

Anatomía de las crisis financieras,

de Jaime Requeijo, McGraw Hill,
Madrid, 2006, 177 págs.

La escasa atención que el pensamiento económico ha prestado a la financiación como elemento impulsor, o cuando menos acompañante necesario, del crecimiento económico no ha sido revisada hasta fechas relativamente recientes. Es cierto que ha habido autores anteriores que han destacado este papel, como Baggehot o Schumpeter, pero lo hicieron de manera aislada y sin lograr que su pensamiento se extendiera y creara una corriente relevante que se enfrentara a la opinión dominante de que la financiación es el reflejo y no la causa del crecimiento, tal como señalaba en 1952 la profesora Joan Robinson: “*donde una empresa se abre camino, allí va la financiación*”.

Frente a un planteamiento tan centrado en el sector real de la economía, la historia ofrece un amplio muestrario de crisis financieras, a las que, tal vez no se ha dedicado suficiente atención. Es de agradecer, por tanto, la aparición de un libro centrado en su estudio que profundice en su conocimiento y desarrolle fórmulas que permitan una adecuada prevención, máxime cuando su autor, el profesor Jaime Requeijo, goza de un acreditado prestigio, avalado tanto por una dilatada experiencia en el mundo financiero como por una larga trayectoria en el mundo académico que se ha materializado, entre otros méritos, en la publicación de una decena de libros y numerosos artículos escritos.

La obra que se reseña consta de ocho capítulos, una introducción, un índice analítico y el valor añadido de un prefacio escrito por Rodrigo Rato, máximo responsable del Fondo Monetario Internacional, que, como es sabido, es el organismo central en la prevención de las crisis financieras en el mundo.

El capítulo primero ofrece una panorámica de las crisis financieras, centrada en las cuatro históricas más relevantes, una en cada siglo, dos en la edad moderna y otras dos en la contemporánea: 1) la holandesa de los tulipanes, en el siglo XVII; 2) la quiebra de las empresas *Compagnie des Indes* y *South Sea Company*, en el XVIII; 3) la causada por las inversiones en ferrocarriles y tierras de Centro Europa y Estados Unidos, en el XIX; y 4) la crisis por antonomasia: la Gran Depresión, en el período entre las dos guerras mundiales del pasado siglo. Parece que las perturbaciones pasadas no han servido de experiencia para que el fenómeno no se repita, y buena prueba de ello, es el repaso que se hace a continuación de otras crisis más recientes: la mexicana, la del sudeste asiático y la argentina, lo que permite al autor concluir examinando las diferencias entre ambos grupos, destacando como rasgos comunes de las últimas perturbaciones, ataques al tipo de cambio, desequilibrios macroeconómicos, insuficiencia de los mecanismos de coopera-

ción monetaria, y una intensa intervención gubernamental y de los organismos internacionales.

Ante la dificultad de encontrar un modelo explicativo de las depresiones financieras, el siguiente capítulo busca sentar las bases que permitan elaborar una teoría consistente con la realidad. Con tal fin, estudia la tipología de las crisis distinguiendo entre cambiarias, bancarias y de endeudamiento exterior, añadiendo, además, aquellas en las que coexisten las dos primeras. Para el profesor Requeijo, cinco son los argumentos explicativos de este tipo de perturbaciones: desajuste en los fundamentos, pánicos financieros, información asimétrica, enfoque de los balances y, finalmente, problemas de agencia y de traslación de riesgos. Su aplicación a las recientes crisis facilita la comprensión del proceso de deterioro financiero que estas siguen. Además, un epígrafe final apunta una visión propia a los mecanismos de propagación de la perturbación desde el ámbito doméstico al internacional, a cuyo detallado examen se dedican los tres capítulos siguientes.

El primero de ellos, que hace el tercero del libro, bajo el título de “El mercado de divisas”, evidencia la desaparición del sistema de Bretton Woods de tipos de cambio fijos y el nacimiento de un mercado que el profesor Requeijo denomina imprevisible, dada la dificultad de determinar las variaciones futuras y que se une a la escasa transparencia de los intercambios financieros, a los que dedica el capítulo cuarto, dominados por la cuantiosa y creciente inversión institucional de las grandes compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, y de otras instituciones con planteamientos mucho más arriesgados, que dan como resultado un elevado riesgo derivado de un entorno de fuerte volatilidad, y además muy cambiante. Precisamente, para ejemplificar ese clima desestabilizador, el autor se detiene en el estudio de proyectos malogrados y de su enorme impacto en las finanzas internacionales, entre ellos y como más destacado el del famoso Fondo *Long Term Capital Management* (LTCM), que obligó a la intervención de la Reserva Federal de Nueva York para evitar un posible riesgo sistémico.

La tercera pieza del mecanismo propagador de las perturbaciones financieras internacionales es el empeño de muchos gobiernos de tratar de compatibilizar tres objetivos contrapuestos de política económica: tipos de cambio flexibles, libertad de movimientos de capital y política monetaria autónoma.

Tras un breve pero clarificador análisis teórico, en el capítulo cinco de la obra —que acertadamente bautiza como “La tría incompatible”—, el profesor Requeijo repasa detenidamente esa incompatibilidad macroeconómica en la historia financiera de los últimos 125 años, desde la implantación del patrón oro en 1880, pasando por las turbulencias monetarias del período de entreguerras, el patrón de cambios oro de Bretton Woods (que establecía un mecanismo de cambios de las monedas en

oro a través de una relación fija de este con el dólar) y el Sistema Monetario Europeo, hasta las recientes crisis de los países emergentes. En definitiva, una larga nómina que requiere contar con medidas terapéuticas que eviten el contagio y pongan en riesgo al sistema financiero mundial.

¿Existen preceptos y remedios que permitan luchar con éxito contra esta enfermedad? Una revisión a las actuaciones llevadas a cabo por las principales instituciones, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Club de París, Club de Londres y G-7, junto con otras que, no estando directamente implicadas en la resolución directa de las crisis, como el BIS y la OCDE, entre otras, juegan un papel relevante al proporcionar información periódica sobre la situación financiera al tiempo que hacen propuestas. Sin embargo, para el profesor Requeijo, la eficacia de los mecanismos para prevenir y solucionar las crisis no ha mejorado, afirmando además: *"Todos los responsables de estos mecanismos saben que hay que hacer algo pero nadie sabe, en concreto, qué es lo que hay que hacer y, lo que es peor, cómo traducir a la realidad las propuestas correspondientes"* (página 122).

Un pequeño consuelo frente a la ineficacia de las terapias preventivas es la búsqueda de remedios que palien los efectos de las crisis una vez que estas se han producido y, en este sentido, la obra destaca el fallido Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana y las Cláusulas de Acción Colectiva.

¿Y qué decir de las soluciones previas, que se consideran en el capítulo séptimo, y que pretenden blindar a las economías frente a las crisis? Algunas de ellas, buscan la estabilización de los cambios: la vuelta al sistema de Bretton Woods, defendida por el *Institute for International Economics*, el camino hacia una moneda única, el INTOR, que propugna el Nobel Robert Mundell y el impuesto Tobin para reforzar la estabilidad de los mercados de divisas y frenar la especulación. Otras pretenden imponer restricciones a los movimientos de capital o lograr equilibrios que eviten los riesgos de la globalización financiera. En cualquier caso, el profesor Requeijo insiste en que tampoco con estas medidas las turbulencias financieras desaparecerán y que lo que hay que procurar es que las crisis sean contenibles y evitar su propagación.

Habrà, por tanto, nuevas crisis financieras que deberán ser resueltas con prontitud para evitar contagios y reducir sus costes, y ello supone que habrá que acomodar el papel del FMI en la gestión de aquellas. No cabe, pues, caer en un optimismo ingenuo y, aceptada la imposibilidad de encontrar soluciones que aislen a las economías de las perturbaciones financieras, debemos aprender a convivir con ellas. Gracias a la experiencia pasada hemos hecho avances significativos y, en este sentido, el profesor Requeijo aporta en el último capítulo unas reflexiones finales —ese, además, es su título—, en las que sintetiza cinco consideraciones favorablemente contrastadas: 1) un sistema financiero más abierto al exterior tiene un riesgo mayor de sufrir perturbaciones; 2) una política económica dirigida al logro de la estabilidad es una primera muralla defensiva frente a las crisis; 3) si bien no hay economía que sea indemne a sufrir perturbaciones, las de los países emergentes son mucho más vulnerables; 4) las crisis son el resultado de una serie de debilidades y de un detonante que las hace es-

tallar; y 5) disponer de instrumentos de gestión de las perturbaciones facilita una más rápida solución.

Anatomía de las crisis financieras nos enfrenta, entre otros temas, a una realidad a la que debemos permanecer atentos para evitar vernos inmersos en este tipo de desequilibrios y, en el caso de que se produzcan, procurar corregirlos inmediatamente para minimizar sus elevados costes. La estabilidad financiera se convierte así en un objetivo irrenunciable de política económica, una enseñanza que el profesor Requeijo, con su habitual precisión y claridad, transmite con fuerza al lector.

Es de desear que esta obra tenga una amplia difusión entre economistas, responsables de la política económica, profesores y alumnos universitarios a fin de que las enseñanzas que en ella se vierten sirvan para tomar conciencia del problema y transmitir a la sociedad española la necesidad de introducir valores económicos fundamentales, como el esfuerzo, la productividad o el ahorro, que nos permiten gozar hoy de unos elevados estándares de vida, y que son una buena receta para evitar sufrir las perturbaciones financieras que tan bien expone el profesor Requeijo, a quien desde aquí felicitamos por haber logrado, sin duda con mucho esfuerzo, un trabajo bien hecho en una edición muy cuidada.

Victorio Valle

FUNCAS

Fernando Pampillón

UNED y FUNCAS

Innovación e investigación en Europa y América,

de Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez,
Fundación Iberdrola, Madrid, 2006, 182 págs.

La discusión sobre la investigación, el desarrollo y la innovación (I+D+I) se plantea con frecuencia sobre el supuesto de que la promoción de las actividades que engloban estas siglas representa un factor crucial para el crecimiento de la productividad de una economía y, a la postre, para su competitividad en un mundo crecientemente globalizado. Y, partiendo de este supuesto virtuoso, tal discusión suele girar, al menos en España, en torno a las cifras de gasto dedicado a la I+D+I sobre el PIB.

Según este indicador, la Unión Europea (UE-27) invierte significativamente menos que Estados Unidos y Japón (en 2004, 1,84 por 100 del PIB frente a 2,68 y 3,13 por 100, respectivamente). Sin embargo, dentro de la UE se aprecian grandes diferencias. Algunos países nórdicos, como Suecia y Finlandia, gastan más o menos el doble de la media europea (es decir, en torno al 3,5 por 100). Superan, por tanto, el objetivo que en 2002 (en la estela de la ambiciosa "estrategia de Lisboa" de convertir la economía europea en la más competitiva y dinámica del mundo) estableció el Consejo Europeo de Barcelona para 2010: el 3 por 100 del PIB. En cambio, otros países, como Polonia, los bálticos, Eslovaquia, Grecia y Portugal gastan menos de la mitad de la