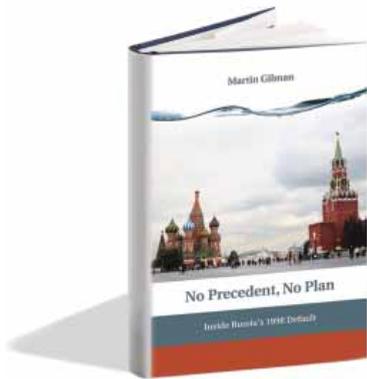


La crisis de Rusia en retrospectiva



Martin Gilman

No Precedent, No Plan

Inside Russia's 1998 Default

MIT Press, Cambridge, 2010, 416 págs.,
US\$29,95 (tela).

La crisis financiera mundial ha reavivado el interés en crisis anteriores, así que el libro de Martin Gilman, hasta la fecha el análisis más sustancial sobre el derrumbe financiero ruso de agosto de 1998, resulta oportuno. Gilman fue Representante Residente Principal del FMI en Moscú en 1996 y ha vivido allí durante casi todos estos años. En este libro brinda una excelente descripción de las políticas nacionales, la labor del FMI y la evolución de la crisis, gracias a su conocimiento de los actores, de Rusia y de la literatura sobre el tema.

El impacto de la impresionante crisis financiera rusa fue triple: impago de las letras del Tesoro nacional, fuerte devaluación del rublo y tres meses de moratoria para los pagos a acreedores externos de los bancos. Abundaban los temores a una hiperinflación y al fin del experimento del país con la economía de mercado. La crisis marcó un punto de inflexión, para mejor. Notablemente, el PIB cayó solo 5,3% en 1998 y creció a un promedio anual de 7% durante la década siguiente. La mayor parte de la deuda interna pudo ser cancelada nominalmente.

El libro es un relato cronológico-temático de la gestión, el clímax y el desenlace de la crisis financiera. Gilman atrapa al lector con un estilo

fácil, desprovisto de tecnicismos innecesarios, presentando abiertamente sus propias ideas. El autor se inclina por los reformistas rusos y la gestión de Michel Camdessus y Stanley Fischer en el FMI y no simpatiza en absoluto con los directores rojos, los comunistas, los nacionalistas, los oligarcas o Joseph Stiglitz. Sus numerosas observaciones personales son a la vez elocuentes y reveladoras.

El problema por el lado del gobierno era que no había nadie claramente a cargo, dadas la situación deplorable de las instituciones rusas, la gravedad de las dificultades económicas y la debilidad del Estado tras el colapso de la Unión Soviética. Gilman cita muchos ejemplos que ilustran la falta de coordinación de las políticas y de un flujo de información vital. Es increíble constatar que el ministro de Hacienda y el presidente del banco central no se hablaban durante la crisis financiera, y que muchas decisiones fueron tomadas por personas que no ocupaban cargos públicos.

Gilman describe muy bien cómo trabaja el FMI, que si bien gozaba de excelente acceso a las autoridades rusas, su personal a menudo ignoraba lo que en verdad estaba ocurriendo. Los lectores ajenos a la institución verán con inusual claridad en qué podía influir el FMI y en qué no y comprenderán las limitaciones de su poder. El autor recalca acertadamente que el papel principal del FMI fue el de promover una adecuada discusión de las políticas y, analizando políticas concretas, critica a la institución por haberse opuesto a los tributos a la exportación, a los impuestos de tasa fija sobre la renta y al fondo de estabilización. Esa evaluación me parece correcta: el FMI actúa con celeridad y sensatez, pero su análisis de las políticas es inteligente y decoroso, no excepcional.

A Gilman le complace desacreditar tres mitos. Contrariamente a las falsas afirmaciones ampliamente difundidas por los medios, nadie robó los US\$4.800 millones desembolsados por el FMI en julio de 1998. Tampoco

hubo evidencias de que el Bank of New York hubiese lavado miles de millones de dólares para la mafia rusa y, tras publicar sucesivos titulares en portada, el *New York Times* dio marcha atrás en sus acusaciones de lavado de dinero y solapadamente relegó su repudio contra su fuente principal en el caso a un extenso artículo enterrado en la sección de negocios. Por último, pese a las infundadas imputaciones provenientes especialmente del economista Joseph Stiglitz, la fuga de capitales no se debió a la liberalización de las operaciones de la cuenta de capital impuesta por el programa del FMI, ya que Rusia no la implementó hasta 2006 —ocho años después—, cuando ya no pudo controlar los flujos de capital.

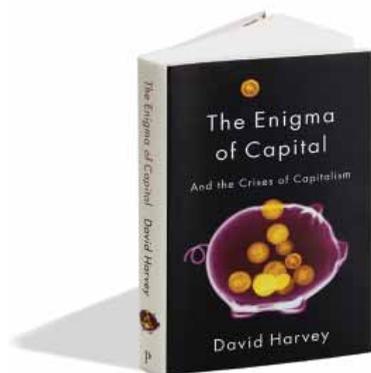
Curiosamente, el autor se abstiene de extraer todas las conclusiones posibles de la crisis de 1998, que en retrospectiva resultó ser tan exitosa. Recalca que la falta de financiamiento impuso disciplina fiscal, promovió una profunda reforma impositiva y llevó a la concreción de diversas reformas estructurales, pero no reconoce que esa crisis temprana le permitió a Rusia preservar US\$10.000 millones de reservas o que la cesación de pagos hizo posible cancelar nominalmente unos US\$60.000 millones en letras del Tesoro. La crisis sirvió de terapia de choque para Rusia, aunque también promovió el gobierno autoritario de Vladimir Putin.

Gilman califica la crisis de 1998 como “una lección de humildad para el FMI”; sin embargo, el FMI brindó a Rusia asesoramiento macroeconómico razonable y abundante financiamiento para resolver sus dificultades en julio de 1998, pero, ante la negativa del parlamento ruso a dictar las leyes necesarias, cumplió con su amenaza de interrumpir la asistencia financiera. Se desencadenó entonces la crisis, y las autoridades, libradas a su suerte, hicieron lo que había propuesto el FMI y lograron resolverla con éxito. Tras las recientes locuras financieras de Occidente, seguramente habrá más tolerancia para esos fracasos iniciales de Rusia, que desde entonces ha aprendido bien la lección.

Anders Åslund

Investigador Principal del Instituto Peterson de Economía Internacional

Misterios del dinero



David Harvey

The Enigma of Capital

Profile Books, Londres, 2010, 256 págs.,
US\$24,95 (tela).

Las causas de la crisis financiera mundial han dado lugar a muchas teorías. Mientras que la mayoría se concentra en uno u otro factor, como los desequilibrios mundiales, las tasas de política monetaria excesivamente bajas o la deficiente regulación financiera, en *The Enigma of Capital* David Harvey ofrece una explicación más amplia. Para Harvey, que analiza la crisis principalmente a través del prisma marxista, la causa fundamental es la lucha de clases entre el capital y el trabajo por la distribución de la torta económica.

Según el relato de Harvey, en los países industrializados la sostenida acumulación de capital y la consolidación del poder económico de los capitalistas se mantuvieron contenidas durante los años sesenta por una escasez de mano de obra. La inmigración, las nuevas tecnologías de ahorro de mano de obra y la tercerización a países como China significaron un cambio gradual en el poder de negociación entre el capital y la fuerza laboral.

Para cuando llegaron Reagan y Thatcher, los trabajadores estaban políticamente sometidos y su salario real ya no seguía el ritmo del aumento de la productividad. Pero para que el capital pudiera vender sus mercancías, los trabajadores necesitaban tener ingresos suficientes (el número de yates que un

multimillonario puede comprar no es ilimitado). ¿Cómo podía sostenerse la demanda ante una participación decreciente del trabajo en los ingresos? ¡Otorgando crédito fácil! Se genera así tanto una demanda efectiva de bienes como, mediante el pago de intereses, otra fuente de ingresos para el capital. Eso, según Harvey, es exactamente lo que ocurrió.

En Estados Unidos, por ejemplo, la participación de los sueldos y salarios cayó de alrededor del 53% del PIB en los años sesenta a menos del 50% en los ochenta, y para 2005 oscilaba en torno al 45%; mientras tanto, la proporción del servicio de la deuda de los consumidores respecto del ingreso disponible creció de alrededor del 10% en 1980 a más del 13,5% para 2005. Finalmente, el castillo de naipes se derrumbó: sin un aumento real del ingreso, los trabajadores no podían cancelar sus crecientes deudas y se produjo una crisis financiera.

¿Cuán verosímil es este relato? Para empezar, hay hechos en gran medida indiscutibles: al menos en Estados Unidos y el Reino Unido, la desigualdad del ingreso ha empeorado en los últimos 25 años; hubo un auge del crédito para consumo (especialmente hipotecario), y acaba de producirse el peor derrumbe financiero desde la Gran Depresión. (Como señala Harvey, antes del *crash* de 1929 se observaron tendencias similares de aumento de la desigualdad y del endeudamiento de los hogares).

Harvey no es el único en advertir esas tendencias: en *Fault Lines*, Raghuram Rajan narra una historia similar, aunque basada en la prima por educación superior más que en la lucha de clases. Rajan hace hincapié en la divisorio de 90–10 del poder adquisitivo: entre 1975 y 2005, el salario de las personas ubicadas en el percentil 90 de la distribución del ingreso aumentó 65% más que el correspondiente al percentil 10 más bajo. Respecto a los segundos (en su mayoría trabajadores sin título universitario en una economía cada vez más basada en las aptitudes),

la solución políticamente más conveniente era otorgar crédito fácil, especialmente a través de Fannie Mae y Freddie Mac, lo que puso la propiedad inmueble al alcance de quienes en realidad no podían pagarla. En todo lo demás, las explicaciones de Harvey y de Rajan son más o menos las mismas: la burbuja estalla cuando el auge del consumo financiado con

Harvey analiza la crisis principalmente a través del prisma marxista.

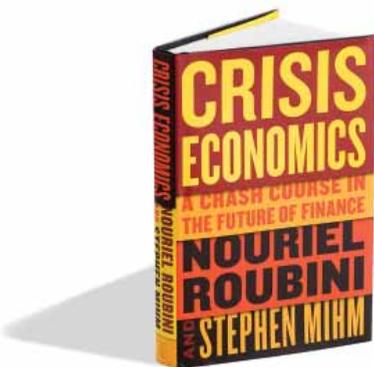
deuda se vuelve insostenible.

¿Ha resuelto Harvey el misterio de la crisis financiera? No exactamente. En *The Enigma of Capital* se narra una historia verosímil, pero no se ahonda en los detalles, algo que los economistas encontrarán frustrante. El libro aborda muchas ideas importantes e interesantes, pero ninguna en grado suficiente de detalle como para generar hipótesis contrastables. Por ejemplo, ¿en qué momento la menor participación del trabajo en el ingreso se convierte en una limitación crítica de la capacidad del capital para vender bienes? ¿Exige la teoría que el salario real efectivamente baje, o simplemente que no siga el ritmo del aumento de la productividad y el PIB real? La creciente demanda de los trabajadores chinos, cuyo salario real aumenta, ¿no contribuye a compensar la menor demanda de los trabajadores estadounidenses cuyos empleos se están trasladando al extranjero? Harvey no articula sus ideas con suficiente precisión. Afortunadamente, otros ya están modelando esta teoría con el rigor analítico que suelen exigir los economistas. Mientras tanto, Harvey ha escrito un libro que invita a la reflexión y representa una contribución importante a la literatura sobre el inexplicable derrotero hacia la crisis.

¿Me convence la teoría de Harvey sobre la causa de la crisis financiera mundial? Aún no. ¿Compraría su libro? Definitivamente.

Atish Rex Ghosh
Jefe de División, Departamento de
Estudios del FMI

El hombre que la vio venir



Nouriel Roubini y Stephen Mihm

Crisis Economics

A Crash Course in the Future of Finance

Penguin Group (USA) Incorporated, Nueva York, 2010, 368 págs., US\$27,95 (tela).

Nouriel Roubini, uno de los autores de *Crisis Economics* es conocido como el hombre que vio venir la crisis financiera mundial. El libro describe cómo se fue gestando esa visión. Cada crisis es diferente, pero la tesis principal del libro se concentra en los factores comunes decisivos que las hacen probables y predecibles. El mensaje es que el capitalismo y las crisis son una combinación natural. La “destrucción creativa” —el mecanismo por el cual la innovación tecnológica impulsa el crecimiento económico— provoca crisis necesariamente. Lo que el libro aconseja es una destrucción creativa controlada, a partir de la comprensión y la gestión de las crisis. Se lleva al lector por un recorrido de los grandes pensadores que han escrito sobre los ciclos económicos y las debacles financieras: J. S. Mill, Jevons, Marx, Schumpeter, Keynes, Fisher y Minsky. Aunque no sorprenderán a los estudiosos, el lector común encontrará ecos contemporáneos en la decimonónica descripción del economista J. S. Mill de un auge y caída del crédito.

El libro tiene el ritmo y el brío de una novela de suspenso. La narración está plagada de pistas y referencias contextuales, y hay muchos villanos (como Alan Greenspan) pero pocos héroes. Roubini podría ubicarse entre estos

últimos, si bien hay otros no tan conocidos; pero en una fiesta estudiantil nadie escucha a quien advierte sobre los peligros de abusar del alcohol. El libro introduce al lector en el desconcertante mundo de la ingeniería financiera. En el caso de la titulización, describe el modelo de “originar y distribuir” y explica el funcionamiento de las obligaciones de deuda garantizadas (CDO, por sus siglas en inglés), CDO al cuadrado y CDO al cubo. También aborda temas como las gratificaciones pagadas a los banqueros, la asunción de riesgos, el riesgo moral, la desregulación, el sobreapalancamiento, el ahorro mundial, el crédito fácil y el crecimiento del sistema bancario paralelo. El capítulo 4 describe cómo ese cóctel desencadenó la crisis de las hipotecas de alto riesgo y no solo el colapso de dos bancos de inversión, sino también la amenaza de quiebra de Fannie Mae, Freddie Mac y AIG, socavando de ese modo la solvencia de Estados Unidos.

El libro muestra cómo la infección del sistema financiero estadounidense se transformó en una epidemia mundial, descalificando el mito del desacople. Sin embargo, aunque el mundo estuvo a punto de repetir la experiencia de la Gran Depresión, se habían aprendido las lecciones y los grandes bancos centrales aplicaron políticas innovadoras y radicales para impedirlo. Los autores analizan esas políticas, pero se preguntan si la cura simplemente está demorando el estallido de la próxima crisis. En su intervención, las autoridades no distinguieron entre lo bueno, lo malo y lo feo, lo que plantea la inevitabilidad de la próxima caída.

En los capítulos posteriores referidos a las medidas de política económica, los autores sostienen que la filosofía vigente antes de la crisis era que “el mercado nunca se equivoca”. Pero no es eso lo que se enseña en los cursos de economía. Las fallas del mercado debido a la incertidumbre, la información asimétrica y el riesgo moral son temas habituales en los programas académicos. Ignorar lo que se enseña en ellos no es una crisis de las ciencias económicas, pero puede serlo para los economis-

tas, que tardaron en dar la alarma. Se examinan varias propuestas prácticas, que van desde la estructura de las gratificaciones para los banqueros hasta la inclusión en ellas de los activos tóxicos diseñados por los ingenieros financieros de Wall Street. Otras propuestas son el “provisionamiento dinámico” (elevar los requisitos de capital durante un auge para cubrir las pérdidas inevitables en una caída), reglas más estrictas de gestión de la liquidez, el regreso a una forma de régimen Glass-Steagall (separando la banca de inversión de la banca comercial), mayores requisitos de capital para los fondos de inversión libre que negocian *swaps* de cobertura por incumplimiento crediticio (contratos de seguro para atender los pagos en caso de incumplimiento, que al negociarse pueden pasar a manos de un agente sin interés asegurable), mejoramiento del gobierno corporativo, una menor dependencia de las calificadoras de riesgo y la reducción del tamaño de los bancos. Gran parte de esas medidas son sensatas; otras, polémicas.

El título del libro es quizás inexacto. No se necesita un tipo especial de ciencia económica para las crisis, lo que debe cambiar como respuesta a la crisis es la forma en que actualmente se enseña economía en los programas académicos convencionales. No hay nada de malo en el rigor metodológico y la construcción de modelos, siempre que a los estudiantes se les enseñe la evaluación crítica que debe acompañarlos. Incluso los proponentes de la hipótesis de los mercados eficientes han abandonado hace tiempo sus versiones ingenuas, y existe una amplia refutación empírica. La mejor manera de desarrollar la evaluación crítica es mediante el estudio de la historia económica, y esa es la lección que extraigo del libro. Lamentablemente, muchos departamentos de economía han relegado esa materia a la periferia del plan de estudios. Como dicen los autores, la historia promueve la humildad, una cualidad muy conveniente a la hora de evaluar las crisis. ¿Quién puede disentir de tal afirmación?

Kent Matthews

Profesor de la cátedra Sir Julian Hodge de Banca y Finanzas, Escuela de Negocios de Cardiff