450)
Valores reales					
Consumo / PIB	-0.039 ^c (6.020)	-0.039 ^c (4.150)	-0.043 ^c (3.540)	-0.026 ^a (1.720)	-0.013 (0.760)
Inversión / PIB	0.009 (1.330)	0.018 ^a (1.780)	0.029 ^b (2.340)	0.030 ^b (2.090)	0.032 ^a (1.840)
Exportaciones / PIB	-0.065 ^c (6.820)	-0.064 ^c (4.700)	-0.057 ^c (3.510)	-0.051 ^c (2.720)	-0.046 ^b (2.060)
Importaciones / PIB	-0.095 ^c (8.860)	-0.086 ^c (5.470)	-0.070 ^c (3.580)	-0.047 ^a (1.760)	-0.028 (0.900)
Ahorro / PIB	0.039 ^c (6.020)	0.039 ^c (4.150)	0.043 ^c (3.540)	0.026 ^a (1.720)	0.013 (0.760)

Fuente: Gluzmann *et al.* (2011).

Notas: $T = n$ indica que las regresiones fueron hechas usando promedios de n años. Estadísticos t robustos en paréntesis. ^{a, b} y ^c denotan significancia al 10%, 5% y 1%.

(sí lo son, naturalmente, en términos nominales, reflejando la variación de precios relativos a favor de bienes y servicios comerciables asociado a un tipo de cambio subvaluado). De hecho, ambas caen en periodos de tipo de cambio alto.

En cambio, se ve un efecto positivo sobre el ahorro (a expensas del consumo) y la inversión, en línea con una caída salarial y un aumento del coeficiente capital a trabajo en la distribución funcional del ingreso (Levy Yeyati y Sturzenegger, 2007)

que sugiere un canal distinto –aunque no necesariamente novedoso– detrás del estímulo de una devaluación en el crecimiento de largo plazo.

En efecto, la interpretación propuesta en los dos trabajos mencionados apunta al papel de los fondos internos de las empresas (originados en menor costo salarial) como motor de las recuperaciones en ausencia de crédito bancario documentadas por Calvo *et al.* (2006). Este efecto positivo de la devaluación sobre el flujo de ingresos de las empresas se combina, en muchos casos, con un efecto de balance positivo producto de la dilución de la deuda corporativa, de la mano de rescates públicos, subsidios, reestructuraciones o, en el límite, la conversión de pasivos a la moneda local al tipo de cambio previo a la crisis (el denominado *seguro de cambio*), como fue el caso de Argentina en el año 2002.²⁰

El argumento tradicional se enlaza, paradójicamente, con el modelo de las devaluaciones contractivas desarrollado por Díaz Alejandro (1965) pensando en sociedades de base agrícola, pero adaptado al contexto de países de ingresos medios semiindustrializados. En la historia original, los beneficiarios de la devaluación (terratenientes de países en desarrollo con mercados financieros nacionales muy incipientes, individuos de altos ingresos con elevada propensión al ahorro en activos externos), invertían el ingreso adicional asociado a la devaluación principalmente en el exterior; de ahí, la caída en la demanda agregada y la contracción en el nivel de actividad mediante salida de capitales. En la economía emergente semiindustrializada, una parte no menor de esos mismos ingresos extraordinarios son reinvertidos localmente en activos reales (de reserva como el inmobiliario, o de producción como maquinaria y equipo); de ahí la rápida recuperación de la inversión a pesar de la falta de crédito.

Mientras este mecanismo de redistribución de ingresos se aplicaría, en principio, a cualquier depreciación real, el mismo

²⁰ Más en general, sólo las deudas internas (esto es, según la ley local) pueden ser *pesificadas* por el gobierno.

se potencia en un contexto de crisis donde el desempleo y la capacidad ociosa limitan el traslado a precios, maximizando los dividendos reales de una devaluación nominal.

Asimismo, este “efecto Díaz Alejandro en reversa” se potencia por el efecto de la resolución de la crisis sobre los acervos. El rescate de deudores privados (empresas y hogares de ingresos altos con acceso al crédito) a expensas de sus acreedores internos o del Estado (parte importante de la reestructuración de deudas en las crisis emergentes) implica una redistribución regresiva de la riqueza interna con efectos similares a los mencionados para los ingresos.²¹ Argentina, con su conversión forzosa (*pesificación*) de la deuda interna es tal vez el más claro ejemplo de este efecto riqueza.²²

Por último, no hay que olvidar que no pocos de los países en desarrollo que enfrentaron crisis financieras se caracterizaron por una importante colocación de ahorros en cuentas en el exterior, intensificada en vísperas de las crisis y, en muchos casos, factor desencadenante de las mismas. De hecho, no es inusual que países con un problema de moneda (con una posición deudora en dólares de empresas y gobierno) no presente un descalce cambiario en su conjunto, dada la posición larga (muchas veces subregistrada) de los individuos. En todo caso, el acervo de ahorros en moneda extranjera en el exterior constituye un vehículo adicional para el efecto en riqueza de la devaluación real al que nos referimos en el párrafo anterior.

En suma, la flotación del peso pudo haber favorecido marginalmente la sustitución de importaciones y el crecimiento de las exportaciones no tradicionales. Pero su verdadero aporte como catalizador del crecimiento fue su dilución de costos

²¹ El rescate de deudores a expensas de los acreedores externos mediante una reestructuración, en cambio, beneficia.

²² Se podría argumentar que las rentas extraordinarias de los tenedores de activos en moneda extranjera sería injustas en términos de equidad (Spector, 2009). En todo caso, el hecho de que en efecto representan la confiscación de ganancias por valuación de naturaleza contingente en vez de ganancias realizadas (riqueza) tiende a reducir la resistencia legal y política a una *pesificación*.

laborales y financieros (privados y públicos) y, en combinación con la *pesificación*, su efecto balance positivo sobre deudores y ahorristas con cuentas en el exterior, que favoreció el ahorro y la inversión local y favoreció la creación de empleo. En otras palabras, la clave no estuvo, como suele pregonarse, en la ganancia de competitividad tradicionalmente asociada a devaluaciones contracíclicas, sino en la transferencia regresiva de riqueza típica de todo *exitoso* colapso cambiario.

Otro aspecto en el que la vasta experiencia del mundo emergente aclara un tema intensamente debatido en relación con las crisis financieras es la pregunta sobre las consecuencias de una reestructuración de deuda. ¿Por qué, si una reestructuración se percibe como inevitable en la mayoría de los casos, los países tienden a postergar la decisión a un importante costo económico? La respuesta típica apunta a los importantes costos económicos de un incumplimiento. Sin embargo, estudios recientes del tema han tenido dificultades en cuantificar un costo sistemático ya sea para acceder al mercado de capitales o en términos de crecimiento posterior al incumplimiento.²³

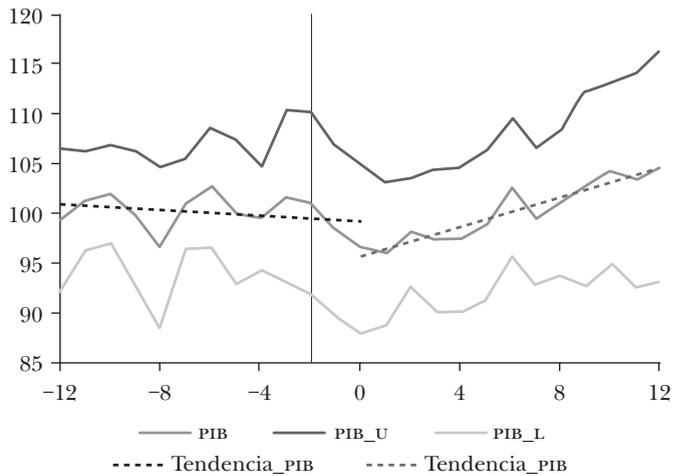
La relación del incumplimiento y el crecimiento es el ejemplo más claro de la ambigüedad que une ambos conceptos (Levy Yeyati y Panizza, 2006). A juzgar por la experiencia emergente, tras el incumplimiento los países comienzan a crecer (gráfica 2).²⁴ Naturalmente, no se debe inferir de esto una relación causal de incumplimiento al crecimiento. En cambio, uno podría pensar que la caída del producto que precede al incumplimiento se debe a que los agentes anticipan un incumplimiento probable, haciendo que el país incurra en el costo de manera prematura (incluso, aumentando la probabilidad de incumplimiento) antes de que el mismo sea declarado *de jure*.

²³ Panizza y Borenzstein (2008) presentan una reseña de la literatura reciente, y algunos nuevos resultados, igualmente mixtos o negativos.

²⁴ Crucialmente, los resultados se basan en series trimestrales desestacionalizadas. Las mismas regresiones utilizando series anuales o suelen dar resultados significativos.

Gráfica 2

PIB ANTES Y DESPUÉS DE UN INCUMPLIMIENTO (PIB desestacionalizado)



Fuente: Levy-Yeyati y Panizza (2006).

Pero en este caso, ¿por qué el gobierno espera hasta que todo el costo ha sido incurrido? Aquí la teoría económica ofrece al menos dos respuestas alternativas. La primera se relaciona con el trabajo de Grossman y Van Huyck (1989) sobre incumplimientos *excusables*, es decir, no oportunistas, según el cual un país (un gobierno) incurriría en el gasto para probar su vocación de pago. La historia, como en todos los juegos de señalización, presume cierta persistencia del tipo de gobierno, de modo que la prueba tenga su retribución en el futuro en la forma de un mejor acceso al capital. Esta premisa estaría en línea con la falta de evidencia de un diferencial que perjudique al típico que incumple, aunque se riñe en parte con el dato de que los gobiernos difícilmente sobrevivan un incumplimiento, lo que modificaría el tipo de gobierno diluyendo el efecto identificador del esfuerzo.

Este último aspecto sugiere una segunda razón detrás de la resistencia política a tirar la toalla y a aceptar que un incumplimiento es inevitable: el interés del gobierno en preservar

su capital político, muchas veces mediante la obtención de créditos de organismos financieros internacionales para repagar deuda privada en principio impagable. En este sentido, los paquetes de ayuda internacional (por ejemplo, los liderados por el FMI) podrían interpretarse como una transferencia subóptima hacia el acreedor no a expensas de la comunidad internacional como suele insinuar la versión tradicional del argumento de riesgo moral, sino a costa del (ingreso futuro del) contribuyente local; de ahí su denominación de riesgo moral del gobierno por oposición al riesgo moral del país (Levy Yeyati, 2005).

Lo cierto es que, si el incumplimiento no tiene efectos negativos visibles en el crecimiento, los tiene menos aún en el acceso al crédito, confirmando el predominio del lema de *bygones are bygones* que en principio regiría al inversor financiero estratégico. Después de todo, si la reestructuración es en efecto consecuencia de la incapacidad de pago, qué mejor que una buena reestructuración para devolver al país a la buena senda de la solvencia.

Argentina, nuevamente, ilustra este punto de manera sumaria: meses después de un reconocidamente ambicioso canje de deuda que hizo efectiva una quita de capital históricamente alta (Sturzenegger y Zettelmeyer, 2005) para dejar al país con un perfil de deuda fácilmente manejable, sus diferenciales habían convergido con los niveles de Brasil (gráfica 3).

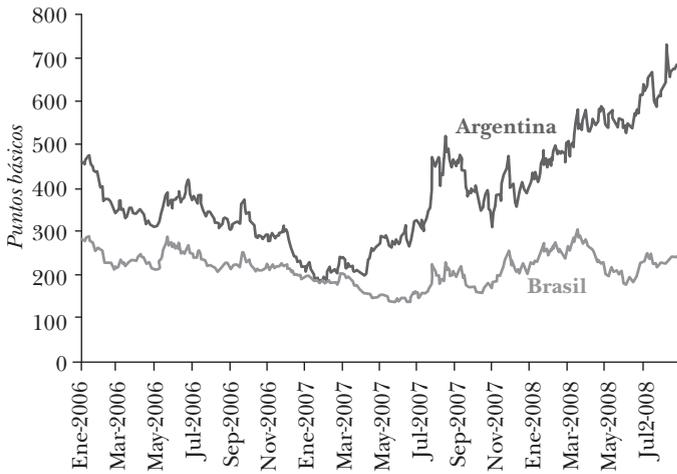
3.3 El dilema europeo en la lente emergente

Como ya mencionamos, la crisis de deuda en la periferia europea tiene orígenes e intensidades diversas. Sin embargo, un análisis mediante la lente de las crisis emergentes revela aspectos comunes y clarifica las alternativas posibles.

El dilema europeo es, al igual que el de muchas economías latinoamericanas al momento de experimentar una crisis, tanto financiero (grandes acervos de deuda) como real (grandes brechas fiscales y de flujo de cuenta corriente). Una solución que se centrara únicamente en el problema de acervo (una

Gráfica 3

LO PASADO, PISADO. DIFERENCIALES SOBERANOS DE ARGENTINA Y BRASIL TRAS EL CANJE ARGENTINO



Fuente: Monitor de la Economía Mundial, Banco Mundial.

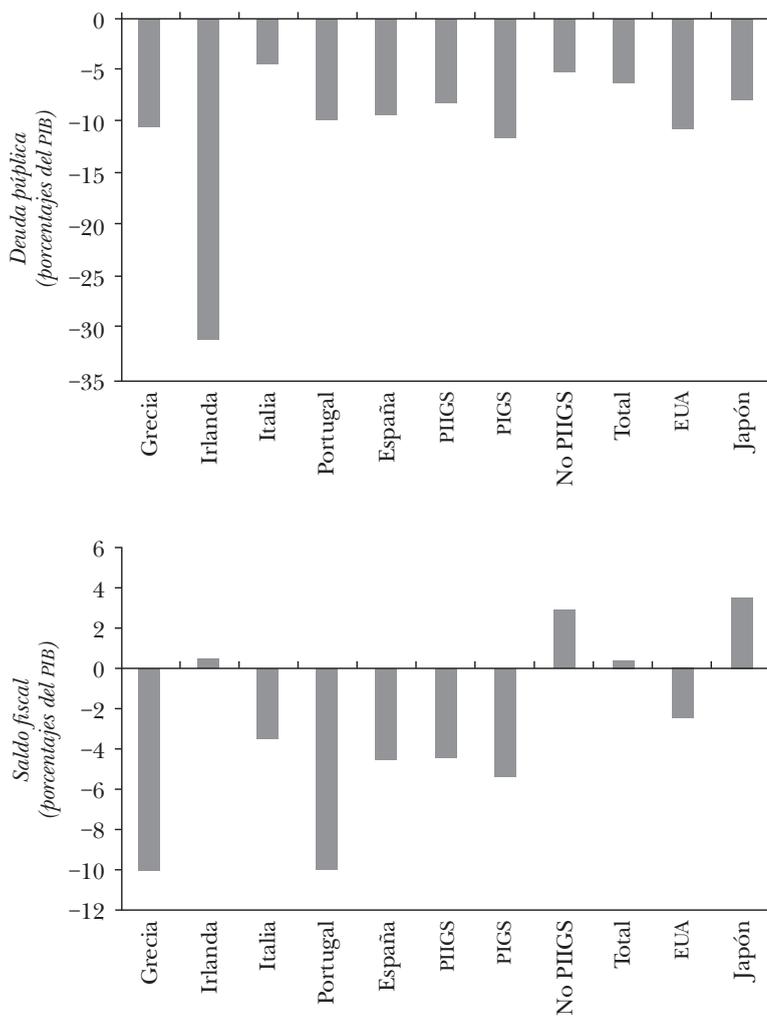
reestructuración o dilución de deuda) estaría incompleta si no se complementara con un plan para aliviar el problema de flujos (recuperar la competitividad de precios y el crecimiento, reducir o financiar de manera sostenible el desequilibrio fiscal).

Pero el dilema es ante todo político. Una Europa tomada como un todo presentaría déficits fiscales manejables y un sector externo equilibrado. Y, por sobre todo, niveles de deuda en moneda local (el euro, que puede ser emitido a discreción) comparables a los de EUA o Japón (gráfica 4). Crucialmente, en este caso el problema de moneda desaparece.

Por el contrario, si se toma a Europa como un conjunto de economías soberanas con un Banco Central Europeo (BCE) independiente (o dependiente del subgrupo de economías con superávits externos), los países de la periferia se asemejan mucho a las economías latinoamericanas de los años ochenta y noventa, fuertemente endeudadas en moneda extranjera (el euro) y expuesta a un efecto de balance (ya sea de un ajuste deflacionario o de una devaluación) potencialmente devastador.

Gráfica 4

¿ES LA ZONA DEL EURO UNA UNIÓN
O UNA ASOCIACIÓN?



Nota: PIIGS denota el conjunto de países de Portugal, Irlanda, Italia. Grecia y España (por sus nombres en inglés); en tanto, PIGS al de Portugal, Irlanda, Grecia y España.

Gráfica 4 (continuación)



Nota: PIIGS denota el conjunto de países de Portugal, Irlanda, Italia. Grecia y España (por sus nombres en inglés); en tanto, PIGS al de Portugal, Irlanda, Grecia y España.

A la luz de la experiencia latinoamericana con el Plan Baker en los de los años ochenta, una solución intermedia que combine financiamiento, ajuste fiscal y devaluación interna parece condenada al fracaso, en la medida en que la resaca de deuda inhiba la inversión y que la contracción del producto y la deflación de deuda (Fisher, 1933) inflen el cociente de deuda a producto de manera insostenible. Simplificando, entonces, restarían dos opciones: integración monetaria y fiscal (dentro del euro) o autonomía monetaria y fiscal (fuera del euro).

La resolución de la crisis dentro del euro, por ejemplo mediante la emisión de deuda con riesgo solidario y la conformación de una unión fiscal, llevaría rápidamente a una convergencia sostenible del riesgo crediticio soberano—replcando aquella convergencia de los años dos mil que, sin el soporte institucional, fue germen de los desequilibrios dentro de la zona del euro (gráfica 5)—y de un papel explícito del BCE

Gráfica 5



Fuente: Bloomberg.

como prestamista de última instancia regional que detendría inmediatamente la presión sobre los bancos periféricos.

Naturalmente, es en el segundo caso, en el que las lecciones latinoamericanas se vuelven pertinentes. En efecto, la solución *fuera del euro* probablemente involucraría varios de los aspectos mencionados más arriba: devaluación (en este caso, reintroducción de una nueva moneda local de curso legal), conversión forzosa de los pasivos en euros a esta nueva moneda, y congelamiento de depósitos y controles de capitales y cambiario para mitigar los efectos de la inevitable corrida bancaria y cambiaria. Basado en el precedente latinoamericano de los ochenta, y en el experimento argentino de los años dos mil, cabría pensar que no sería la nueva moneda depreciada, *per se*, lo que revierta la tendencia recesiva propia de la crisis, sino la conversión de los contratos financieros a la nueva moneda, y el desapalancamiento fruto de

esta conversión, que dejaría a empresas y hogares libres de deudas y listos para invertir.

Sin embargo, aun aquí hay diferencias de peso a la hora de extrapolar experiencias. Por ejemplo, ninguna de las experiencias latinoamericanas, ni siquiera la Argentina, incluyó el reemplazo de la moneda de curso legal.²⁵ De hecho, no hay precedentes de reemplazo de una moneda fuerte por otra –como sería el caso de una salida de la zona del euro– destinada a depreciarse en términos reales. Como siempre, las lecciones, útiles para entender los problemas, deben tomarse sólo a título orientativo a la hora de definir políticas.

Referencias

- Aghion, P., P. Bacchetta y A. Banerjee (2001), *A Corporate Balance Sheet Approach to Currency Crises*, CEPR (Discussion Paper, núm. 3092).
- Baker, D. (2005), *The Housing Bubble Fact Sheet*, CEPR Issue Brief, julio.
- Bernanke, B. (2004), “The Great Moderation” (discurso); disponible en <<http://www.federalreserve.gov>>.
- Blanchard, O., y J. Simon (2001), “The Long and Large Decline in US Output Volatility”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2001, núm. 1, pp. 135-164.
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2006), *Phoenix Miracles in Emerging Markets: Recovering without Credit from Systemic Financial Crises*, NBER Working Paper, núm. 12101.
- Céspedes, L. F., R. Chang y A. Velasco (2000), *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, NBER Working Paper, núm. 7840.
- Clarida, R., J. Galí y M. Gertler (2000), “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 115, núm. 1, pp. 147-180.

²⁵ En rigor, un análisis detallado del caso argentino revela que el país experimentó una fuerte sustitución de activos (dolarización de ahorros) pero no una sustitución de moneda, lo que en última instancia permitió la ejecución de la política monetaria y evitó una aceleración de la inflación. Y la emisión de cuasi monedas (bonos de baja denominación, *en pesos convertibles*, emitidos por los Tesoros nacional y provinciales), muchas veces saludada como un modelo de introducción de nueva moneda, fue en rigor un vehículo para el financiamiento fiscal que, por diseño, eludía la posibilidad de una devaluación (De la Torre *et al.*, 2002).

- Clark, J. (1993), "Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan", *FRBNY Quarterly Review*, vol. 18. núm. 4, invierno 1993-1994.
- De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmukler (2002), "Financial Globalization: Unequal Blessings", *International Finance*, Wiley Blackwell, vol. 5, núm. 3, invierno, pp. 335-357.
- De la Torre, A., E. Levy Yeyati y S. Schmukler (2003), "Living and Dying with Hard Pegs", *Economia*, pp. 43-107.
- Demyanyk, Y., y O. Van Hemert (2008), *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*; disponible en <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1020396>>.
- Dell'Ariccia, G., D. Igan y L. Laeven (2009), *Credit Auges and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, European Banking Center (Discussion Paper, núm. 2009-14S).
- Diamond, J. (1997), *Guns, Gems and Steel: The Fates of Human Societies*, W. W. Norton and Company.
- Díaz Alejandro, C. (1963), "A Note on the Impact of Devaluation and the Redistributive Effect", *Journal of Political Economy*, núm. 6, diciembre.
- Fisher, I. (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, vol. 1, núm. 4, pp. 337-357.
- Frankel, J. (2005), *Contractionary Currency Crashes in Developing Countries*, John F. Kennedy School of Government, Harvard University (Working Paper Series, núm. 05-017).
- Gertler, M., S. Gilchrist y F. Natalucci (2001), *External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator*, presentación, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1 y 2 de marzo.
- Gluzmann, P., y M. Guzmán (2011), "Financial Reforms and Financial Instability", *Ensayos Económicos*, Banco Central de la República Argentina, Departamento de Investigación Económica, vol. 1, núms. 61-62, enero, pp. 35-73.
- Greenspan, A. (2002), *Regulation, Innovation, and Wealth Creation*, ponencia presentada en la Society of Business Economists, Londres, 25 de septiembre; disponible en <<http://www.federalreserve.gov>>.
- Greenspan, A., y J. Kennedy (2007), *Sources and Uses of Equity Extracted from Homes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington (Finance and Economics Discussion Series, núm. 2007-20).
- Grossman, H. I., y J. Van Huyck (1989), *Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation*, NBER Working Paper, núm. 1673.

- Himmelberg, C., C. Mayer y T. Sinai (2005), *Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions*, Federal Reserve Bank of New York, septiembre (Staff Report, núm. 218).
- Hull, J. (2008), *The Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why?*, texto mimeografiado, Joseph L. Rotman School of Management, University of Toronto.
- Hwang Smith, M., y G. Smith (2006), "Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 37, núm. 1, pp. 1-68.
- King, M. (2005), *Monetary Policy: Practice ahead of Theory*, Bank of England; disponible en <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/speaker.aspx>>.
- Krugman P. (2005), "Greenspan and the Bubble", en *The New York Times*, 29/8/2005.
- Laing, J. (2005), *The Bubble's New Home*, en Barron's Online, 20/6/2005; disponible en <<http://www.4sarasotahomes.com/images/6-20-05Barrons-Bubble.pdf>>.
- Levy Yeyati, E. (2005), *Financial Dollarisation: Evaluating The Consequences*, Universidad Torcuato Di Tella (Business School Working Papers).
- Levy Yeyati, E., M. S. Martínez Pería y S. Schmukler (2010), "Depositor Behaviour under Macroeconomic Risk: Evidence from Bank Runs in Emerging Economies", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 42, núm. 4, pp. 585-614.
- Levy Yeyati, E., y U. Panizza (2006), *The Cost of Reserves*, Universidad Torcuato Di Tella (Business School Working Papers, núm. 2006-11).
- Levy Yeyati, E., y F. Sturzenegger (2007), *Fear of Appreciation*, Kennedy School of Government, Harvard University (Working Paper, núm. 07-047).
- McConnell, M., y G. Pérez-Quirós (2000), *Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980s?*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Mian, A. R., y A. Sufi (2009), "The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the US Mortgage Default Crisis", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 124, núm. 4, pp. 1449-1496.
- Orphanides, A., (2003) "The Quest for Prosperity Without Inflation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, núm. 3, abril, pp. 633-663.
- Panizza, U., y E. Borensztein (2008), *The Costs of Sovereign Default*, Fondo Monetario Internacional (Working Paper, núm. 08/238).
- Prasad, E., R. Rajan y A. Subramanian (2006), *Foreign Capital and Economic Growth*, NBER Working Paper, núm. 13619.

- Rajan, R., y A. Subramanian (2005), *Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?*, Fondo Monetario Internacional (Working Paper, núm. 05/127).
- Rodrik, D. (2008), “The Real Exchange Rate and Economic Growth”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 39, núm. 2, otoño, pp. 365-439.
- Sachs, J. (1989), “Making the Brady Plan Work”, *Foreign Affairs*, verano.
- Spector, H. (2009), “Don’t Cry for Me Argentina: Economic Crises and the Restructuring of Financial Property”, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. 14, núm. 4.
- Stock, J. H., y M. W. Watson (2003), *Understanding Changes in International Business Cycle Dynamics*, NBER Working Paper, núm. 9859.
- Sturzenegger, F., y J. Zettelmeyer (2005), *Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005*, Fondo Monetario Internacional (Working Paper, núm. 05/137).
- Warnock, F., y V. Warnock (2006), *International Capital Flows and US Interest Rates*, NBER Working Paper, núm. 12560.
- Wojtowicz, M. (2011), *CDOs and the Financial Crisis: Credit Ratings and Fair Premia*, Duisenberg School of Finance-Tinbergen Institute (Discussion Paper, núm. TI 11-022/DSF 8).