Una estupenda enciclopedia sobre crisis financieras

Posted on 1 de marzo de 2010 by Carlos Pérez de Eulate

«Economics needs history, even more than history needs economics».
CHARLES KINDLEBERGER

No es frecuente encontrar un estudio sistemático de las crisis financieras a lo largo de ocho siglos y en sesenta y seis países. No es frecuente, y con el mismo acierto, hablar de las quiebras de Felipe II y de la última crisis global. No es frecuente unir rigor económico y erudición histórica. A tal fin se ha utilizado un ingente material estadístico. Todo ello con un enfoque claro, transparente, analítico, quizás excesivamente académico para el lector no profesional. No se trata, pues, de un nuevo ejemplar de thriller finance al estilo de *Financial Armageddon* o *The Great Depression Ahead: How to Prosper in the Crash Following the Greatest Boom in History*, por citar dos de los últimos, o de cualquiera de los muchos títulos que salen al mercado todos los años. No cabría esperar esto de un antiguo jefe del departamento de estudios del Fondo Monetario Internacional.

Se trata, sin duda, del libro sobre crisis financieras de mayor impacto desde *Manias, Panics and Crashes* de Charles Kindleberger en 1989. A diferencia de éste, los autores de *This Time is Different* evitan el enfoque cualitativo y a veces excesivamente anecdótico de episodios históricos –no es un libro de historia financiera, sino de análisis financiero– y se concentran en las lecciones que pueden obtenerse de la reiteración de episodios de crisis financieras a lo largo de estos siglos, pero especialmente desde 1800. En concreto, y de un modo sistemático, se examinan las suspensiones de pagos de deuda externa, las suspensiones de pagos de deuda doméstica, las crisis bancarias, las hiperinflaciones y las devaluaciones y crisis de cambios. En definitiva, crisis financieras en todas sus modalidades.

Repetimos: es impresionante el cúmulo de datos y la formalización de los mismos de modo sistemático y pedagógico. Naturalmente, también este enfoque tiene sus desventajas. Frente al estilo florido de Kindleberger, el lenguaje es algo árido, escueto, y solamente se suelta en los capítulos dedicados a la actual crisis global, que los autores denominan «La segunda gran contracción». En cualquier caso, estamos ante el mejor análisis sobre crisis financieras de las últimas décadas y, sin duda, hará historia en la literatura sobre el tema.

¿Cuál es el principal mensaje del libro? Algo bien sencillo pero frecuentemente olvidado: la crisis actual no es esencialmente diferente a otras anteriores, aunque su dimensión y profundidad sólo admita comparación con la del 29. El título, como los propios autores señalan, es voluntariamente irónico y se refiere precisamente a la irrefrenable propensión a repetir viejos errores bajo el argumento de que esta vez, sí, la situación es diferente. La ocurrencia periódica de crisis financieras es un fenómeno, por lo tanto, difícil de evitar y para el que todavía ni los economistas ni los políticos han logrado dar con la receta adecuada. El olvido de las lecciones del pasado y la tendencia del público y de los agentes financieros a repetir conductas irresponsables es enorme. En este sentido, la oportunidad del libro es inmejorable. Llevamos casi diez años, desde la crisis asiática de 1998, con ramificaciones en otros países, sin experimentar una crisis mayor. La de Argentina en 2001-2002 tuvo un impacto local o, todo lo más, regional. Un período relativamente largo, más bien inusualmente largo, que no tiene precedentes, a excepción de los años posteriores al final de la Segunda Guerra Mundial hasta la crisis de 1973. Así pues, un libro como este es inestimable para no perder el norte en esta época de excesos y burbujas financieras.

Podrían comentarse infinidad de temas sugeridos por estas páginas, pero, simplemente, para despertar el apetito del lector, me limitaré a tres que me suscitan algunas reflexiones particulares. Por un lado, el tema de la inexistencia de un modelo válido de predicción de crisis financieras. De otro, la interrelación entre los diferentes aspectos que presenta una crisis y que en el libro se tratan por separado. Por último, el enorme número de países con problemas no ya de liquidez, sino de solvencia, esto es, inviables financieramente. Detengámonos brevemente con algún detalle en cada uno de ellos.

En primer lugar, la ausencia no ya de un modelo, sino ni siquiera de indicadores fiables o señales adelantadas de posibles crisis financieras. Esto enlaza con el bien apuntado tema de cuál es el nivel de intolerancia del mercado al endeudamiento máximo de un país. En todas las crisis financieras subyace un endeudamiento excesivo, bien coyuntural, bien estructural. De ahí las crisis de liquidez y las crisis de solvencia. El sistema financiero es intrínsecamente inestable y tendente al desequilibrio. De ahí también que las suspensiones de pagos sean repetitivas, seriales diríamos, y que salir de las mismas sea largo, costoso y que nunca esté garantizado del todo. Nosotros en España sabemos algo de esto, pues de los países occidentales, detentamos el récord, con veinte suspensiones de pagos, desde la primera con Felipe II nada más heredar el trono. Por cierto, Reinhart y Rogoff omiten la de 1653, documentada, entre otros autores, por John H. Elliot en su clásico *Imperial Spain: 1469-1716*.

Pero lo que el libro subraya, y en lo que estamos plenamente de acuerdo, es que no existe un nivel de endeudamiento estándar por debajo del cual se está a salvo de una crisis o, por el contrario, por encima al borde de la suspensión de pagos. Porque, en última instancia, ésta

depende en cierto grado, variable naturalmente según las circunstancias, del nivel de endeudamiento y de la voluntad de pago del país en cuestión. Es decir, en un buen número de casos, en los *defaults* hay una voluntad de no pagar, de renegociar con ventaja en un contexto, eso sí, de dificultades financieras. Por tanto, el nivel de confianza o desconfianza de los mercados es una variable, un factor clave en las crisis, y depende en buena medida del contexto institucional del deudor, de su grado de desarrollo, de su política fiscal, de su acceso al mercado internacional y de otras variables difícilmente cuantificables. De ahí que el intento de modelizar y, por tanto, de predecir el riesgo de *default* de un país, y *a fortiori* las políticas que impidan esa debacle, por ahora, no han conducido a ningún resultado relevante. El factor político, la apreciación del mercado, en sentido amplio, no sólo de los tomadores de deuda, es decisivo. Pues la clave es la capacidad de refinanciación de cierto nivel de deuda a tipos de interés razonables, que depende no sólo del nivel de aquélla y de las expectativas de generación de *cash flow*, sino de la credibilidad que da el mercado en un momento determinado, influyendo así en el coste. Incluso la profundidad de la crisis también escapa a las expectativas racionales de los analistas. Las crisis pueden tomar un sesgo imprevisto y ser mucho más duraderas y contagiosas que anteriores de la misma dimensión relativa y de la misma tipología.

En segundo lugar, la interrelación de los diferentes aspectos de las crisis financieras. En este sentido, el libro que comentamos establece, con ánimo metodológico y quizá pedagógico, una distinción entre diversos episodios críticos: suspensión de pagos de la deuda externa, suspensión de pagos de la deuda interna o doméstica, crisis bancarias, episodios de hiperinflación y crisis de tipo de cambio. En realidad, todas ellas están interrelacionadas. La diferencia estriba en si el país mantiene un tipo de cambio fijo o flexible. Ninguno es la panacea. La única medicina segura frente a las crisis financieras –con un coste, dicho sea de paso, muy alto en términos de bienestar para el ciudadano común– es la aplicación sostenida de políticas económicas ortodoxas. Esto es lo difícil.

Si el tipo de cambio es fijo, el país evitará, en tanto no devalúe, la crisis cambiaria, pero a costa del *default* externo y, seguramente, también doméstico. La devaluación será la consecuencia de un episodio inflacionario que a su vez podrá recalentar el alza de precios y la pérdida de valor de la moneda local. Si la banca local estuviera endeudada en divisas fuertes o con pasivos indiciados, se seguirá una crisis bancaria ineludible de mayor o menor amplitud.

En el caso de tipos de cambio variables o regímenes flotantes, ocurre lo mismo, pero en diferente sucesión. Aquí, ante un problema de exceso de endeudamiento o insuficiencia de recursos impositivos, al inflacionar o monetizar pasivos en moneda local, se provoca una pérdida de valor de los mismos frente a los pasivos externos y, en consecuencia, un *default*

de la deuda en divisas del país, evitando el *default* doméstico (formalmente, ya que esto arruina a los rentistas y, en general, a los tenedores de activos en moneda local). Como corolario se produce una crisis cambiaria y, con gran probabilidad, una crisis bancaria.

El análisis histórico de Reinhart y Rogoff no es tan simple como para compartimentar los episodios aquí señalados: es más una forma de presentación, teniendo en cuenta que el mundo ha estado bajo alguna modalidad de tipo de cambio fijo, como el patrón oro, hasta la Primera Guerra Mundial. En este sentido, uno de los puntos más interesantes del libro, que tiene muchos, es el análisis de los episodios de *default* domésticos, es decir, las suspensiones de pagos de pasivos en moneda local y su relación con los *defaults* externos. El caso de Argentina en 2001 es paradigmático. El «corralito» no fue más que un *default* doméstico, tanto de los pasivos a la vista (cuentas en dólares o en pesos a tipo de cambio fijo: un peso, un dólar) como de la deuda a plazo. Y, en efecto, el *default* doméstico, tanto vía inflacionaria como vía suspensión de pagos de la deuda en moneda local o la pérdida de valor por devaluación brusca, es más frecuente de lo que parece y antecede a la suspensión de deuda de no residentes e, incluso, sustituye a aquélla en muchos casos. Pero, como queda dicho en el punto anterior, no hay una regla fija, y hay países que prefieren lo contrario, el *default* sobre acreedores externos antes que sobre residentes. Aunque es difícil que estos últimos escapen intactos. Ningún *default* es gratuito y tiene serias consecuencias para el deudor: cierre temporal de los mercados financieros, caída de la inversión directa exterior, salida de capitales, etc. En último término, es difícil evitar un episodio inflacionario de mayor o menor gravedad.

Por último, debe destacarse un hecho poco subrayado por la literatura sobre crisis financieras. Se trata del enorme número de países que financieramente son insolventes en sentido estructural, es decir, países que no pueden acceder, vía mercado de capitales, al ahorro internacional para elevar su nivel de vida. Incluso con endeudamiento más o menos concesional (es decir, a tipos de interés inferiores a los de mercado, tipos subvencionados por los gobiernos de los países donantes), tampoco evitan las suspensiones repetitivas. Este hecho es más pronunciado a partir de la Segunda Guerra Mundial, aunque el caso latinoamericano en el siglo XIX proporciona también un buen ejemplo. Conectado con el mismo está el tema de la graduación o salida de la cadena de suspensiones de pagos externas o *serial defaults*: esto es, en qué momento un país deja de ser insolvente de manera crónica. Solamente grados de crecimiento sostenidos y a largo plazo permiten salir de esta «trampa de la deuda». Es el problema de los países pobres y de los países emergentes, muy endeudados hoy día. El número de suspensiones de pagos desde la independencia de estos países en los años sesenta es enorme, pero tiene un impacto relativo en el caso de los emergentes y nulo en el caso de los países pobres. En estos últimos, las crisis de pago no

afectan a los mercados financieros al tratarse de deuda pública o privada garantizada por los Estados acreedores. Sólo el caso de los emergentes, es decir, aquellos con acceso a los mercados financieros internacionales, provocan crisis, que vía contagio pueden afectar al sistema global. Las crisis serían aún más numerosas si no fuera por la transferencia masiva de recursos, vía renegociación (lo que en la jerga se denomina «consolidación») a largo plazo y condonación de deuda pública y privada, que los acreedores han realizado estos últimos años, especialmente desde mediados de los noventa.

Una crítica suave que podría hacerse al libro de Reinhart y Rogoff es que, entre los sesenta y seis países para los que se cuentan con datos, hay pocos emergentes y apenas países pobres, por lo que la incidencia de *serial defaults*, aun siendo alta, resulta infravalorada. En realidad es altísima. El Club de París ha firmado más de cuatrocientos acuerdos desde 1956 con unos ochenta y cinco países deudores; el Club de Londres (deudas bancarias privadas), algo menos y con menos países, lógicamente: sólo aquellos con sobreendeudamiento bancario, pero su número no es despreciable. Recientemente ha reaparecido, debido a la expansión de los mercados de capitales internacionales, el caso de países con *defaults* selectivos sobre emisiones de bonos, que era el caso más frecuente antes de la Primera Guerra Mundial. Por lo tanto, una buena proporción de países bien tienen dificultades financieras serias, bien son, sencillamente, insolventes e inviables financieramente. Esto implica que el mundo ha cambiado menos de lo que parece desde el siglo XIX. Evidentemente, el núcleo central de países solventes se ha incrementado, esto es, algunos han traspasado el umbral de graduación en cuanto a defaults externos, pero la gran mayoría permanece en niveles bien de vulnerabilidad alta, bien de insolvencia absoluta. De ahí el riesgo de *shocks* externos y de crisis locales, que pueden contagiar rápidamente a otros escalones crediticios a nivel global.

El sistema financiero ha sido, históricamente, siempre inestable y, a pesar de los avances en integración y cooperación, lo sigue siendo. Lo que ha disminuido son las suspensiones de pagos de soberanos frente a soberanos, esto es, el crédito que se renegocia en el Club de París, pero no sólo por una mejoría de la situación financiera global, que la ha habido, sino además por dos factores: primero, el ya mencionado de la transferencia masiva de ayuda (condonaciones de deuda) a países muy endeudados; segundo, el aumento del crédito privado, fundamentalmente vía emisiones, frente al tradicional del crédito público ligado a transacciones comerciales. Todo ello, repetimos, no elimina, al contrario, aumenta el riesgo de *defaults* selectivos frente a acreedores privados (banca y bonistas), al disminuir el papel estabilizador de las instituciones financieras públicas internacionales, lo que llevará a un incremento de la inestabilidad financiera global. Frente a esta inestabilidad creciente, los países acumulan reservas como autoseguro, no fiándose del organismo creado para salir en

auxilio en estas situaciones: el Fondo Monetario Internacional. Todo ello incrementa a su vez los desequilibrios globales y reaviva las tensiones.

Como puede apreciarse, no hemos mencionado expresamente los capítulos dedicados a la crisis actual. En parte, porque conviene dejar algún aspecto al descubrimiento personal, y este tema, sin duda, está entre los más atractivos por su actualidad. Además, quién sabe si, «La segunda gran contracción», todavía en curso y muy especialmente en nuestro país, precise de una revisión, una reevaluación final, cuando por fin la veamos a nuestras espaldas. Ojalá sea este el objetivo de un nuevo libro de Reinhart y Rogoff, que esperamos tan interesante y bien documentado como *This Time is Different*.

Autor: Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff

Edicion: Princeton University Press, Princeton y Oxford

Titulo: THIS TIME IS DIFFERENT. EIGHT CENTURIES OF FINANCIAL FOLLY