

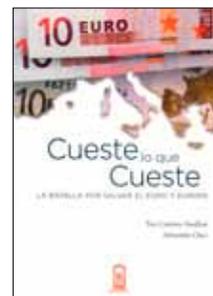


REVISIÓN DE LIBROS

COMENTARIO AL LIBRO

“CUESTE LO QUE CUESTE: LA BATALLA POR SALVAR EL EURO Y EUROPA”

de Yan Carrière-Swallow y Sebastián Claro



Francisco Rosende R.*

RESUMEN

La construcción de un sistema monetario eficiente ha sido una preocupación recurrente de los economistas, la que suele repuntar con fuerza en los episodios de crisis financieras o cambiarias, o simplemente en situaciones donde la tasa de inflación se desvía sustancialmente de niveles aceptables para la sociedad. Por otro lado, la importancia de alcanzar un eficiente sistema de pagos dentro del funcionamiento de una economía de mercado, junto con las rentas que suelen asociarse a la producción de medios de cambio, hacen que el diseño del marco institucional que debe conducir el proceso de producción de dinero sea motivo de complejas discusiones técnicas y también políticas. Esto, considerando que algo usual en los sistemas monetarios modernos es la estrecha vinculación que se observa entre el proceso de producción de medios de cambio y el de crédito.

Una ilustración clásica de los conflictos y dificultades que observó el funcionamiento del sistema monetario y financiero de los Estados Unidos durante casi un siglo, se encuentra en la historia monetaria de dicha economía que realizaron Friedman y Schwartz (1963). Una mención especial dentro del recuento que realizan Friedman y Schwartz se refiere a la Gran Depresión de los años 30, episodio donde se manifestaron con fuerza errores de la gestión de la política monetaria de la Reserva Federal, junto con un sistema financiero débilmente estructurado, como lo destacó en su oportunidad el célebre economista Henry Simons¹.

En un libro reciente, el economista Gary Gorton (2012), da cuenta de los principales cambios que observó el sistema financiero norteamericano en un período que comienza a mediados del siglo XIX y concluye a inicios del siglo XXI. Del análisis que realiza Gorton, el que incluye la reciente crisis financiera norteamericana, resulta evidente que la búsqueda de estabilidad y eficiencia detrás del diseño del marco regulatorio e institucional en el que se ha desarrollado dicha economía es un desafío que está lejos de ser resuelto. Una manifestación reciente de ello es la propuesta de reforma bancaria conocida como Dodd-Frank.

En Chile, la búsqueda de un diseño institucional coherente con la estabilidad monetaria y financiera no ha sido demasiado diferente, como da cuenta Carrasco (2009). En este caso, una manifestación importante de la misma se refiere al debate respecto a la selección de la política cambiaria óptima que protagonizó nuestra discusión de políticas públicas por mucho tiempo, el que parece haber concluido (¿por ahora?) en beneficio de la opción de un esquema de tipo de cambio flexible. Por otro lado, el establecimiento de un esquema institucional que garantiza la autonomía del Banco Central a partir de 1989, parece haber resuelto en gran medida el problema de diseño de una estructura de incentivos óptima para la política monetaria². En el ámbito de la legislación financiera, la

¹ Simons (1936).

² Una visión más escéptica sobre el grado de protección que ofrece el otorgamiento de autonomía a los bancos centrales respecto de la inflación se encuentra en Posen (1993).

crisis de 1983 motivó una profunda revisión de la misma, la que, como suele ocurrir, no debería ser motivo de grandes cuestionamientos y ajustes, hasta que no ocurra otro episodio de crisis financiera.

Las consideraciones respecto a la experiencia monetaria de los Estados Unidos y Chile sirven para poner en perspectiva el proyecto de integración monetaria iniciado en Europa algunas décadas atrás, el que concluyó con la creación del “euro” en 1999. Como muestran claramente Carrière-Swallow y Claro, este proceso de unificación monetaria fue concebido esencialmente como un proyecto político, impulsado por la élite de algunos de los países miembros de la entonces Comisión Europea. Para ilustrar el carácter esencialmente político de este proceso de unificación monetaria, resulta interesante hacer referencia a la visión manifestada por el expresidente de la Comisión Europea, Jacques Delors, en el año 1996 —citada en el libro— que ilustra en forma elocuente la naturaleza de este proyecto: la obsesión con las restricciones presupuestarias refleja que las personas se olvidan muy a menudo de los objetivos políticos de la construcción europea. El argumento a favor de la unión monetaria debe estar basado en el deseo de vivir juntos en paz.

Esta naturaleza política del proyecto de la “moneda única” queda claramente de manifiesto en el sistemático incumplimiento de las reglas disciplinarias que los mismos diseñadores de este se impusieron, como queda elocuentemente descrito en una serie de situaciones que exponen Carrière-Swallow y Claro. Solo dos ejemplos mencionados en el libro para ilustrar la fragilidad de las bases económicas de este “club monetario”³: En 1998, las autoridades de la Eurozona se vieron enfrentadas al delicado problema de resolver la admisión de Italia a este “exclusivo” club, ello no obstante que dicha economía incumplía significativamente los criterios establecidos en el Tratado de Maastricht. La deuda pública italiana alcanzaba en ese momento a un 120% del PIB, casi el doble de lo permitido por dicho Tratado. No obstante, dado que era inconcebible dejar fuera a la tercera economía de Europa, se permitió su incorporación, en tanto se apreciara... ¡un serio esfuerzo por cumplir las metas!

Otro ejemplo de la muy laxa política de admisión al club se refiere al caso de Grecia, cuya economía incumplía los criterios exigidos para ser aceptada⁴, lo que llevó al rechazo de su postulación en 1998. Sin embargo, tras apenas dieciocho meses y sin grandes cambios en su situación macroeconómica, se resolvió revertir la decisión anterior y admitir la incorporación de dicha economía al “Club de la Moneda Única”. Como indican Carrière-Swallow y Claro, los esfuerzos de esta economía por lograr un mejoramiento en sus indicadores de solvencia fiscal se desvanecieron tan pronto se materializó su incorporación a la Eurozona.

Los ejemplos expuestos no dejan lugar a dudas sobre la naturaleza esencialmente política del proyecto de la moneda única. Por otro lado, la diferente realidad macroeconómica de los países que formaban el club hacía presumir los desafíos y peligros que podían amenazar su permanencia en el tiempo. En efecto, la precaria situación fiscal de economías como Grecia e Italia hacía difícil presumir que estas pudiesen prescindir, sin costos importantes, tanto de los recursos procedentes de la creación de dinero como del mecanismo de ajuste asociado a los movimientos del tipo de cambio.

Por otro lado, el diseño monetario-fiscal que se configuraba en la Eurozona era potencialmente explosivo, por cuanto, una característica del proyecto de unión monetaria era el intento de manejar la política monetaria a nivel supranacional, mientras la política fiscal se seguía operando a nivel nacional. Si bien la experiencia de países como Estados Unidos, con una organización política de tipo federal, muestra que es posible la convivencia de desequilibrios fiscales a nivel de los estados miembros con una política monetaria independiente, resultaba legítimo preguntarse si ello podría funcionar en este sistema. En especial, considerando el intenso uso fiscal de

³ Una discusión relativa a las posibilidades de avanzar en un proceso de integración macroeconómica entre un grupo de economías latinoamericanas, en el marco del entusiasmo provocado por el proyecto de la Eurozona se encuentra en Hachette y otros (1996).

⁴ Tanto los niveles de deuda pública como el déficit fiscal excedían los límites establecidos para ser admitido a este selecto “club”.



la política monetaria que realizaron en el pasado varios de los países que ahora entregaban la gestión de dicha política a una entidad supranacional.

Por otro lado, la unificación monetaria no fue acompañada de una agenda activa de unificación de las reglas de supervisión y ajuste del sistema bancario, lo que, como quedó luego de manifiesto, representó una amenaza aun más seria y profunda a la unificación monetaria.

Para las economías con una historia macroeconómica relativamente más débil, la incorporación al “Club de la Moneda Única” representaba beneficios, especialmente en el corto plazo. Así, a las ganancias inherentes a la expansión del intercambio que suponía la caída de los costos de transacción inherente a la moneda única, había que añadir los beneficios financieros de usar —y endeudarse en— una moneda que representaba esencialmente el riesgo monetario alemán, con todo el peso de la reciente historia de austeridad y autonomía del Bundesbank⁵.

Así, lo que ocurrió después con la macroeconomía de los países relativamente más débiles tras su incorporación a la Eurozona nos recuerda la intensa discusión que tuvo lugar en Inglaterra a mediados de los 80, cuando Alan Walters, asesor de la entonces Primer Ministro Margaret Thatcher, polemizó con el entonces Ministro del Tesoro Nigel Lawson, respecto de los efectos sobre el crédito y el ciclo económico de la fijación del tipo de cambio⁶. Para Walters la alternativa de la fijación cambiaria era desaconsejable, especialmente si la tasa de interés interna era superior a la externa, en tanto ello iba a inducir a un fuerte ciclo de crédito y endeudamiento, dado que en este tipo de régimen cambiario los movimientos del tipo de cambio real son lentos. Así, para el productor de bienes no transables el endeudamiento externo era una opción muy atractiva, considerando que la tasa de interés externa era inicialmente más baja, que en el proceso de expansión de la demanda y que, el costo del crédito que sigue al endeudamiento colectivo, baja aún más en términos de no transables, y que, cuando tuviera que subir lo haría lentamente⁷. En el caso de una moneda unificada la historia es esencialmente la misma y explica los ciclos de actividad y expansión, especialmente en los bienes no transables, como las propiedades, por el que atravesaron en algún momento posterior a la unificación las economías de España, Italia y Grecia, entre otras.

La exportación de la crisis *subprime*⁸ que realizó Estados Unidos a parte del sistema financiero de la Eurozona no vino sino a evidenciar los problemas de diseño de esta organización.

Varias economías de la Eurozona deberán continuar en los próximos años, en un arduo proceso de ajuste y ordenamiento, proceso que trae a la memoria las preocupaciones que manifestó en su oportunidad Keynes⁹ respecto a la sostenibilidad del proceso de ajuste de Alemania después de la Primera Guerra Mundial. Si bien pareciera que las dificultades más álgidas del club —en términos de la permanencia de sus miembros— parece haber sido superado, no se puede descartar que la fatiga propia del ajuste haga reaparecer con fuerza cuestionamientos políticos y económicos a esta organización, en la línea advertida por Keynes, hace casi un siglo, respecto de Alemania.

Para comprender y analizar rigurosamente los desafíos que deberá enfrentar la Eurozona en los próximos años, la lectura del libro de Claro y Carrière-Swallow es esencial. Se trata de un libro oportuno en su objetivo y muy eficaz en su estrategia de aproximación al mismo. A lo largo de los diez capítulos que lo conforman se mezcla una recopilación cuidadosa de antecedentes, con juicios muy rigurosos —pero expresados de un modo sencillo— para describir el itinerario del proceso de integración europea, hasta concluir en la actual crisis.

⁵ Al respecto, véase Marsh (1994).

⁶ En relación con esta controversia, véanse Goodhart (1989) y Miller y Sutherland (1990).

⁷ Al respecto, cabe recordar que en un contexto donde el endeudamiento se define en términos de unidades de bienes transables, la tasa de interés relevante al sector no transable se define como $r = sE_d(TCR)_{t+1} + r^*$, donde r^* es la tasa de interés externa definida en términos de bienes transables y “ s ” es la participación de los bienes no transables en la canasta de consumo del agente representativo. Una planteamiento formal del vínculo entre la trayectoria del tipo de cambio real y el costo del endeudamiento se encuentra en Dornbusch (1983).

⁸ Al respecto, véase Claro y Gredig (2010).

⁹ Keynes (1929).

REFERENCIAS

Carrasco, C. (2009). *Banco Central de Chile 1925-1964: Una Historia Institucional*. Banco Central de Chile.

Claro, S. y F. Gredig (2010). *La Pregunta de la Reina. Lecciones de la Primera Crisis Económica del Siglo XXI*. Buenos Aires, Argentina: Prentice Hall, Pearson.

Dornbusch, R. (1983). "Real Interest Rates, Home Goods and Optimal External Borrowing". *Journal of Political Economy* 91(1): 141–53.

Friedman, M. y A.J. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, NJ, EE.UU.: Princeton University Press.

Goodhart, C.E.(1989). "The Conduct of Monetary Policy". *Economic Journal* 99(396): 293–346.

Gorton, G.B. (2012). *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming*. NY, EE.UU.: Oxford University Press.

Hachette, D., F. Ossa y F. Rosende (1996). "Aspectos Monetarios y Macroeconómicos de la Integración". *Cuadernos de Economía* 98(abril): 153–83.

Keynes, J.M. (1929). "The German Transfer Problem". *Economic Journal* 39, 1-7 de marzo.

Marsh, D. (1994). *El Bundesbank, el Banco que Gobierna Europa*. Madrid, España: Celeste Ediciones.

Miller, M. y A. Sutherland (1990). "Monetary and Exchange Rates Targets, and After: A Stochastic 'Hard Landing for Sterling'? En *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*, editado por V. Argy y P. de Grauwe. Fondo Monetario Internacional, Katholieke Universiteit Leuven, Macquiere University.

Posen, A.S. (1993). "Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There is No Institutional Fix For Politics". En *Finance and the International Economy*, editado por R. O'Brien. Oxford, R.U.: Oxford University Press.

Simons, H. (1936). "Rules versus Authorities in Monetary Policy". *Journal of Political Economy* 44(1): 1–30.