documentos de economía "la Caixa"

N.º 25 FEBRERO 2012

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

"la Caixa"

”la Caixa”

Estudios y Análisis Económico
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios
c. e.: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. LA CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.
© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2012
© Àlex Ruiz

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

N.º 25 FEBRERO 2012

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz*

*Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa".

Resumen:
La gravedad de la crisis de la deuda soberana en la eurozona ha conducido al estudio de precedentes históricos que ayuden a entender qué vías de solución pueden ser las más adecuadas. En el presente Documento de Economía se explorarán las analogías que se pueden establecer entre este episodio contemporáneo y la crisis de la deuda latinoamericana acaecida tres décadas atrás. Tras revisar su génesis, desarrollo y estrategias de solución se constata que dos grandes conclusiones son de aplicación a la actual tesitura europea. La primera, que la resolución definitiva de la crisis de la deuda de la eurozona exigirá probablemente un periodo relativamente dilatado de tiempo. La segunda, que las vías de solución deberían evitar deprimir el crecimiento, toda vez que este es clave para mejorar la sostenibilidad futura de la deuda.

Palabras clave: zona del euro, América Latina, crisis de la deuda soberana
Códigos JEL: E65, F34, H63

Abstract:
The seriousness of the sovereign debt crisis in the euro area has led to a study of historical precedents that can provide insight into which solutions might be the most appropriate. This Economic Paper explores the analogies that might be drawn between the present episode and the Latin American debt crisis three decades earlier. After reviewing its origins and development and the strategies employed to resolve this crisis, two broad conclusions appear to be applicable to the current situation in Europe. Firstly, it will probably take a relatively long time for the euro area's debt crisis to be resolved once and for all. Secondly, the measures taken to resolve the crisis should avoid depressing growth as this is crucial to improving the future sustainability of debt.

Keywords: euro area, Latin America, sovereign debt crisis
JEL Codes: E65, F34, H63

ÍNDICE

1. Introducción 5

2. Génesis y contexto de la crisis de la deuda en América Latina 6

3. Resolución de la crisis (I): la fase de contención (1982-1985) 9

4. Resolución de la crisis (II): el Plan Baker (1986-1988) 12

5. Resolución de la crisis (III): el Plan Brady (1989-1998) 15

6. Resultados de la estrategia de gestión de la crisis latinoamericana 18

7. Algunas enseñanzas de la crisis de la deuda latinoamericana 22

8. Conclusiones 24

Referencias 26

1. Introducción

La gravedad de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro ha generado una reacción lógica de buscar en situaciones pretéritas similares algunas pistas para la resolución de la misma. Entre estos episodios, uno de los candidatos con mayor potencial es la crisis de la deuda que asoló a América Latina en la década de 1980. Se trata de un referente con obvias similitudes y, por tanto, de su estudio se deberían poder extraer conclusiones relevantes. No obstante, las analogías históricas tienen que manejarse con prudencia, ya que de lo contrario existe el riesgo de forzar las semejanzas entre épocas y rebajar los contrastes existentes. En el presente Documento se revisarán tres aspectos concretos de la crisis de la deuda latinoamericana –el origen de la crisis, las soluciones propuestas y los resultados de las mismas– y se concretarán qué elementos de esta experiencia tienen mayor valor informativo para la actual crisis de la deuda europea.

Concretamente, en un primer apartado se presentará brevemente la génesis de la crisis de la deuda de América Latina, a fin de proporcionar al lector un contexto adecuado para entender los determinantes de la misma, punto de partida necesario para comprender por qué se optó por determinadas soluciones. Situados en el origen y desarrollo de la crisis, en los tres apartados siguientes se revisarán tres soluciones que se experimentaron consecutivamente: una serie de medidas de urgencia destinadas a contener los efectos directos de la crisis (1982-1985), el Plan del Secretario del Tesoro norteamericano James Baker (que operó entre 1986 y 1988) y el Plan de su sucesor Nicholas Brady (una solución que cubre el periodo entre 1989 y 1998, momento en que la crisis puede darse por cerrada). Seguidamente, se hará un resumen de los resultados económicos que esta gestión de la crisis de la deuda arrojó. En el siguiente apartado, se analizarán las analogías y diferencias entre la crisis de la deuda latinoamericana y griega a fin de extraer las lecciones del episodio latinoamericano más pertinentes. Finalmente, el presente Documento de Economía se cerrará con unas conclusiones de carácter general.

2. Génesis y contexto de la crisis de la deuda en América Latina

El fuerte crecimiento de la deuda en América Latina en los años que anteceden a la crisis se puede explicar como la reacción a tres cambios fundamentales que se produjeron en la década de 1970[1]. En primer lugar, los *shocks* del petróleo de 1973 y 1979 generaron en los países productores de crudo una abundancia de capitales. Lógicamente, los superávits corrientes en los países exportadores de petróleo se correspondieron con un fuerte aumento de los desequilibrios corrientes en la práctica totalidad de economías, incluyendo las latinoamericanas. Estas necesidades de financiación fueron satisfechas indirectamente por esos mismos países productores de petróleo y canalizadas por el crédito de la banca internacional. Típicamente, los países exportadores colocaban su ahorro excedente en depósitos denominados en dólares que la banca de los países industrializados, y en especial la estadounidense, recolocaba como créditos en América Latina y otros países en vías de desarrollo.

En segundo lugar, la abundante disponibilidad de fondos se vio complementada por un abaratamiento de la financiación. A pesar de los altos tipos de interés nominales, el estallido inflacionista generó un proceso de reducción del tipo de interés real, situado en niveles negativos a mediados de la década de los setenta (véase el gráfico 2.1).

Finalmente, el tercer elemento novedoso fue el cambio de expectativas respecto a los países en vías de desarrollo en materia de crecimiento. A pesar del *shock* de oferta, los países en vías de desarrollo mantuvieron en la década de los setenta un ritmo de crecimiento apreciable. Hasta 1974 este conjunto de países creció, en promedio anual, del orden del 6%. En lo que restaba de década, el crecimiento, aunque se desaceleró, todavía fue capaz de situarse en la zona del 4-5%. Parecía que la vía de creación de riqueza, a pesar de los fuertes vaivenes de la época, tenía visos de continuidad y, de hecho, la visión mayoritaria era que América Latina estaba acelerando su potencial de crecimiento gracias al proceso de industrialización y de desarrollo económico.

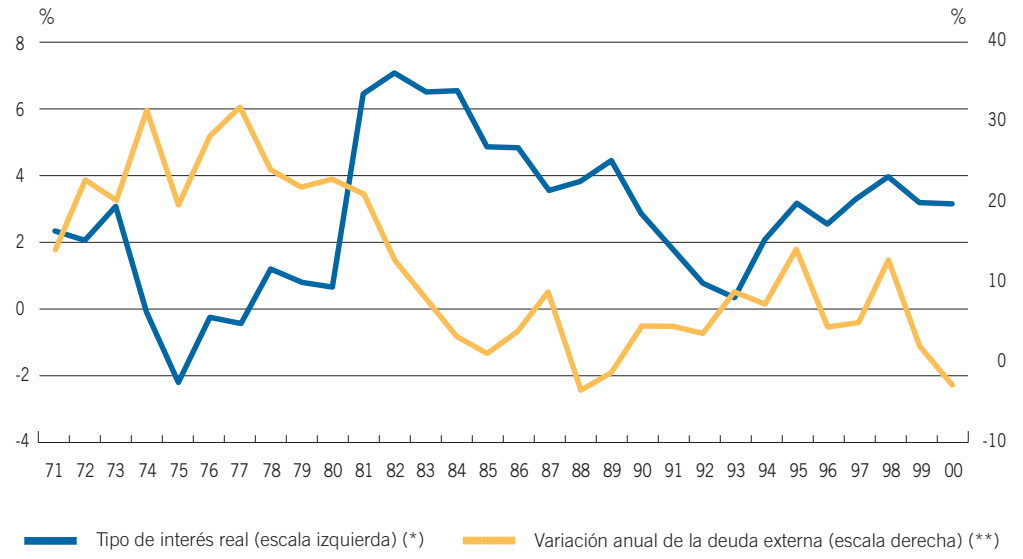
Como consecuencia de estos cambios, la deuda total viva en América Latina pasó de situarse en unos 29.000 millones de dólares a finales de 1970 a ascender a 159.000 millones de dólares a finales de 1978, un crecimiento anual acumulativo de 24% aproximadamente. La mitad de esta deuda estaba concentrada en México y Brasil y alrededor de un 80% era deuda soberana. El típico crédito en América Latina era un crédito sindicado a medio o largo plazo y a tipo de interés variable. Cerca de dos terceras partes de los créditos estaban referenciados al LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), revisándose el precio cada seis meses. Como ya se ha comentado, el papel de la banca norteamericana en este proceso fue central: los ocho primeros bancos estadounidenses mantenían aproximadamente un 23% de los créditos vivos de la región a finales de 1978.

En 1982, en la antesala de la crisis, la deuda viva total se había doblado respecto a los niveles existentes tres años antes, y la deuda bancaria con los ocho grandes bancos anteriormente citados había evolucionado de forma similar. Dado este fuerte crecimiento del endeudamien-

1. Para disponer de buenas síntesis del episodio y de su evolución, pueden consultarse Sachs y Williamson (1986), Dornbusch (1987), Edwards (1988), Devlin y Ffrench-Davis (1995), Vásquez (1996) o Cohn (2009, capítulo 11), por citar algunas referencias claves en una literatura abundante.

to, los indicadores habituales de sostenibilidad de la deuda externa habían alcanzado umbrales elevados. Los cinco países más endeudados de la región –Argentina, Brasil, México, Perú y Venezuela– mantenían, en su conjunto, una ratio de deuda externa sobre el producto interior bruto (PIB) del 42% en dicho 1982, nivel que la literatura especializada acostumbra a situar dentro de la zona que se tipifica como de endeudamiento excesivo[2].

GRÁFICO 2.1 La caída del tipo de interés real favorece la acumulación de deuda externa y su subida contribuye a la crisis de la misma



NOTAS: (*) Tipo de interés real, LIBOR EE. UU. a 3 meses.
(**) Deuda externa de Argentina, Brasil, México, Perú y Venezuela.
FUENTES: Thomson Reuters Datastream, Economist Intelligence Unit y Banco Mundial.

En este contexto, de endeudamiento excesivo y creciente, los desarrollos macroeconómicos internacionales fueron el detonante de la crisis. El inicio de la política de tipos de interés altos de la Reserva Federal desde 1978 tuvo dos consecuencias inmediatas: encareció el crédito (en 1976 el LIBOR a tres meses se situaba en el 5,6%, cinco años después, en 1981, dicha tasa de interés era del 16,9%) y propició una fuerte apreciación del dólar. Una combinación letal para una deuda cuyo tipo de interés se revisaba frecuentemente y que estaba denominada en dólares. Solo entre 1978 y 1980 el montante total de intereses pagados se triplicó en América Latina. Cuando, en 1982, México, país exportador de crudo, tuvo que afrontar una caída coyuntural del precio del petróleo, anunció que no podría satisfacer los intereses de su deuda. Al año siguiente de dicho anuncio, 27 naciones, entre ellas México, Brasil, Venezuela y Argentina, estaban negociando la reestructuración de su deuda. Había estallado la que en su día fue considerada la peor crisis financiera internacional desde la Gran Depresión de la década de 1930.

2. Aunque el ejercicio no está exento de dificultades, la literatura empírica tiende a constatar que el umbral del 35-40% afecta negativamente al crecimiento económico en términos per cápita y este criterio es uno de los habituales para determinar si el grado de endeudamiento es excesivo. Para un ejemplo en esta línea, véase Pattillo, Poirson y Ricci (2002).

Muy probablemente, esta referencia a la Gran Depresión tenga resonancias para el lector contemporáneo. Con frecuencia se valora que la actual Gran Recesión, la que convencionalmente se considera que se inicia en 2008 con la crisis bancaria de las *subprime*, es el peor episodio desde la crisis de la década de 1930. Cuando una crisis económica se contrapone a la Gran Depresión se puede dar por descontado que se está ante un evento de características singularmente negativas. En definitiva, tanto en la década de 1980 como en la actualidad se entendía que se estaba en presencia de un episodio poco ordinario.

Además de compararse con el momento globalmente más delicado del siglo XX, la crisis de la deuda latinoamericana de los ochenta y la europea actual comparten otras similitudes. Si tomamos como referencia la crisis griega, se aprecia que en ambos casos (el helénico y el latinoamericano) hallamos en el origen del proceso una financiación abundante y barata (sustituyendo los petrodólares de los setenta por los euros provenientes de Alemania y otros países europeos excedentarios en ahorro) y unas expectativas de fuerte crecimiento económico esperado. Asimismo, ambos episodios comparten una apreciable exposición de los bancos de los países acreedores, una deuda denominada en una divisa que no se controla (el dólar en América Latina; el euro en Grecia) y un detonante macroeconómico de la crisis. Veamos seguidamente si de las distintas soluciones que en su día se probaron en Latinoamérica también pueden extraerse paralelismos de utilidad. Para ello se revisarán las tres etapas que pueden detectarse en la gestión de la crisis, la que titularemos «fase de contención», y que se desarrolló entre 1982 y 1985; la que puede presentarse como «Plan Baker», por el nombre con que se conoce la solución que se trató de aplicar entre 1986 y 1988; y la etapa final, que abarca de 1989 a 1998 y que, de forma análoga a la precedente, denominaremos «Plan Brady».

3. Resolución de la crisis (I): la fase de contención (1982-1985)

Las lecciones de la Gran Depresión de la década de 1930 del pasado siglo estuvieron muy presentes desde los momentos iniciales de la crisis de la deuda latinoamericana. En particular, la necesidad de evitar un colapso bancario similar al acaecido durante los años treinta prevaleció sobre otras consideraciones en el periodo que siguió al impago mexicano.

En esa etapa crítica, la preocupación fundamental de los gestores norteamericanos de la política económica, los más concernidos por el proceso de reestructuración de la deuda, fue garantizar la solvencia de sus grandes bancos. A fin de dar tiempo a que la negociación con los países deudores fructificase, las autoridades regulatorias de Estados Unidos permitieron lo que se ha denominado una *regulatory forbearance*, es decir, la suspensión temporal de la obligación de reconocer las pérdidas esperadas por el impago de la deuda en sus balances y realizar las dotaciones correspondientes. Dado que en 1981 los créditos a países en vías de desarrollo representaban el 260% del capital, la exigencia de dotar reservas para cubrir las pérdidas de estos créditos hubiese comportado, según ciertas estimaciones, la quiebra de siete u ocho de los 10 primeros bancos de Estados Unidos. Como resultado de esta suspensión, el sistema bancario norteamericano siguió funcionando, si no con plena normalidad, sí con una deriva negativa asumible[3]. Con el frente doméstico funcionando con relativa normalidad, el grueso de la gestión de la crisis pasó a centrarse en las relaciones con los deudores. Entre agosto de 1982 y finales de 1985 el esfuerzo de resolución trató de garantizar la vuelta al pago de intereses mediante un ajuste económico y la reestructuración de la deuda.

Por lo que se refiere al ajuste macroeconómico, la lógica del momento establecía que la crisis de la deuda se había debido a problemas de liquidez de corto plazo. El ajuste interno facilitó que entre 1983 y 1987 la región pasase de estar en una situación de déficit comercial equivalente a 7.000 millones de dólares anuales a generar un superávit comercial de 25.000 millones de dólares por año. Las divisas generadas por este cambio se debían destinar a satisfacer el servicio de la deuda. Con todo, y a pesar del fuerte superávit comercial que se esperaba generar mediante los programas de ajuste macroeconómico, pronto quedó claro que durante un cierto lapso de tiempo los ingresos por exportaciones seguirían siendo insuficientes para cubrir totalmente el servicio de la deuda. Ello obligó a arbitrar medidas adicionales en forma de reestructuración de la deuda externa.

Específicamente, y hasta el tramo final de 1985, se produjo la renegociación de todo el calendario de amortización de la deuda acompañada de la emisión de nuevos créditos concedidos por la banca y comprometidos colectivamente por el conjunto de acreedores privados. Estos créditos, denominados en la literatura académica «créditos involuntarios» o «dinero nuevo» (*involuntary loans* o *new money*, en inglés), y en la documentación oficial «financiación concertada» (*concerted lending*, en inglés), los concedían bancos que ya mantenían posiciones acreedoras en el país, ya que, ante las dudas sobre la calidad crediticia de estas naciones, no era factible atraer financiación de bancos que no estuvieran ya expuestos al impago. Antes de la crisis de 1982, estos créditos involuntarios se habían concedido sin mediar presión privada alguna, al menos explícita. Así, en algunos de los nueve países que habían impagado su deuda

3. Para una revisión más profunda del episodio de la crisis de la deuda latinoamericana desde el punto de vista del impacto en el sector bancario estadounidense, véase FDIC (1997).

entre mediados de 1970 y 1982, los grandes bancos internacionales persuadieron a los prestamistas de menor dimensión a participar en estos nuevos créditos en fórums de coordinación bancaria privada, como los denominados Clubs de Londres.

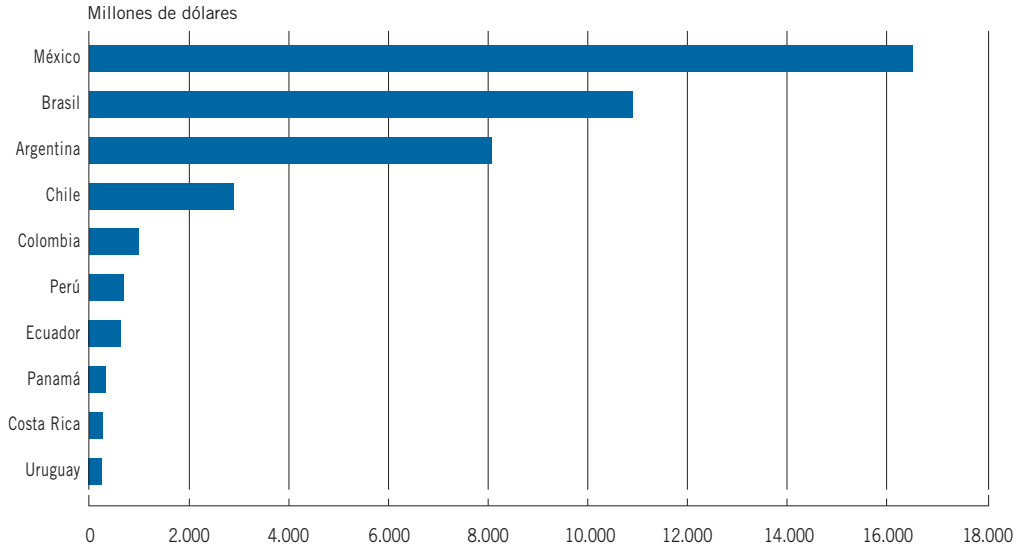
El alcance de la crisis de 1982 excluía la posibilidad de que estas formas de operación concertada voluntaria pudiesen alcanzar los volúmenes necesarios. Por ello, ya en noviembre de 1982, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estableció la medida sin precedentes de exigir un determinado nivel de financiación privada antes de firmar acuerdo de estabilización alguno con México. Se acababa de introducir un elemento novedoso en la gestión de las crisis de deuda con los países en vías de desarrollo, el de la participación involuntaria del sector privado. Un aspecto que en ese momento no se previó es que la exigencia de participación del sector privado en la solución produjo que este comenzase a demandar esquemas de protección frente al riesgo provenientes de los Estados. Se empezaba a configurar una respuesta que, a nivel institucional, funcionaría de la siguiente manera:

> «El FMI servía de puente entre los bancos y los países. Por un lado, los bancos podían contar con la presencia del Fondo en el proceso de ajuste del país únicamente si ellos habían previamente establecido un nuevo calendario para la deuda (y financiado mediante los créditos involuntarios); por otro lado, los países podían acceder a la reestructuración de la deuda solo si disponían de "luz verde", es decir, un programa de ajuste con el Fondo. Los banqueros centrales y ministros de finanzas de los países industrializados presionaban a los bancos (especialmente, a los de menor tamaño, menos expuestos y por tanto menos dispuestos a aportar nueva financiación involuntaria) a actuar colectivamente. Las agencias oficiales también garantizaban créditos puente a los deudores, que les permitían satisfacer el servicio de la deuda durante las largas negociaciones con los bancos. Finalmente, los Gobiernos acreedores reestructuraban (también de forma relativamente dificultosa) deudas oficiales en el marco del Club de París, y, en su potestad de principales accionistas, promovían el desembolso de créditos por parte de las instituciones multilaterales, las cuales en la práctica refinanciaban una proporción importante de los pagos de intereses de la deuda bancaria» (Devlin y Ffrench-Davis, 1995, pp. 130-131).

Con este funcionamiento, se realizaron tres rondas de reestructuraciones de deuda que ajustaron el calendario de pagos de intereses y amortizaciones de capital. En este proceso se vincularon unos 10.000 millones de dólares en financiación pública y se vieron comprometidos más de 40.000 millones en «financiación involuntaria» (véase el gráfico 3.1). Como pronto se haría evidente, la estrategia de contención no tardaría en demostrarse incapaz de contener el empeoramiento de la crisis.

GRÁFICO 3.1 Apreciable aportación de financiación privada durante la etapa inicial de la crisis

New money de la banca privada durante 1982-1986, para financiar la reestructuración de la deuda latinoamericana



FUENTE: Armendariz de Aghion (1990), en base a datos del Banco Mundial.

4. Resolución de la crisis (II): el Plan Baker (1986-1988)

Cuando la crisis de la deuda latinoamericana estalló, dos premisas básicas constituyeron el consenso del momento y sustantivaron la respuesta de política económica para afrontar dicha crisis: que se trataba de un episodio de corta duración y que el problema fundamental era de liquidez, y no de solvencia.

A finales de 1984, la evolución de la crisis había hecho evidente que ambas premisas eran infundadas: la crisis sería más prolongada de lo esperado y junto a dificultades de liquidez existían también problemas de solvencia en determinadas economías. La nueva estrategia para lidiar con la crisis, formulada por el secretario del Tesoro de Estados Unidos James Baker reconocía el carácter de más largo plazo de la crisis, y de la solución a la misma, pero todavía se resistía a reconocer el segundo de estos aspectos. Adicionalmente, un nuevo problema se sumaba a la difícil gestión de la crisis, el de cómo afrontar la realidad de que el drástico ajuste macroeconómico había generado un efecto recesivo de una intensidad inesperada. La solución de Baker, por tanto, además de configurarse como más permanente que las medidas de urgencia de 1982-1984, debía incluir elementos destinados a paliar la recesión en los países deudores. El llamado Plan Baker, anunciado por el secretario en una reunión del FMI y del Banco Mundial en septiembre de 1985, tenía un lema que resumía perfectamente la orientación a más largo plazo y la lucha contra la recesión: «ajuste estructural con crecimiento» [4]. Para ello, y aunque se mantenían los dos pilares financieros de la etapa anterior (créditos de las agencias oficiales combinados con crédito de los bancos privados, destinados fundamentalmente a financiar la cuarta ronda de reestructuración de la deuda), la dotación financiera asumida era de mayor magnitud. Además de comprometer más recursos, variaba su orientación temporal, que pasaba a ser por un periodo de tres años, y ampliaba su alcance geográfico, ya que beneficiaría a 17 países, 12 de los cuales eran latinoamericanos (véase la tabla 4.1).

El carácter estructural del plan se veía enfatizado por la asignación de un papel más preeminente al Banco Mundial, en contraposición con su actuación prácticamente marginal en los primeros años de la crisis. En la misma línea institucional, el Banco Interamericano de Desarrollo empezó a desempeñar tareas de apoyo estructural. También los contenidos de los acuerdos con los países se modificaron en el sentido de dotarlos de un carácter menos coyuntural. Frente al predominio de los aspectos característicos de un ajuste a corto plazo destinado a restaurar los desequilibrios corrientes, los acuerdos bajo las premisas del Plan Baker contenían específicamente indicadores o compromisos de reforma estructural, en particular la privatización de empresas públicas y la liberalización de los intercambios comerciales en estos países.

4. Junto a las referencias mencionadas en los apartados precedentes, cabe recomendar el artículo específico de Cline (1989) sobre el Plan Baker.

TABLA 4.1 Recursos financieros del Plan Baker

Financiación desembolsada en el periodo 1986-1988, en millones de dólares

		Financiación pública			
	Bancos (*)	Multilateral	Bilateral	FMI	Total
Argentina	2.607	1.680	716	844	5.847
Bolivia	0	555	230	111	896
Brasil	4.000	1.556	-385	-2.032	3.139
Chile	215	1.132	87	-3	1.431
Colombia	1.957	952	286	0	3.195
Costa Rica	0	134	-17	-146	-29
Ecuador	0	858	264	-39	1.083
Jamaica	0	154	110	-327	-63
México	5.472	2.190	2.301	1.166	11.129
Perú	0	314	180	-52	442
Filipinas	525	355	928	-185	1.623
Uruguay	0	174	-9	-113	52
Venezuela	0	145	-215	0	-70
Total	14.776	10.199	4.476	-776	28.675

NOTA: (*) Financiación mediante el esquema de *new money.*
FUENTES: Cline (1989) y Banco Mundial.

A pesar de ser una mejora respecto a los planteamientos excesivamente contingentes de lo que hemos denominado etapa de contención de la crisis, el Plan Baker sufrió dos graves cortapisas. La primera, de diagnóstico, es la mencionada falta de asunción de los problemas de solvencia de determinadas economías. La segunda, el hundimiento del precio del petróleo poco tiempo después del anuncio del Plan. Ello afectó fuertemente a México y otros países productores de crudo, lastrando decisivamente las expectativas de recuperación. Condicionado por estas dificultades, el Plan se demostró insuficiente para garantizar el cumplimiento de su lema, que confiaba en combinar virtuosamente ajuste estructural y crecimiento económico.

En el ámbito propiamente financiero, ya a finales de 1987 el esquema del Plan Baker se ponía en tela de juicio. A pesar de los compromisos adoptados, la financiación privada no estaba fluyendo en la medida esperada e incluso los organismos multilaterales desembolsaban menos fondos de lo previsto. En 1987 los recursos financieros transferidos a los 17 países del Plan Baker fueron netamente inferiores a los pagos de deuda. No es de extrañar que en esa situación Brasil decidiese ese mismo año incumplir sus compromisos con el FMI y declarase una moratoria en el pago de intereses.

Además, en dicho ejercicio de 1987, el Plan se empezó a modificar permitiendo que, junto al mecanismo de reestructuración mediante nuevos créditos, se incluyesen otras modalidades

destinadas específicamente a reducir la deuda, como por ejemplo, operaciones de recompra de deuda con descuento. Estas opciones, totalmente voluntarias, representaban la primera asunción explícita por parte de los acreedores de que al menos una parte de la deuda de la región sería incobrable a su valor nominal.

5. Resolución de la crisis (III): el Plan Brady (1989-1998)

En marzo de 1989 el nuevo secretario del Tesoro norteamericano, Nicholas Brady, propuso lo que era nominalmente una extensión del Plan Baker[5]. A pesar de esta formulación destinada a facilitar políticamente su adopción, lo que se gestó en realidad fue un enfoque distinto para lidiar con la crisis de la deuda que sancionó la necesidad de proceder a una reducción de la misma. En ese momento, el consenso sobre la naturaleza de la crisis había basculado decisivamente hacia las consideraciones relativas a la solvencia, frente al diagnóstico de dificultades de liquidez de años anteriores. Además, preocupaba mucho que la crisis, más larga e intensa de lo anticipado, estuviese superando los límites geográficos y económicos a que había estado circunscrita anteriormente. Así, junto a la inquietud que generaba el impacto negativo de la crisis en la propia actividad económica en Estados Unidos (especialmente evidente en el ámbito de las exportaciones), creó alarma la certeza de que los años de ajuste macroeconómico empezaban a erosionar la legitimidad de las apenas recuperadas democracias latinoamericanas[6]. En definitiva, había que retornar decididamente al crecimiento y había que cerrar una crisis que se había convertido en un foco de volatilidad e incertidumbre perenne en la región. Eliminar el lastre de una deuda excesiva se convertía, por tanto, en la prioridad. La cuestión era cómo hacerlo.

La solución propuesta por Brady mantenía elementos del esquema de Baker, como el recurso a una nueva reestructuración de la deuda (la quinta desde el inicio de la crisis) y el compromiso del país con la liberalización económica. Sin embargo, la gran novedad fue centrar los diferentes instrumentos en procesos de reducción de la deuda. Así, en primer lugar, los recursos financieros de los organismos multilaterales se vinculaban de forma más directa con dicha reducción. Concretamente, el Plan Brady asignó 30.000 millones de dólares (24.000 millones de dólares provistos por el FMI y el Banco Mundial y 6.000 por Japón) a operaciones de recompra de deuda u otras similares por parte de los países deudores, incluyendo la cobertura de garantía de los llamados bonos Brady, que posteriormente se comentarán. Asimismo, Brady propuso una serie de ajustes regulatorios y fiscales para reducir los impactos negativos sobre los bancos privados estadounidenses afectados.

El segundo elemento principal de la iniciativa, y que ha quedado como el aspecto más paradigmático del Plan, era la puesta en marcha de los llamados bonos Brady. La emisión de estos bonos tenía por objetivo combinar el alivio para el deudor que se derivaba de una reducción de la deuda con la certeza para el acreedor de que el importe restante quedaría garantizado. En concreto, la operación típica realizada bajo el enfoque de Brady se iniciaba con una negociación *vis-à-vis* entre el Gobierno deudor y los bancos acreedores en la que se acordaba una determinada quita del valor de la deuda. El resto de la deuda se reconocía mediante la emisión de un bono por parte del Gobierno deudor, cuya principal característica era que el tenedor del bono tenía garantizado el cobro del principal (y a veces de los intereses)[7]. Dicha garantía se arbitraba mediante la adquisición por parte del Gobierno deudor de un bono del

5. Además de las referencias citadas anteriormente, sobre el funcionamiento específico del Plan Brady se puede consultar Clark (1993).
6. En este ámbito, fueron especialmente alarmantes los fuertes disturbios acaecidos en Caracas en febrero de 1989 como reacción a nuevas medidas de austeridad propuestas.
7. Las principales variantes que se han registrado en las emisiones de bonos Brady a lo largo de los años se refieren al grado de colateralización (en algunos casos, junto al principal se garantiza el pago de una parte de los intereses) y al propio colateral, que inicialmente tendió a ser de forma casi exclusiva bonos del Tesoro norteamericano para después utilizarse otros activos. Si se desea disponer de un detalle completo y más técnico sobre el funcionamiento y la importancia de los bonos Brady puede consultarse Lee y Venezia (2000).

Tesoro norteamericano de idéntico vencimiento. La compra del bono estadounidense se financiaba en parte mediante el préstamo multilateral. Este colateral se depositaba en la Reserva Federal. De esta manera, el banco acreedor tenía garantizado el cobro seguro de parte de su crédito y podía obtener liquidez mediante la venta del bono en el mercado secundario.

Hasta 1998, es decir, durante aproximadamente los diez años que siguieron al Plan Brady, 17 países reestructuraron deudas bancarias bajo el esquema de Brady, 10 de ellos latinoamericanos y del Caribe. Como se puede apreciar en la tabla 5.1, el total de deuda latinoamericana que se acogió a los acuerdos fue de 148.570 millones de dólares y la quita promedio fue del orden del 30%, siendo menor en el caso de los grandes deudores, como México (quita del 14%) y Brasil (quita del 12%).

TABLA 5.1 Acuerdos tomados bajo el esquema del Plan Brady en Latinoamérica

En miles de millones de dólares, salvo indicación expresa

		Situación año anterior al acuerdo					Situación tres años después del acuerdo	
	Año del acuerdo	Deuda externa (valor)	Deuda/ PIB (%)	Deuda cubierta por el acuerdo (valor)	Reducción de deuda (valor)	Reducción de deuda (% sobre deuda)	Deuda externa (valor)	Deuda/ PIB (%)
México	1989	99,2	56,4	48,2	6,8	14,1	112,3	31,7
Costa Rica	1989	4,5	105,9	1,5	1,0	67,8	3,9	47,1
Venezuela	1990	32,4	77,5	19,7	1,9	9,7	37,5	64,4
Uruguay	1991	4,4	49,3	1,6	0,6	39,1	5,1	31,6
Argentina	1992	65,4	35,6	19,4	2,4	12,2	98,8	39,0
Brasil	1992	121,0	30,4	40,6	5,0	12,2	160,5	23,2
Rep. Dominicana	1993	4,6	54,7	0,8	0,5	57,7	4,3	34,4
Ecuador	1994	14,1	104,4	4,5	1,2	26,1	15,4	81,8
Panamá	1996	6,1	80,9	3,8	1,0	25,5	6,8	77,5
Perú	1997	29,0	53,3	8,5	3,9	45,9	28,6	55,0
Total		380,7	-	148,6	24,2	-	473,2	-
Promedio		-	64,8	-	-	31,0	-	48,6

FUENTES: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003), FMI y elaboración propia.

La valoración dominante que se hizo en su día, y que todavía hoy puede considerarse como la que prevalece, es que el Plan Brady fue un éxito, ya que consiguió cerrar satisfactoriamente para deudores y acreedores una crisis que se venía desarrollando durante un periodo excesivamente dilatado[8]. Aun cuando dicha valoración tiene que ser puesta en un contexto más

8. Dicha valoración, con todo, no está plenamente compartida en el ámbito académico. Como ejemplo de un posicionamiento más crítico con los resultados del Plan de Brady véanse, por ejemplo, Vásquez (1996) o Reinhart, Rogoff y Savastano (2003).

amplio (ejercicio que se realizará en el siguiente apartado de la presente publicación), un primer resultado que se puede vincular a la estrategia de Brady destaca de los datos disponibles (véase la tabla 5.1 anterior): la sostenibilidad de la deuda externa mejoró de forma ostensible tras los acuerdos Brady. Si se aproxima dicha característica mediante un indicador habitual, el de la ratio deuda sobre PIB, se constata que tres años después de los sucesivos acuerdos nacionales, solo en dos de los diecisiete países (Argentina y Perú), dicha proporción era mayor que la existente antes del acuerdo Brady. En promedio, la reducción de la ratio deuda externa sobre PIB fue de unos 20 puntos porcentuales. Esta mejora de la sostenibilidad de la deuda externa explica por qué en la década de los años 2000 una amplia mayoría de los países del paquete Brady evitaron situaciones de impago de la deuda. Las excepciones fueron Argentina y Ecuador.

6. Resultados de la estrategia de gestión de la crisis latinoamericana

En términos generales, los tres grandes objetivos en la gestión de la crisis de la deuda latinoamericana fueron: a) evitar una crisis bancaria internacional; b) devolver la deuda pública a una senda de sostenibilidad, lo que debía facilitar el retorno de los países deudores a los mercados de capitales internacionales; c) contribuir a que los países deudores retornasen a una senda de crecimiento económico. Las diferentes soluciones implementadas en las tres fases mencionadas (las que hemos denominado de contención, Baker y Brady) mostraron efectividad distinta en dichos ámbitos.

Por lo que se refiere al primero de estos objetivos, el de evitar que la crisis de solvencia en los países deudores se tornase en una crisis bancaria grave en los países acreedores, la gestión del episodio logró resultados aceptables, especialmente en el momento inicial y tras la puesta en marcha del esquema de Brady. A nivel general, la ausencia de una cadena de insolvencias bancarias en Estados Unidos en los años que siguieron a 1982 se puede considerar como el indicador de éxito más claro[9]. Con todo, y como es obvio, existe una notable distancia entre evitar un colapso bancario con resonancias a la depresión de la década de 1930 y esquivar plenamente las pérdidas bancarias que la crisis de la deuda latinoamericana comportaba. Durante la segunda mitad de la década de 1980 los grandes bancos norteamericanos vieron penalizada su rentabilidad debido al impacto en los resultados de las fuertes provisiones necesarias para anticipar las elevadas pérdidas que sus créditos con los países latinoamericanos generaron[10].

El reflejo bancario de la crisis de la deuda en forma de provisiones para cubrir los créditos impagados fue creciendo al avanzar la década. Un momento crítico tuvo lugar en 1987, cuando el reconocimiento de pérdidas se aceleró. En mayo de ese año, Citicorp fue el primero de los grandes bancos que dio el paso, estableciendo una provisión por pérdidas que cubría más del 30% de su exposición a países latinoamericanos y otros afectados por el impago de su deuda. Pronto seguirían el resto de los grandes bancos. En concreto, la rentabilidad de los ocho principales bancos se erosionó apreciablemente en los años que siguieron a 1982. Dichas entidades registraron entre 1983 y 1989 una rentabilidad del 4,2% (aproximada por el rendimiento sobre el capital, ROE), mientras que la de la banca estadounidense en su conjunto fue del 9,0% en ese mismo periodo. A pesar de esta penalización en las cuentas de resultados de los bancos, hay que volver a recordar que el objetivo principal, el evitar una crisis bancaria en toda regla, había quedado totalmente garantizado.

El segundo de los objetivos que la gestión de la crisis persiguió fue, como se ha mencionado, recuperar la sostenibilidad de la deuda y conseguir el retorno de los países a la financiación internacional. Esta situación se consolidó solo tras la aplicación del Plan de Brady, ya que antes de dicho momento el grueso de los recursos financieros privados fueron los «créditos involuntarios» mencionados en apartados anteriores y que, como su denominación manifiesta, no respondían a criterios de análisis del riesgo y de concesión convencionales, siendo

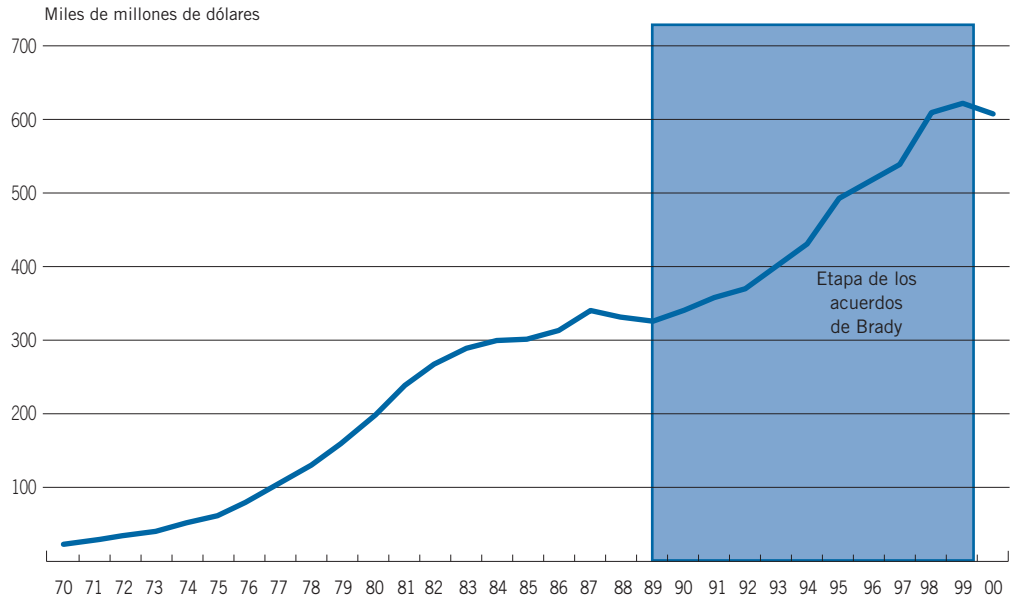
9. Como se ha mencionado anteriormente, puede consultarse FDIC (1997) para disponer de una visión más completa de los desarrollos bancarios en Estados Unidos durante la década de 1980 y el impacto que la crisis de la deuda tuvo en dicha trayectoria.
10. Estrictamente hablando, la fuente de erosión de los resultados bancarios no fue únicamente las pérdidas derivadas de la crisis de la deuda soberana de América Latina. Un segundo frente que complicó la evolución bursátil de los grandes bancos estadounidenses fue la crisis inmobiliaria doméstica de los primeros ochenta.

suministrados únicamente por entidades ya expuestas a la región que trataban de contener o diferir los efectos más perniciosos del impago de la deuda.

Tras el Plan Brady cambia radicalmente la situación, y los inversores internacionales entienden que la crisis de la deuda entra en una fase de resolución y vuelven a ofrecer la opción de financiar las necesidades de deuda de estos países. Dicha posibilidad de volver a disponer del crédito internacional se hace evidente al contemplar la evolución de la deuda externa, en valor absoluto, en una perspectiva temporal amplia (véase el gráfico 6.1). Como se aprecia en dicho gráfico, a partir de 1990 el crecimiento de la deuda externa ratifica que el acceso a los mercados de capitales internacionales vuelve a operar.

GRÁFICO 6.1 La solución de Brady, efectiva para el retorno de la financiación internacional en América Latina

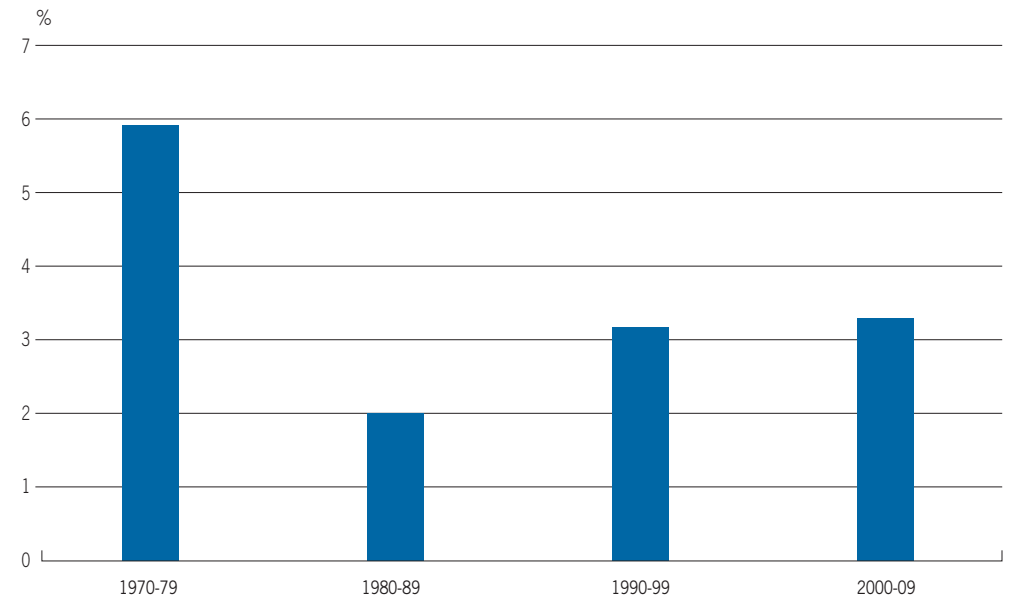
Deuda externa (suma de Argentina, Brasil, México, Perú y Venezuela)



FUENTES: Banco Mundial, Economist Intelligence Unit y elaboración propia.

Menos satisfactorios son los resultados que la estrategia de resolución de la crisis ofreció en términos del tercer objetivo, el del retorno al crecimiento de los países deudores. La crisis de la deuda latinoamericana señaló el inicio de la apropiadamente denominada «década perdida» en el continente. Los resultados macroeconómicos de los años ochenta son ciertamente negativos. Durante el periodo 1980-1989, América Latina en su conjunto creció apenas por encima del 2% en promedio anual, lejos del dinamismo que el continente exhibió en la década precedente y en las dos siguientes (véase el gráfico 6.2). Como resultado de este magro registro, algunos países experimentaron retrocesos en su renta per cápita de notable magnitud. Por ejemplo, en 1989 el PIB per cápita venezolano era un 26% menor que el existente en 1980, y el argentino un 21% menor. Parece poco discutible que parte de estos malos registros macroeconómicos se derivaron del fuerte ajuste macroeconómico de las etapas iniciales de la gestión de la crisis.

GRÁFICO 6.2 La década de 1980, efectivamente negativa en términos de crecimiento
Promedio de variación anual del PIB



FUENTES: FMI y elaboración propia.

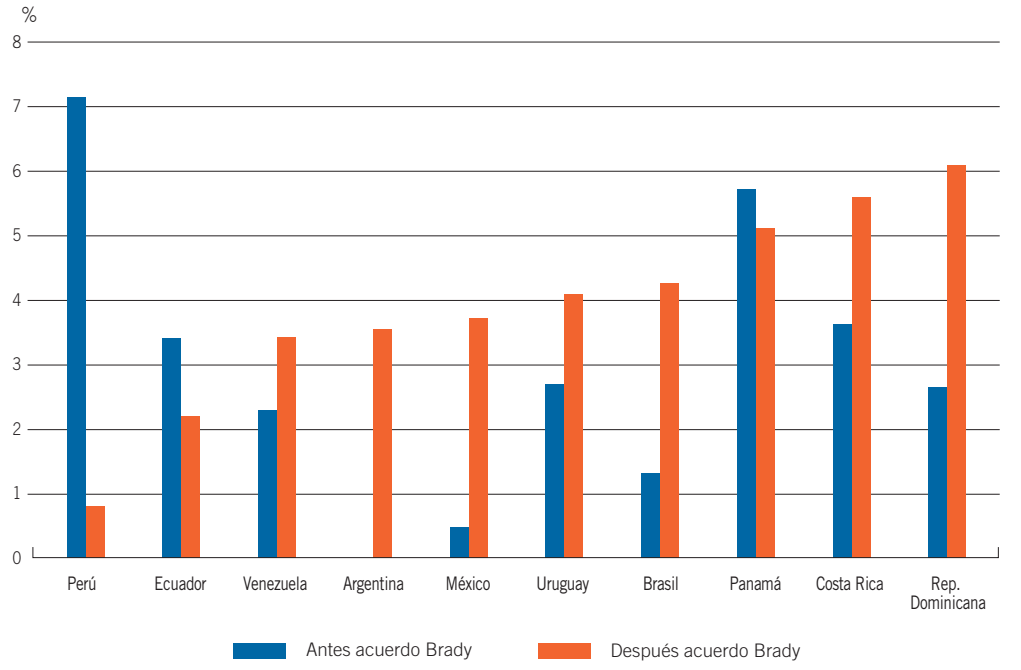
Pero también parece fuera de cuestión que el crecimiento de la deuda externa latinoamericana había superado los umbrales de seguridad durante la década de 1970, cosa que comportaba que muy probablemente la economía estaba creciendo por encima de lo sostenible en los años precedentes. Por tanto, la reconducción del problema de la deuda externa, y el peaje en la actividad que se asoció a estos ajustes, era una cuestión de tiempo[11]. Hechas estas consideraciones, la pregunta inmediata es plantearse hasta qué punto una gestión de la crisis distinta hubiese podido ofrecer unos resultados netamente mejores en términos de minimizar el ajuste macroeconómico.

Una respuesta exhaustiva a esta cuestión nos alejaría de los objetivos del presente Documento. No obstante, parece razonable asumir que si se hubiese diagnosticado antes el carácter de crisis de solvencia, y por tanto, de más largo plazo, del episodio, se hubiesen arbitrado antes medidas de tipo estructural y destinadas a aliviar el peso de la deuda, lo que posiblemente hubiera reducido el coste social de la resolución de la crisis. Al pensarse que se estaba en presencia de una crisis de balanza de pagos más o menos convencional, la política de ajuste intenso pero breve estaba técnicamente justificada, pero después faltó agilidad para incorporar evidencia sobre el auténtico carácter de la crisis de la deuda y, especialmente, para acomodarse al empeoramiento del contexto económico global. A medida que se iba afinando el diagnóstico y la estrategia reflejaba los nuevos desarrollos de la crisis, los resultados en materia de crecimiento tendieron a mejorar, llegándose a unas cifras ciertamente más positivas en la etapa que se abrió con la solución de Brady (véase el gráfico 6.3).

11. Estudios empíricos como los de Pattillo, Poirson y Ricci (2002 y 2004), constatan que dicha relación deuda-crecimiento no es lineal. Estos trabajos, y otros similares, demuestran que a partir de un nivel elevado de deuda el efecto sobre el crecimiento es negativo y, específicamente, afecta de forma también negativa a la acumulación de capital y al crecimiento de la productividad.

GRÁFICO 6.3 El crecimiento tiende a recuperarse tras los respectivos acuerdos Brady

Crecimiento anual promedio en los cinco años anteriores y posteriores al acuerdo Brady en cada país



FUENTES: Banco Mundial y elaboración propia.

En definitiva, hay que convenir que la historia nos recuerda lo difícil que es gestionar las crisis. A pesar de su crudeza, la crisis de la deuda latinoamericana se puede equiparar a otros episodios similares acaecidos en los últimos dos siglos[12]. Esto no implica que el caso de la crisis latinoamericana fuese óptimamente gestionado, sino que nos recuerda que existe un proceso de aprendizaje inserto en la resolución de las crisis y que parece ser de difícil aceleración. A fin de que las penalidades sufridas en crisis anteriores no sean totalmente vanas, se entiende la pretensión de extraer de cada crisis algunas lecciones, que por muy fragmentarias o parciales que puedan ser, aporten experiencia en la gestión de otros episodios similares venideros. Esta es la tarea que afrontamos en el siguiente apartado del presente Documento.

12. Según nos informan Reinhart y Rogoff (2009) en su amplio resumen histórico sobre los episodios de crisis financieras y, en particular, en su capítulo 5 sobre los patrones recurrentes de las crisis de impago de deuda externa.

7. Algunas enseñanzas de la crisis de la deuda latinoamericana

Tras haber revisado el episodio que asoló América Latina y otras economías en la década de 1980, y realizar una valoración sobre la efectividad de las soluciones propuestas, se está en disposición de ofrecer algunas lecciones que, por su carácter general, pueden interesar en el actual contexto de la deuda soberana en la eurozona. Aunque es importante no forzar la comparación histórica, parece indudable que dos grandes conclusiones son de aplicación para la crisis europea.

La primera es la referida al aspecto temporal de la gestión de las crisis de este estilo. En cualquier crisis económica, ya sea de las que podríamos tipificar como convencionales (por ejemplo, una recesión económica como la que registró nuestro país en 1992-1993) o las de carácter más excepcional (como la crisis de deuda que ahora nos ocupa), un interrogante clave que ciudadanos y expertos afrontan es el referido a su duración.

Basándonos en el caso de estudio de este Documento la respuesta es que no sería de extrañar que los plazos de resolución de la crisis de la deuda europea acabasen siendo dilatados. Aunque frecuentemente el estallido de una crisis de deuda soberana es identificable en términos de datación –en el caso de Latinoamérica, el impago de la deuda soberana mexicana en 1982; en el de la deuda de la eurozona a medida que Grecia revisa la situación de sus finanzas públicas desde el otoño de 2009–, la gestión de la misma acostumbra a ser lenta: en América Latina, desde 1982 y hasta 1989, como mínimo, si se asume que la puesta en marcha de los primeros acuerdos Brady es el inicio del cierre de la misma.

Siete años de duración sitúa al caso latinoamericano por encima de lo habitual en las crisis de impago que se producen tras la Segunda Guerra Mundial, aproximándolo a los que se registraban en el siglo XIX y primera mitad del XX. De acuerdo con los datos de Reinhart y Rogoff (2009), la duración media de estas crisis tras 1945 fue de tres años, mientras que entre 1800 y 1947 esta magnitud se cifró en seis años.

¿Por qué se tarda tanto en resolver una crisis de la deuda? Aparte de que la acumulación de la deuda también es un proceso de larga gestación y que normalmente los niveles alcanzados requieren de varios años para ser reconducidos, es decir, aparte de la propia naturaleza del fenómeno de la acumulación y disminución del endeudamiento, existen aspectos vinculados con la generación de soluciones que también exigen tiempo.

En la gestión de cualquier crisis, un primer elemento es diagnosticar adecuadamente la naturaleza del problema. Aunque exista base doctrinal *a priori* sobre cómo afrontar una crisis de la deuda externa (en el caso que nos ocupa, la generada por la experiencia de unos pocos impagos de deuda externa durante la década de 1970), esta se deberá ajustar a la realidad. Como se ha repetido en diferentes ocasiones en el presente Documento, el diagnóstico inicial fue que se trataba de una crisis de liquidez, y no de solvencia, y que un ajuste macroeconómico intenso y rápido, junto con unos créditos temporales, permitirían recuperar en poco tiempo la capacidad para afrontar pagos exteriores.

Ese diagnóstico fue variando a lo largo del tiempo, de manera que primero se modificó la consideración de fenómeno de corto plazo, después se incorporaron valoraciones sobre la ne-

cesidad de contrarrestar los efectos recesivos del ajuste y, finalmente, se asumió el problema de solvencia. Estamos, como queda evidenciado por esta secuencia, en presencia de un proceso de aprendizaje sobre la crisis y sus causas. Difícilmente las ideas preconcebidas por expertos, responsables políticos, profesionales y ciudadanos pueden variar de forma súbita, de manera que cabe entender que hasta que la evidencia disponible en contra de dicha creencia inicial no cambie no se va a proceder a su reemplazo por nuevas interpretaciones de la realidad. Especialmente si, como en el caso que nos ocupa, se trata de las creencias de múltiples actores, individuales e institucionales. Y una vez modificado el diagnóstico, se requiere igualmente tiempo para convertir los planes técnicos en compromisos políticos, especialmente cuando afectan a multitud de países y organizaciones multilaterales[13].

Un segundo desarrollo que limita la posibilidad de una resolución acelerada de la crisis tiene que ver, específicamente, con la problemática derivada de lidiar con el riesgo de insolvencia bancaria. Siendo la solvencia bancaria un objetivo prioritario, aquí la cuestión fundamental era a qué ritmo la banca norteamericana podía afrontar las pérdidas derivadas del impago de sus créditos con América Latina. De nuevo, la respuesta es que se necesita un lapso de tiempo que, en todo caso, se cuenta por años más que por trimestres: años para reducir la exposición de la deuda al país, dotar las provisiones y garantizar una capitalización adecuada. En el caso latinoamericano, la quita de la deuda solo fue posible una vez que el sistema bancario internacional estuvo suficientemente reforzado para asumirla.

Por último, la tercera razón es que la resolución de una crisis de deuda comporta un proceso de negociación extremadamente complejo, ya que afecta a acreedores y deudores de distintos países y que involucra a actores públicos y privados, y que dicha complejidad tiende a comportar procesos de negociación lentos. Si, además, como en el caso de la deuda europea, se solapan distintos niveles competenciales, nacionales e internacionales, el proceso se complica y el calendario de negociación fácilmente se alarga.

Una segunda enseñanza que se puede extraer de la crisis de la deuda latinoamericana es la referida a la forma ideal de absorber la deuda. En el caso de la crisis de la década de los ochenta, y una vez se determinó que el problema fundamental era de solvencia y no de liquidez, la solución pasó por una combinación de reducción de deuda y de recuperación del crecimiento. A fin de cuentas, lo esencial en este tipo de procesos es mejorar la sostenibilidad de la deuda. De forma intuitiva, se entiende que si dicha sostenibilidad se aproxima por la ratio de deuda sobre el PIB, la reducción de este cociente puede venir de la mano de una reducción del numerador (es decir, de la deuda), de un aumento del denominador (el PIB) o de una combinación de ambos. Si se recuerda la información proporcionada anteriormente (tabla 5.1 y gráfico 6.3), se constata que la notable reconducción en términos de sostenibilidad –en el conjunto de los cinco países más endeudados, la deuda externa pasó de representar un 55% del PIB en 1987 al 30% en 1997– se debió principalmente al avance del PIB nominal, ya que, de hecho, el montante de deuda externa creció con posterioridad a los acuerdos Brady. Todo un aviso, en definitiva, de la importancia que tiene sentar las bases del crecimiento económico mediante un entorno institucional y otras medidas.

13. Esta forma de entender la sustitución de un paradigma o doctrina de política económica por otro ha sido explorado en la literatura que se denomina de «aprendizaje de política económica» (véanse Oliver y Pemberton, 2004, para un ejemplo relevante de estos enfoques). La interpretación proporcionada por el autor del presente Documento, la del aprendizaje de políticas en el curso de la crisis latinoamericana, es una adaptación de este planteamiento.

8. Conclusiones

Aunque en el apartado anterior se han sintetizado las principales lecciones que Europa debería extraer del doloroso episodio de la deuda latinoamericana de la década de 1980, se desea acabar este Documento con dos grandes conclusiones, una que desgraciadamente aporta poco solaz, la otra más esperanzadora.

Así, del ejercicio de comparativa histórica anterior se ha desprendido una enseñanza que no deja demasiado espacio al optimismo. En definitiva, si algún mensaje hay que extraer de las penurias de América Latina tres décadas atrás es que la solución deberá pasar probablemente por un ajuste que no hunda el crecimiento y por una notable dosis de paciencia.

Más alivio debería poderse desprender de una segunda conclusión. Cada crisis, y las de deuda no son diferentes, acostumbran a dejar una herencia en forma de doctrina, práctica política y construcción institucional. En el caso de la crisis de la deuda latinoamericana, parece poco cuestionable que el episodio representó un hito en el cambio de formas de proceder en materia de política económica en la región, ya que representó el inicio de una cultura de la estabilidad macroeconómica que, con salvedades, se viene manteniendo en América Latina desde la fecha[14]. En un plano más tangible, una de las derivadas fue la aparición de una nueva generación de políticas económicas internacionales destinadas al alivio de la deuda en países fuertemente endeudados, cuyo principal beneficiario fue el continente africano a partir de la década de 1990[15].

Dada la densidad de relaciones institucionales y políticas que comporta la integración europea, y la Unión Económica y Monetaria (UEM) en particular, en el caso de la crisis europea la herencia será probablemente mucho más sustantiva. En el momento de escribir estas líneas, algunos instrumentos claves para prevenir y aliviar futuros sucesos similares están en marcha o ya se han adoptado. La gobernanza económica de la eurozona, en su día débilmente materializada, se ha visto reforzada en materia de control presupuestario y podría seguir ampliándose en el futuro. Asimismo, el Fondo Europeo de Estabilización Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad representan instrumentos muy necesarios para afrontar con capacidad de financiación posibles episodios similares al actual. Estos dos desarrollos institucionales se han visto acompañados de otros cambios en las prácticas de la política económica, como por ejemplo la propia actuación del Banco Central Europeo en ámbitos que antes de la crisis se le entendía como vedados.

En términos históricos, la integración europea ha evolucionado combinando etapas de cambio institucional lento y gradual con otras de progreso acelerado. Dichas rupturas han tendido a responder a crisis precedentes que habían puesto de manifiesto lo inadecuado del diseño institucional heredado. La crisis «de la silla vacía», por la que Francia abandonó su lugar en las instituciones comunitarias durante 1965 y provocó la paralización del funcionamiento de

14. En sentido estricto, la secuencia hacia la ortodoxia macroeconómica quedó definitivamente confirmada solo tras la llamada crisis del peso mexicano, de 1994, cuyo contagio a América Latina (conocido como «Efecto Tequila») confirmó las lecciones más graves de la crisis de la deuda de los ochenta y ratificó que el giro hacia un modelo de crecimiento de carácter más sostenible basado en el rigor en el control de los desequilibrios macroeconómicos era la única vía para la región.

15. El vínculo entre las conclusiones de la crisis de la deuda de la década de 1980 y la doctrina que subyace a las iniciativas de las organizaciones multilaterales de alivio de la deuda de países de bajas rentas y altamente endeudado puede apreciarse en Boote y Thugge (1997).

la entonces Comunidad Económica Europea, acabó derivando en la lenta pero inexorable sustitución de la regla de la unanimidad por la de la mayoría en las votaciones en el Consejo y la tendencia a la primacía del derecho comunitario. Las crisis industriales de la década de los setenta y de los ochenta alimentaron la agenda liberalizadora que acabó dando lugar al Mercado Interior a partir de 1993. La ruptura real del Sistema Monetario Europeo en 1993 abrió la puerta a nuestra actual UEM en 1999. Dicha UEM, ahora puesta en tela de juicio, debería superar la difícil tesitura actual con un reforzamiento de su diseño en aquellos aspectos que ya en los años noventa se destacaban como insuficientes, los vinculados a las finanzas públicas y a la ausencia de una autoridad económica fuerte a nivel europeo. Aunque la propia historia del Viejo Continente nos recuerda que a veces nos hemos precipitado al abismo por no calcular bien el margen de maniobra existente, cabe confiar en que la actual no sea una de esas ocasiones.

Referencias

Armendaris de Aghion, B. (1990). «International Debt: An Explanation of the Commercial Banks' Lending Behaviour After 1982», *Journal of International Economics*, 28, pp. 173-186.

Boote, A. R. y K. Thugge (1997). «Debt Relief for Low-Income Countries and the HIPC Initiative», IMF Working Paper, n.º WP/97/24.

Clark, J. (1993). «Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 18, n.º 4.

Cline, W. R. (1989). «The Baker Plan: progress, shortcomings, and future», Banco Mundial, Policy Research Working Paper Series, n.º 250.

Cohn, Th. (2009). *Global Political Economy*, Longman.

Devlin, R. y R. Ffrench-Davis (1995). «The Great Latin America Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment», *Revista de Economía Política*, vol. 15, n.º 3, pp. 117-141.

Dornbusch, R. (1987). «Debt Problems and the World Macroeconomy», en J. D. Sachs, ed. *Developing Country Debt and the World Economy*, University of Chicago Press.

Edwards, S. (1988). «The debt crisis and economic adjustment in Latin America», UCLA Working Paper, n.º 531.

Federal Deposit Insurance Corporation (1997). *History of the Eighties: Lessons for the Future. An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s.*

Lee, S. Y. y M. E. Venezia (2000). *A Primer on Brady Bonds*, Salomon Smith Barney.

Oliver, M. J. y H. Pemberton (2004). «Learning and Change in 20th-Century British Economic Policy», *Governance*, vol. 17, n.º 3.

Pattillo, C., H. Poirson y L. Ricci (2002). «External Debt and Growth», IMF Working Paper, n.º WP/02/69.

—, (2004). «What are the Channels Through Which External Debt Affects Growth?», IMF Working Paper, n.º WP/04/15.

Reinhart, C.M. y K. S. Rogoff (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Reinhart, C.M., K. S. Rogoff y M. A. Savastano (2003). «Debt intolerance», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, pp. 1-74.

Sachs, J. y J. Williamson (1986). «Managing the LDC Crisis», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 397-440.

Vásquez, I. (1996). «The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises,» *Cato Journal*, vol. 16, n.º 2, pp. 233-243.

Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Publicaciones

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico: publicacionesestudios@lacaixa.es

INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2011

Disponible solo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. **La economía de Galicia**
2. **La economía de Illes Balears**
3. **La economía de Andalucía**
4. **La economía de la Región de Murcia**
5. **La economía del País Vasco**
6. **La economía de la Comunidad de Madrid**

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. **El tiempo que llega. Once miradas desde España** José Luis García Delgado (editor)

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

18. **Hacia una nueva arquitectura financiera** Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. **Globalización y *decoupling*. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas?** Àlex Ruiz
20. **Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión** Joan Elias
21. **La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó** Marta Noguer
22. **Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?** Pere Miret
23. **Perspectivas de desapalancamiento en España** Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual
24. **Los requisitos de capital de Basilea III y su impacto en el sector bancario** Jordi Gual
25. **Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea** Àlex Ruiz

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

4. **Time to Rethink Merger Policy?** Jordi Gual
5. **Integrating Regulated Network Markets in Europe** Jordi Gual
6. **Should the ECB Target Employment?** Pau Rabanal
7. **Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry** Jordi Gual

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Disponible solo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

01/2010. **The Impact for Spain of the New Banking Regulations Proposed by the Basel Committee** "la Caixa" Research Departament

01/2011. **Crecimiento *versus* progreso** Jordi Gual

02/2011. **Sobrecalentamiento emergente: causas, consecuencias y riesgos** Claudia Canals y Marta Noguer

03/2011. **School Dropout in Europe: Trends and Drivers** Maria Gutiérrez-Domènech

04/2011. **Nuevas regulaciones de capital en banca: una reflexión crítica** Jordi Gual

05/2011. **Offshoring and Intellectual Property Rights Reform** Claudia Canals y Fuat Sener

06/2011. **Turquía: ¿ajuste macroeconómico en año electoral?** Àlex Ruiz

07/2011. **¿Cuánto capital necesita el sistema financiero español?** Maria Pilar Buil y Matthias Bulach

08/2011. **La responsabilidad limitada en los créditos hipotecarios: mitos y realidades** Maria Pilar Buil y Anna Mialet

09/2011. **Tensiones de liquidez y gap comercial: efectos sobre el sistema bancario español** Sandra Jódar-Rosell

10/2011. **La crisis del euro: causas últimas y soluciones duraderas** Jordi Gual

11/2011. **¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?** Jordi Singla

ESTUDIOS ECONÓMICOS

36. **El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción** Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho
37. **Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental** Josep M. Colomer

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- Antonio Ciccone
  ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
  London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
  Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
  Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
  Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
  Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
  ESADE Business School
- Jaume Ventura
  CREI-Universitat Pompeu Fabra

Dirección

- Jordi Gual
  Director Ejecutivo de "la Caixa"

Coordinación de la edición: Edicions 62, S.A.
Peu de la Creu 4
08001 Barcelona
www.grup62.cat

Fotomecánica: Alfa
Diseño: www.cege.es
Impresión: Tallers Gràfics Soler
D.L.: B.7492-2012

0015211785 50

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C051148

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

"la Caixa"