

Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System, de Jean Tirole, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2002, 151 pp.

De acuerdo con la teoría económica, los mercados crediticios siempre son beneficiosos, tanto para los acreedores como para los deudores, especialmente cuando ambas partes pueden negociar los contratos de préstamo libremente, sin restricciones ni interferencias estatales. Lo mismo debería ocurrir con el mercado financiero internacional; es decir, la liberalización de las cuentas de capitales debería permitir que los ahorros fluyan desde los países con bajas tasas de rentabilidad hacia los países con mejores oportunidades de inversión, asegurando un mejor uso de los recursos y una mayor protección para todos (acreedores y deudores) contra los *shocks* específicos, para un país o una región particular.

El incremento en los flujos de capitales privados desde los países industrializados hacia las economías en desarrollo, de US\$ 40 mil millones a inicios de la década de 1990 a US\$ 265 mil millones en 1996¹, debió haber venido acompañado, por lo tanto, de una mayor prosperidad económica generalizada. Sin embargo, la realidad es que ocurrieron crisis bancarias y cambiarias espectaculares como la de México (1994), Tailandia, Indonesia y Corea del Sur (1997), Rusia (1998), Brasil (1998–1999) y recientemente Argentina (2001). Estas crisis no solo han puesto en tela de juicio las bondades de la libre movilidad internacional de capitales, sino también la validez de las funciones que cumplen el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las otras instituciones financieras internacionales (IFI).

El trabajo más reciente de Jean Tirole ofrece una explicación totalmente novedosa para este fenómeno, basada en los desarrollos más recientes de la teoría de la agencia, con especial énfasis en el tema del *gobierno corporativo*². A diferencia del enfoque macroeconómico tradicional, cuya base son los desequilibrios de las cuentas fiscales y de la balanza en cuenta corriente, Tirole toma como punto de partida la relación entre el principal y el agente, que surge en un contrato crediticio, y los problemas de información asimétrica, que usualmente obstruyen la culminación eficiente de los proyectos y la recuperación del dinero de los inversionistas. A partir de este eje central, analiza el problema del pago de la deuda de los países emergentes y la necesidad de un prestamista internacional de último recurso.

La propuesta teórica de Tirole está desarrollada en siete capítulos, que pueden ser leídos muy fácil y rápidamente por un lector entrenado en teoría económica moderna. En los tres

1. Incluyendo a Corea del Sur.

2. *Corporate Governance* en inglés.

primeros capítulos, se hace una revisión de las principales características de las crisis que han experimentado los países emergentes y la respuesta de política por parte del FMI. El autor señala, acertadamente, que todas las crisis financieras ocurridas recientemente tienen un denominador común: la fragilidad del sistema bancario antes del inicio de la crisis. La ausencia de una regulación prudencial origina un descalce en la denominación de las deudas y en los plazos de maduración, de tal manera que cualquier variación brusca en los flujos de capitales externos que haga subir el tipo de cambio y las tasas de interés, va a generar problemas de iliquidez y solvencia patrimonial en las entidades del sector financiero. Una crisis financiera puede ser comparada, por lo tanto, con una corrida de depósitos en el sector financiero: así como un pánico bancario puede generar una quiebra generalizada de bancos, dependiendo de su liquidez y su solidez patrimonial, una caída brusca en los flujos de capitales extranjeros puede llevar a un país a la quiebra, dependiendo de la estructura de sus activos y pasivos externos.

La respuesta del FMI ha sido la incorporación de reformas microeconómicas a sus tradicionales demandas de reducción del gasto público y mejora en la recolección de impuestos. Estas reformas microeconómicas consisten, fundamentalmente, en el fortalecimiento de la regulación prudencial y de la infraestructura legal (políticas de competencia, leyes de insolvencia, gobierno corporativo y privatizaciones, entre otras); así como, la mejora en la transparencia de información sobre la estructura de la deuda garantizada y en los pasivos fuera de la hoja de balance de los países deudores.

Sin embargo, los economistas no son muy optimistas con respecto a que estas reformas sean suficientes para evitar o minimizar los efectos de las crisis financieras. Como bien señala Tirole, existe un conflicto de intereses entre los incentivos *ex ante* (precrisis) y la eficiencia *ex post* (solución satisfactoria de la crisis), que hace que cuando más ordenadamente queramos resolver una crisis, más blanda tendrá que ser la actitud *ex ante* sobre la dureza con que hay que tratar a los países que se sobreendeudan y a los inversionistas que sobreprestan. Este principio de *topsy-turvey* (mundo al revés) hace necesaria la existencia de una nueva institución supranacional, que asuma la función de una tercera parte en la relación entre deudores y acreedores.

En el capítulo 4, Tirole revisa los principios básicos de la teoría del *gobierno corporativo*³, es decir, del conjunto de instituciones y políticas que hacen posible que los inversionistas confíen en que van a poder recuperar su inversión y que permiten, por lo tanto, que los

3. Tirole habla de *finanzas corporativas*, pero se trata en realidad de *gobierno corporativo*, un novedoso campo de estudio que viene siendo desarrollado desde el punto de vista teórico por autores como Hart (1995) y Shleifer (1997), entre otros, y desde el punto de vista práctico por Monks y Minow (1995), entre otros.

deudores tengan acceso a los fondos. Estos son los principios que serán utilizados a renglón seguido, para analizar la relación entre los inversionistas internacionales y los países deudores. Entre estos principios básicos destaca la necesidad de que el prestatario (la empresa) le ceda ciertos derechos de control sobre sus activos al inversionista, buscando que esto no interfiera con la maximización del valor de estos activos. Así, por ejemplo, el banco acreedor puede tener uno o más asientos en el Directorio de la empresa, o capacidad de veto en la elección de los Directores y los *managers*. Otro principio importante es que la distribución de los ingresos y de los derechos de control se realice en función de los resultados de la empresa, es decir, un sistema de premios y castigos que incentive al prestatario a tomar las decisiones más adecuadas para la marcha de la empresa y el pago de la deuda. Así, por ejemplo, parte de los ingresos de los directores y los *managers* puede estar compuesto de acciones y/u opciones de compra de acciones de la empresa.

Dentro del contexto de una economía cerrada, la presencia de un prestatario de último recurso (un banco central) que proporciona liquidez externa (extra bancaria), puede aliviar la magnitud de una recesión, al menos en el corto plazo, y mejorar la eficiencia económica.

En el capítulo 5 se identifican las semejanzas y las diferencias entre estos principios de las finanzas corporativas y las relaciones entre los países deudores y los acreedores internacionales. Las principales diferencias serían las siguientes:

- Los gobiernos pueden dejar de pagar la deuda soberana o inducir a que el sector privado deje de pagar sus deudas, con mayor impunidad que un prestatario ordinario. Esto se debe a que no existe una corte internacional de insolvencia.
- Los inversionistas no pueden despedir a los ejecutivos, es decir, a los ministros y los funcionarios nacionales que toman decisiones contrarias a sus intereses. La razón de esto es que los países son soberanos y los inversionistas extranjeros no pueden vetar a los gobiernos que no defienden sus intereses.
- No existe un prestamista de último recurso en el nivel internacional, que pueda emitir base monetaria.

Estas diferencias aparecen porque, en el caso de un préstamo externo, existe un problema específico de dualidad en la agencia. Es decir, los derechos de control sobre los activos del proyecto que emprende el deudor (la empresa privada que recibe el préstamo) no solamente recaen sobre él, sino también en el gobierno del país donde reside, el cual no es parte en el contrato. Estos derechos de control que tiene el gobierno consisten en su capacidad de

afectar el tipo de cambio y la rentabilidad de los proyectos, mediante modificaciones en sus políticas macroeconómicas y en las reglas de juego para el sector privado.

En el capítulo 6, se discuten las implicancias de este problema de agencia dual y en el capítulo 7, se formulan las posibles soluciones. En lo que respecta al papel del FMI, el autor señala que su principal debilidad consiste en la multiplicidad de objetivos que tiene que cumplir, los cuales no siempre son consistentes. Se plantea que el Fondo debería abandonar su papel como administrador de las crisis y convertirse en un facilitador del acceso al mercado mundial de préstamos, actuando como un delegado de los inversionistas extranjeros. Esto implica precalificar a los países receptores de crédito, en función de su riesgo.

Para que el FMI pueda asumir esta función de manera adecuada, sus propios mecanismos de gobierno corporativo también deben ser modificados. Actualmente, el Fondo tiene un Directorio compuesto por los 182 ministros de Finanzas de los países miembros o los Presidentes de los bancos centrales, un Comité Interino⁴ compuesto por 24 miembros y un Directorio Ejecutivo compuesto por 24 directores, que ven el manejo diario. Un Directorio tan grande y heterogéneo, difícilmente puede definir una misión clara para dicho organismo. Asimismo, existe una superposición de objetivos y campos de acción con otras instituciones como la Organización Mundial de Comercio (OMC) y el Banco Mundial (BM). Se requiere, por lo tanto, rediseñar la estructura organizativa de este organismo, redefinir su misión y permitir la competencia de organismos en este papel facilitador del mercado mundial de préstamos.

En síntesis, Tirole presenta un enfoque totalmente original y novedoso sobre el problema del sistema financiero internacional, que como era de esperarse plantea más preguntas que soluciones. Sin embargo, sabemos muy bien que la única manera de resolver adecuadamente un problema es formulando las preguntas correctas y eso es, precisamente, lo que nos ofrece este autor, que hasta hace poco ha hecho importantes contribuciones a la teoría de la organización industrial y la regulación⁵, como áreas de aplicación de la *teoría de la información* a la microeconomía. Es precisamente este campo de la *teoría de la información*, el que ha permitido mejorar considerablemente el aparato regulatorio, especialmente en el sector financiero y en el diseño de subastas y concesiones, y que promete contribuir a mejorar nuestra capacidad de manejar este problema tan controvertido como el de las crisis financieras internacionales y el papel del FMI.

4. Comité Financiero y Monetario Internacional.

5. Ver Tirole (1988), Laffont y Tirole (1993) y Dewatripont y Tirole (1994).

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, Franklin y Douglas Gale (2000). *Comparing Financial Systems*. Cambridge Massachussets: The MIT Press.
- Allen, Franklin y Douglas Gale (1995). *Financial Innovation and Risk Sharing*. Cambridge, Massachussets: The MIT Press.
- Bhandari, Jagdeep S. y Lawrence A. Weiss (1996). *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Nueva York: Cambridge University Press.
- Blair, Margaret M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*. Washington D.C: The Brookings Institution.
- Chew, Donald H. (1997). *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the USA, Japan & Europe*. Nueva York: Oxford University Press.
- Dewatripont, Mathias y Jean Tirole (1994). *The Prudential Regulation of Banks*. Cambridge, Massachussets: The MIT Press.
- Easterbrook, Frank H. y Daniel R. Fischel (1998). *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Massachussets: Harvard University Press.
- Hart, Oliver (1995). *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press.
- Laffont, Jean Jacques y Jean Tirole (1993). *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*. Cambridge, Massachussets: The MIT Press (segunda impresión 1994).
- Mayer, Colin y Xavier Vives (1993). *Capital Markets and Financial Intermediation*. Nueva York: Cambridge University Press.
- Monks, Robert A.G. y Nell Minow (1994). *Corporate Governance*. Malden, Massachussets: Blackwell Publishing.
- Shleifer, A. (1997). "A Survey of Corporate Governance," en *Journal of Finance*, vol. 52, N° 2. Oxford: Blackwell Publishing, pp. 737-83.
- Tirole, Jean (1988). *The Theory of Industrial Organization*. Cambridge, Massachussets: The MIT Press (décima impresión 1998).
- Vives, Xavier (2000). *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Nueva York: Cambridge University Press.