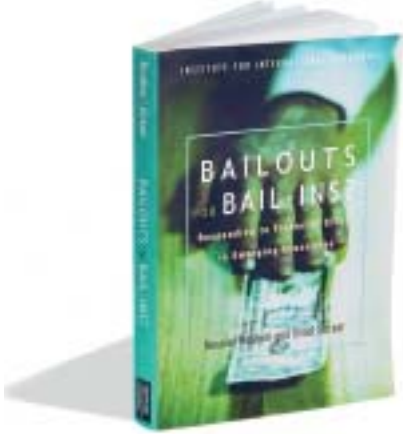


Análisis realista de las crisis financieras



Nouriel Roubini y Brad Setser

Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies

Institute for International Economics, 2004,
427 págs., US\$28,95 (tela).

La lectura de este libro debería ser obligatoria para cualquiera que se ocupe de la economía de los países de mercados emergentes y su deuda. Los autores se las ingenian para ofrecernos una perspectiva teórica y política de las crisis financieras acaecidas durante la pasada década. A través de un análisis omnímodo, que abarca desde los orígenes de cada crisis hasta las medidas oficiales adoptadas por la comunidad oficial frente a tales crisis, nos ayudan a extraer las lecciones aprendidas. Se muestran meticulosos a la hora de deshacer los mitos vigentes y exponer las diferencias, sobre todo en el seno del Grupo de los Siete (G-7) países industriales, que sirven para explicar las soluciones a medias alcanzadas al gestionar cada crisis. El texto podría haber sido algo más escueto y menos repetitivo, pero ello representa la única pega. Si la comunidad internacional desea fijar mejor el actual debate en relación con el papel del FMI en los países de mercados emergentes, haría bien en estudiar este libro atentamente.

Los autores acreditan un profundo conocimiento del tema. Conocen el FMI y la dinámica de las crisis, incluidos los diversos orígenes sectoriales de las más recientes y la naturaleza “autoagravante” de las fuerzas liberadas al producir las primeras perturbaciones, y

aprueban implícitamente las numerosas iniciativas emprendidas para fortalecer la arquitectura del sistema financiero internacional, como el desarrollo de normas en materia de datos, el aumento de la transparencia y las evaluaciones del sector financiero. No obstante, culpan a la comunidad internacional de haber fracasado en su intento de definir con más precisión el futuro papel del FMI en cuanto al financiamiento de los países de mercados emergentes.

Esta parte del debate se refiere al núcleo de las políticas relativas al papel de los acreedores privados y a la política de acceso a los recursos financieros del FMI. Los autores los recogen con gran acierto y muestran la complejidad de los temas (por ejemplo, el carácter privilegiado de los créditos) y las diferencias de puntos de vista sin reconciliar en relación con el financiamiento oficial y el riesgo moral.

Una respuesta a tales debates consistió en avanzar en pos de la aplicación de los límites de acceso a los recursos del FMI, una política cuya respuesta mayoritaria, como demuestran los casos de Turquía, Argentina y Brasil, fue el incumplimiento. Los autores instan a que se aplique una mejor estrategia, que defina con más claridad la posibilidad de que el FMI otorgue un financiamiento cuantioso, aun en los casos de reestructuraciones coercitivas. Como ellos mismos expresan: “el principal problema del marco actual no es el trecho que separa el dicho del hecho o que el objetivo planteado con respecto a los límites resulte poco realista aun como meta a largo plazo. Se trata, más bien, de que el marco político actual ha impedido que se entable un debate serio sobre el uso óptimo de la capacidad del FMI de ofrecer un financiamiento de emergencia cuantioso a una serie de economías emergentes. Aducir que en el futuro no se producirá un aumento sustancial de la liquidez permite que los custodios del orden financiero mundial eviten definir las circunstancias en las que tal aportación de liquidez constituye la política correcta y en cuáles es incorrecta.”

En relación con dicho tema es fundamental garantizar una renegociación de la deuda razonable y metódica cuando

sea necesario. Los autores presentan un exhaustivo análisis de las propuestas relativas a la creación de un mecanismo de reestructuración de la deuda soberana, el fomento del uso de las cláusulas de acción colectiva en bonos soberanos y el desarrollo de un código de conducta para prestatarios y sus inversionistas. Concluyen afirmando que, en tanto un cambio contractual o legal podría contribuir a abordar el problema de la pertinencia y las amenazas de litigio, los cambios que se están llevando a cabo no son adecuados para responder a la plétora de dificultades a las que se enfrenta un soberano que necesita reestructurar sus deudas. Lo más urgente, afirman —refiriéndose a Argentina—, para el FMI, contando con el respaldo del G-7, consiste en desarrollar cuanto antes la voluntad de ayudar a un país en su reestructuración. El FMI debería ofrecer dinero de verdad y una orientación asimismo verdadera en un esfuerzo real por evitar la perpetuación del incumplimiento”. Al margen del dinero de verdad, la historia reciente se ha opuesto, por desgracia, a este sabio consejo.

Pese a la profundidad de sus análisis, el libro no ofrece la panacea para futuras crisis. En lugar de ello, los autores exigen un mayor equilibrio entre los extremos de los grandes paquetes financieros y el acceso limitado al financiamiento oficial, entre financiamiento y moratoria, y entre la ausencia de esfuerzos encaminados a involucrar al sector privado y las reestructuraciones de deuda coercitivas. En cierta medida, se trata de una conclusión desalentadora. Sin embargo, los autores nos ayudan a lograr dicho equilibrio ilusorio profundizando en nuestra comprensión de las crisis y los intentos de gestionarlas. Por valioso que ello resulte, no obstante, la incertidumbre con respecto al modo de proceder y la absoluta ignorancia de los hechos que, sin lugar a dudas, caracterizarán las crisis futuras, abogan por que se extreme el cuidado a la hora de evaluar los riesgos que aún amenazan la gestión de tales circunstancias.

Jack Boorman

Asesor de la gerencia del FMI y ex Director del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas

Búsqueda de la perfección en el Banco Central Europeo



Tommaso Padoa-Schioppa

The Euro and Its Central Bank Getting United After the Union

MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2004,
264 págs., US\$40,00 (tela).

Este libro, de excepcional riqueza, engloba la historia de la integración europea, la génesis del euro y su banco central, así como el funcionamiento del Eurosistema (el sistema de bancos centrales que incluye el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los Estados miembros que han adoptado el euro). El Eurosistema ocupa un lugar central en el análisis, pero no en un sentido restrictivo. El autor, banquero central cuya participación en el proceso de unificación monetaria europea se remonta a 1979, insiste en la importancia del entorno económico y político, lo que en el caso del Eurosistema comprende doce entidades nacionales distintas y una organización supranacional.

Tal complejidad sitúa al Eurosistema al margen de otros bancos centrales, incluido el de Estados Unidos. Aunque la economía estadounidense es similar en magnitud a la de la zona del euro, el BCE debe enfrentarse al hecho de que las economías para las que establece una política monetaria siguen estando fundamentalmente orientadas al ámbito nacional. Para complicar aún más la situación, muchos de tales mercados se están quedando rezagados en cuanto a la competitividad. Ello es válido, en particular, para el mercado laboral de la zona del euro, que sigue estando dividido en doce entidades políticas y socia-

les diferenciadas. No obstante, según TPS (como le llaman sus amigos), es posible diseñar una política monetaria que responda a las necesidades de una zona tan heterogénea: de hecho, considera que el BCE ha realizado una labor casi perfecta hasta la fecha. Concede más importancia a un segundo problema, que constituye el leitmotiv de su libro: un banco central no debería limitarse a aplicar la política monetaria, sino que debería encargarse asimismo de supervisar el sistema financiero, lo que incluye, en particular, el sistema de pagos. Únicamente en tal caso se le podría considerar un banco central "perfecto".

Pero dado que el BCE no se ocupa de supervisar los sistemas de pagos (entre los que sobreviven algunos nacionales), dista mucho del concepto de perfección. La razón subyacente es que la integración europea sigue siendo incompleta. El Eurosistema comprende doce orgullosos bancos nacionales, la suma de cuyas plantillas sobrepasa con creces la del BCE. Aunque desde fuera, lógicamente,

Dado que el BCE no se ocupa de supervisar los sistemas de pagos, dista mucho del concepto de perfección.

se concentra la atención en las decisiones tomadas por el BCE en su sede de Frankfurt, Alemania, la mayoría de las decisiones las toman los gobernadores de los bancos centrales nacionales, cuyas sedes físicas y políticas se encuentran en las capitales nacionales.

Para quienes ya estén familiarizados con la UE y el euro, lo más interesante del libro figura en el capítulo final, que describe los cinco desafíos principales en el camino de "la infancia a la madurez". No obstante, el análisis deja al lector algo defraudado. Tras señalar todos los problemas relacionados con el sistema

actual, TPS concluye que hay poco que el BCE pueda hacer para alterar las circunstancias actuales. Cabe ilustrar esto último a través de la referencia a dos cuestiones: la debilidad crónica del crecimiento de la zona del euro y la falta de unión política. La primera no es un problema único de Europa. A lo largo de la última década, Japón se ha enfrentado a un problema de crecimiento aún mayor. Si bien es cierto que el BCE puede hacer poco para influir en las perspectivas de crecimiento europeas, el ejemplo de Japón demuestra asimismo que unas políticas erróneas pueden hacer un daño considerable. La conclusión habría resultado mucho más convincente si TPS hubiera demostrado que el BCE podrá evitar los escollos japoneses.

Ningún análisis sobre el euro puede abstenerse de mencionar la falta de unión política. La descripción de TPS es, como de costumbre, elegante: Europa es un "sistema político en gestación". Pero, ¿representa la falta de unión política únicamente un "desafío"? ¿No es posible que constituya asimismo una oportunidad para avanzar hacia un banco central más "perfecto"? La coexistencia de numerosos sistemas políticos en Europa presenta la ventaja de restar posibilidades a que los errores o las tendencias de índole política determinen la política económica. En un sistema político nacional, un partido (en ocasiones incluso una sola persona) puede cometer un error o convertirse en adepto a una moda. TPS defiende el método ecléctico empleado por el Eurosistema mediante el argumento hayekiano de que no se puede estar del todo seguro de qué modelo es el mejor. No obstante, tal argumento implica que la dispersión de la toma de decisiones en multitud de centros, unida a una fuerte dosis de competencia política, podrían constituir, en realidad, una ventaja. La falta de unión política podría, así, fortalecer a largo plazo la economía de la zona del euro (y el propio euro) y hacerla más estable de lo que muchos esperan en la actualidad.

Daniel Gros

Director, Centro de Estudios
Políticos Europeos (CEPS)
Bruselas, Bélgica