Crisis financieras «revisited»

Posted on 1 de junio de 2004 by Carlos Pérez de Eulate

Nada más volver de Estados Unidos, de la Conferencia de Bretton Woods, su última contribución intelectual, y quizá la más duradera, Keynes declaraba: «El mundo está salvado». Así fue, en efecto, durante bastantes años y especialmente en comparación con la inestabilidad de los años anteriores a la Segunda Guerra Mundial. No obstante, ya desde el comienzo de la singladura de las nuevas instituciones financieras internacionales –el Fondo Monetario y el Banco Mundial– se oirían voces que apelaban por una drástica reforma de las mismas. No es éste el lugar de hacer una recapitulación; baste recordar, no obstante, los nombres de Triffin, o, en un contexto más cercano, el del profesor Sardá y su obra *La crisis monetaria internacional* (Barcelona, 1968). La literatura, pues, sobre el tema de las crisis financieras es tan amplia, y en algunos casos tan repetitiva, que es normal en el lector avisado cierta prevención. En este caso puede dejar con tranquilidad a un lado sus recelos y acometer la lectura de este provechoso libro.

Desde la desaparición formal del patrón de cambios-dólar en 1973 han pasado ya más años que desde su establecimiento por los Acuerdos de Bretton Woods, en julio de 1944. Las preocupaciones sobre la estabilidad del sistema han cambiado también, naturalmente. A partir de la década de los ochenta –quizá el arranque deba establecerse en la crisis de México de 1982–, la principal fuente de problemas e inestabilidad proviene no de los países desarrollados, sino de los países en desarrollo o del grupo más restringido que hoy llamamos «mercados emergentes».

A su vez, el centro de atención, consecuencia del papel creciente de los mercados financieros privados, se ha desplazado hacia la contribución de éstos en la resolución de las crisis o, dicho de otra forma, hacia el papel limitado o no, y cómo, del FMI en este contexto de mercados financieros globalizados. ¿Hasta dónde debe prestar el Fondo Monetario Internacional a un país en caso de crisis? ¿El sector privado afronta sus responsabilidades insuficientemente? Y, si es así, ¿cómo se puede lograr una implicación mayor, evitando al tiempo una crisis generalizada, derivada del efecto contagio?

Estas y otras preguntas son analizadas por Barry Eichengreen, profesor en Berkeley, con detenimiento, honestidad intelectual, rigor y conocimiento tanto de la actualidad, del detalle informativo, como de los fundamentos teóricos macroeconómicos. No es éste, en efecto, un libro de lectura sencillo. A mitad de camino entre el *paper* académico y el libro de actualidad, bien provisto de aparato bibliográfico, afronta con decisión un tema del que es difícil, y más

últimamente, entrar y salir ileso.

Las crisis financieras desde los años ochenta, con escasísimas excepciones, se han centrado en los países emergentes. El problema es que su impacto no queda reducido al país de origen de la crisis, ni el origen es, en todos los casos, interno, ya que hay *shocks* externos que afectan más a unos países que a otros. Hasta hace poco, la literatura se había concentrado en la resolución de las crisis, donde, naturalmente, entraban propuestas de reformas centradas en el papel del FMI. Uno de los méritos de Eichengreen es trasladar el acento primeramente hacia el campo de la prevención. Políticas de transparencia, de aceptación de estándares estadísticos y contables, de supervisión financiera y de adecuadas políticas de cambio son fundamentales: el tratamiento riguroso de estas cuestiones debe ser objeto de mención y de elogio.

Pero, con todo, es el capítulo sobre gestión de las crisis, o propuestas sobre mejora de los mecanismos actuales de resolución de crisis financieras, el que espera el lector con más impaciencia. Y el profesor Eichengreen no elude el desafío. El centro del debate es la propuesta Krueger, una especie de tribunal de quiebras internacional bajo la supervisión del FMI, idea circulada en 2001, presentada oficialmente en 2002 y abandonada a mediados de 2003. Otro de los créditos del libro (téngase en cuenta que está escrito a mediados de 2002) es la posición crítica, razonable y razonada, ante tal propuesta, en un tiempo en que las voces discrepantes sólo procedían de personalidades del sector privado, con alguna adición de banqueros centrales y prácticamente con ausencia de crítica en medios académicos. La posición recogida en el libro, sensata y académica a un tiempo, tiene el mérito de hacerse antes de conocer el resultado de la batalla. Batalla que, por supuesto, no cierra la contienda en un mundo abierto y en cambio. Eichengreen, por lo demás buen conocedor del FMI, ya que ha sido asesor externo, realiza el mejor análisis, hasta el momento, de los pros y los contras de la propuesta Krueger frente a su alternativa: la modificación de las cláusulas sobre voto en el articulado contractual o legal de las emisiones internacionales (las llamadas cláusulas de acción colectiva o CAC), decantándose claramente por estas últimas.

El libro adelantó el resultado del debate y, por lo mismo, no llegó a la siguiente fase: el llamado «enfoque Evian», de mediados de 2003. Si en el centro de la discusión teórica de las crisis financieras se ha de colocar la distinción entre crisis de liquidez y crisis de solvencia, el enfoque Evian, en el seno del Club de París, es un avance considerable, aunque no exento de peligros, como todo instrumento sujeto a utilización más o menos discrecional, pues consagra la facultad de conceder reducciones de deuda a países en crisis, no ya por su nivel de renta, sino por su grado de solvencia, o más bien de insolvencia. Hasta ahora, las crisis de solvencia en países emergentes de renta media o media alta no tenían un tratamiento específico, aparte del crédito del FMI y la suspensión de pagos con los acreedores privados.

El temor a esta última y al contagio internacional, hacía elevar el crédito del FMI a niveles no razonables. Es el problema del *bail out* del sector privado. Problema realmente sobreestimado habida cuenta del carácter preferencial del crédito del FMI, y, por extensión, de otros organismos internacionales, y de la implicación del sector privado –bancos y tenedores de bonos– en las sucesivas crisis que se han producido desde la ya lejana de México en 1982. No obstante, sí es cierto que en un mercado financiero más globalizado no es posible descansar únicamente en el crédito del FMI, y más en casos de crisis de solvencia, aunque lo difícil, para lo que no existen reglas y el juicio resulta ineludible, es decidir qué crisis es de liquidez y cuál de solvencia y actuar en consecuencia.

La alternativa de que los acreedores soberanos condonen parte de la deuda de países emergentes de renta media y exijan igual tratamiento a los acreedores privados es, junto con la activación de las cláusulas de acción colectiva en la renegociación de eurobonos, un paso adelante de indudable trascendencia. No obstante, no elude actuaciones en otras áreas, quizá las más esenciales, en el campo ya mencionado de la prevención, que ataca el riesgo primario de contagios y que está en el corazón de la estabilidad del sistema financiero internacional.

Tampoco la aplicación de estas nuevas reglas o, más bien, escenarios resultará fácil, como lo prueba el reciente caso de Argentina, al que el autor dedica una atención preferente, desgraciadamente, al igual que nosotros, sin saber el resultado final. No obstante, una lección de estas últimas crisis financieras –México en 1994, Turquía en 2000, Brasil en 2002 y la última de Argentina– es la posibilidad de aislar el pánico en los mercados, de evitar que el caso se expanda. O, dicho de otra forma, que si el mercado cuenta con información suficiente y de calidad, el peligro de contagio, por salida de capitales, se minimiza. El mismo mercado es capaz de discriminar y la diversidad y profundidad del mismo le permite afrontar tensiones de liquidez producidas en casos aislados, al igual que es capaz de digerir las pérdidas ocasionadas por las mismas.

Como bien señala el autor, refiriéndose al papel que puede y debe desempeñar el FMI: «Prestar en crisis es más complejo que la política de tipos de interés». Si ésta, la política monetaria de los bancos centrales, es más un arte que una ciencia, sobre todo desde que los pilares de la teoría monetaria reposan en arenas tan movedizas, la política de gestión de las crisis financieras internacionales debe recaer, sin duda, en el terreno del conocimiento superior, en el sentido griego, el de los elegidos, por lo que siempre debemos acercarnos al mismo con prudencia, sensibilidad, aceptando un margen de error ineludible y huyendo de grandes esquemas o construcciones que, a pesar de su atractivo teórico, o incluso estético, no sustituirán nunca el valor del juicio responsable. Este libro nos ayuda a reflexionar sobre estos temas con percepción y claridad.

Autor: BARRY EICHENGREEN

Edicion: Oxford University Press, Oxford

Titulo: Financial Crises and What to do About Then