



Alexandre Lamfalussy

Financial Crises in Emerging Markets

An Essay on Financial Globalisation and Fragility

New Haven, Connecticut, y Londres, Yale University Press, 2000, xx + 199 págs., US\$25/£16,95 (tela).

UNO DE LOS ASPECTOS dominantes de la historia económica reciente es la mayor importancia que han adquirido las fuerzas del mercado en la economía mundial, que se refleja en una creciente integración económica entre los países y una liberalización más acusada de los mercados financieros. Esta evolución ha planteado una serie de interrogantes para los responsables de la política económica. Por ejemplo, parece haber aumentado la frecuencia de las crisis financieras al tiempo que las economías se globalizan. ¿Es más que una coincidencia? De ser así, ¿qué trascendencia tiene para la gestión y prevención de las crisis financieras?

Es ambicioso abordar un tema de tal amplitud con la esperanza de escribir un libro de relevancia e interés, pero en esta obra se han logrado ambas cosas con maestría. El Barón Alexandre Lamfalussy (ex Director General del Banco de Pagos Internacionales y actual presidente de la comisión que estudia la regulación de los mercados de valores europeos) presenta —en menos de 200 páginas— una clara visión de los principales problemas del mercado financiero que se han planteado en las últimas tres décadas. Un trabajo poco común, que los economistas consultarán con sumo agrado e interés.

Lamfalussy comienza por identificar las características comunes de las crisis financieras recientes en los países de

mercado emergente. El aspecto fundamental de las cuatro crisis principales —América Latina a comienzos de los años ochenta y México, Asia y Rusia en los años noventa— fue una acumulación de deuda a niveles que resultaron insostenibles. Esta acumulación se debió, en parte, a la exuberancia de los inversionistas internacionales y a la vinculación de los tipos de cambio. A su vez, los efectos de las crisis fueron exacerbados por las condiciones de los sistemas bancarios nacionales, cuyos problemas incluían a menudo grandes descalces de vencimientos y descalces de monedas no cubiertos (siendo un factor de éstos los tipos de cambio fijos), y por el contagio, que tendió a expandirse a nivel regional y a través de los mercados emergentes creando una especie de categoría de activo.

Según Lamfalussy, la globalización puede agravar o aliviar una crisis, aunque en general tiene un efecto negativo. No obstante, la globalización es un objetivo importante pues sus beneficios económicos compensan con creces su costo. La globalización se caracteriza por un desplazamiento de las finanzas desde los bancos hacia el mercado y de los flujos de deuda a los flujos de inversión en acciones. Ambas tendencias contribuyen a una distribución más amplia del riesgo. Además, algunos nuevos instrumentos financieros, como los instrumentos derivados, podrían ser útiles para la cobertura de riesgos. Estas características de la globalización ayudan a aliviar los efectos de las crisis.

Sin embargo, hay aspectos de la globalización que agravan las crisis. A medida que las instituciones financieras crecen en relación con los flujos a los mercados emergentes, los pequeños cambios en sus posiciones pueden tener importantes efectos en los mercados. Entre los inversionistas internacionales, la creciente competencia probablemente alienta el efecto de rebaño así como una mayor disposición a correr riesgos. El carácter de las finanzas “centradas en el mercado” está vinculado a un aumento de las operaciones no incluidas en el balance y la titulización, lo que, a su vez, reduce la transparencia del mercado. Por ejemplo, en los contratos de instrumentos derivados generalmente

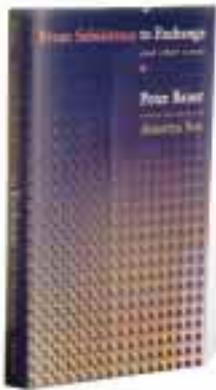
intervienen diversas partes, lo que dificulta la evaluación del riesgo.

De manera similar, Paul Krugman señala, en su estudio “Crisis: The Price of Globalization?”, que la mayor integración mundial tiene —globalmente— un efecto positivo pero predispone la economía mundial a las crisis, debido sobre todo a que la desregulación financiera se antepone a menudo a la prudencia. Además, si bien este argumento no tendría por qué ser objeto de polémica, el lector notará que, de hecho, difiere mucho de la noción plenamente aceptada hace apenas unos años, según la cual la apertura reduce las probabilidades de crisis, por ejemplo, al aumentar el costo que significa para los prestatarios el repudio de la deuda.

Aunque no es posible prevenir las crisis, el autor estima que ciertas condiciones pueden reducir la probabilidad de que se produzcan. Las principales condiciones son la adopción de una política macroeconómica adecuada y una intermediación financiera interna eficaz y bien regulada en los países de mercado emergente, así como una mayor capacidad de recuperación del sistema financiero en los países industriales. El régimen de tipo de cambio adecuado dependerá del país y las circunstancias específicas; ningún régimen es adecuado para todos los países y, de hecho, pueden adoptarse mecanismos intermedios entre la libre flotación y la caja de conversión. Los flujos de capital a corto plazo, que han sido un factor clave de las crisis, deben ser los últimos en liberalizarse y solamente cuando existe la infraestructura jurídica, institucional y financiera necesaria para recibir flujos importantes. La regulación prudencial, que debe ser compatible con el buen funcionamiento del mercado, podría servir para limitar las entradas de capital a corto plazo y los descalces de vencimientos y de monedas.

Lamfalussy insiste en que la globalización es un proceso y no un estado permanente. En este contexto, observa que el problema de cómo manejar un sistema plenamente liberalizado en todo el mundo no es el más urgente y que nuestra preocupación —más práctica— debe ser la gestión de la transición.

Vivek Arora



Peter Bauer

From Subsistence to Exchange and Other Essays

Princeton University Press, Princeton, Nueva Jersey, 2000, xi + 153 págs., US\$19,95/£12,50 (tela).

ESTA COLECCIÓN de ensayos muy diversos, de uno de los conservadores más prominentes en la economía del desarrollo incluye, junto con algunos de los principales estudios del autor (sus innovadores trabajos sobre el surgimiento de economías de intercambio y sobre la asistencia externa y la sobrepoblación), otros textos aún más originales (ensayos sobre las “economías eclesiásticas” y el sistema de clases británico). No obstante, muchos de los artículos están vinculados por un tema común: la desigualdad tiene un fundamento racional y no exige necesariamente una “reparación”.

Su doctrina puede resumirse de la siguiente manera: Las diferencias económicas entre los individuos en una sociedad abierta y libre surgen como resultado de sus distintas aptitudes, motivaciones y circunstancias. Si el Estado interviene para eliminar estas diferencias, ejercerá tal coerción sobre las fuerzas del mercado que la sociedad dejará de ser abierta y libre. A esta coerción se sumaría la ineficiencia que entraña la transferencia forzada de recursos de los individuos más productivos a los menos productivos. Bauer sostiene que en los países en desarrollo la pobreza es causada principalmente por la incapacidad de los gobiernos para adoptar políticas adecuadas y establecer un entorno civil seguro.

Es importante recordar que Bauer, junto con Harry G. Johnson y Bela

Balassa, desarrolló un enfoque neoclásico de la economía del desarrollo en los años sesenta y setenta, época de planteamientos neomarxistas y estructuralistas. Éste fue, además, un período de florecimiento de la conciencia social en Occidente, donde ciertas ideas adquirieron aceptación general debido a la moda de la cultura popular, más que como resultado de un análisis económico, político o filosófico riguroso. Una de estas ideas —que Bauer critica duramente— era que los países industriales son directamente responsables de la pobreza del tercer mundo.

Bauer plantea algunos buenos argumentos contra varias nociones aceptadas. Por ejemplo, en lo que respecta a los vínculos entre la pobreza y la escasez de tierra o el exceso de población, observa que, en la época actual, la hambruna y la escasez de alimentos han tenido lugar en economías escasamente pobladas donde la tierra es abundante (como Etiopía). Bauer señala que las verdaderas causas son otras, por ejemplo, una economía de subsistencia que no ha podido evolucionar hacia una economía de mercado debido a políticas inadecuadas o a la falta de seguridad pública.

Sin embargo, a pesar del contexto y del racionalismo de la obra de Bauer, resultará bastante chocante al lector el argumento de que las diferencias de ingreso normalmente no reflejan explotación sino diferencias de rendimiento. Parecen más convincentes los ingeniosos contraargumentos de Amartya Sen, que refuta las tesis fundamentales de Bauer. En respuesta a la proposición de Bauer de que el ingreso de un individuo depende simplemente de su capacidad de trabajo y productividad, Sen observa que un peluquero o un artista de circo indio probablemente no produce menos que un peluquero o un artista de circo británico (en su opinión personal, todo lo contrario) pero su ingreso será indudablemente muy inferior. Como señala Sen —que escribió la introducción a este volumen—, Bauer no tiene en cuenta la repercusión de los precios relativos en el ingreso y su distribución.

Bauer, que se caracteriza además por su opinión muy negativa de la asistencia externa, y que ha sido descrito como un

defensor a ultranza de la noción de *laissez-faire*, sostiene que la asistencia, en lugar de promover el desarrollo económico, probablemente lo inhibirá, pues en general fomenta políticas o actividades que son contrarias al desarrollo. Destaca la gran abundancia de subvenciones otorgadas a países cuyos gobiernos adoptan políticas que perjudican a los ciudadanos más pobres, como la prohibición de emplear trabajadores en sectores productivos de la economía por motivos de género o de origen étnico, o el gasto militar en gran escala.

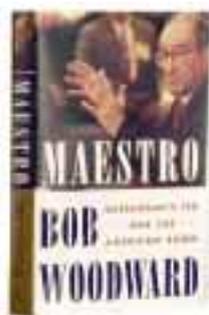
Nuevamente, el lector estará obligado a discrepar con Bauer antes de que éste plantee sus conclusiones. Ciertamente, los principales estudios recientes sobre la eficacia de la asistencia externa —como el informe del Banco Mundial *Assessing Aid: What Works, What Doesn't, and Why*— confirman la importancia de contar con una gestión económica eficiente e instituciones públicas sólidas, pero también demuestran que la asistencia externa ha sido muy útil para reducir la pobreza en los países donde se dan esas condiciones.

Las diversas conclusiones de los defensores del *laissez-faire* podrían parecer poco afines, en parte porque éstos no comulgan con una determinada línea de pensamiento, a diferencia de los miembros de un partido político. En su ensayo “Ecclesiastical Economics”, Bauer formula fuertes argumentos contra el papado, acusando a algunos pontífices recientes de fomentar la envidia, el resentimiento, una obsesión con los bienes materiales y —peor aún— nociones económicas confusas. Sin embargo, su ensayo sobre cuestiones demográficas —donde postula que las inquietudes de los países occidentales en materia de sobrepoblación se basan en supuestos errados sobre la incapacidad de los países pobres para adoptar decisiones racionales y la inutilidad de la vida humana— podría ser bien recibido en el Vaticano.

En última instancia, Bauer lleva sus argumentos demasiado lejos, o los deja a mitad de camino. Un ejemplo de lo primero sería la progresión de su razonamiento, de la comprensión de que la asistencia no basta para lograr el desarrollo a la conclusión de que lo impide.

Un ejemplo de lo segundo sería el hecho de que, sin ir más allá de la conclusión de que los ingresos que reflejan la productividad y los legítimos derechos de propiedad son “justos”, se niega a reconocer la existencia de imperativos morales más importantes que esos derechos de propiedad. En todo caso, esta interesante colección de ensayos constituye una excelente lectura para el nuevo milenio, ahora que los problemas de la pobreza y la desigualdad han vuelto a adquirir preeminencia.

Lynn Aylward



Bob Woodward

Maestro

Greenspan's Fed and the American Boom
Simon & Schuster, Nueva York, 2000,
270 págs., US\$25 (tela).



Justin Martin

Greenspan

The Man Behind Money
Perseus Publishing, Cambridge,
Massachusetts, 2000, xviii + 284 págs.,
US\$28/Can\$42,50 (tela).

ALAN GREENSPAN se ha ganado su reputación a la antigua: por mérito propio. Bob Woodward sigue la “trayectoria intelectual poco común” de Greenspan como

Presidente del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, donde el novicio cauto y nervioso del comienzo se transformó en un técnico innovador que detectó el crecimiento de la productividad en la década de los noventa y se negó a aumentar las tasas de interés, desafiando los modelos y teorías económicos tradicionales.

Justin Martin dedica las dos terceras partes de su libro al período anterior al nombramiento de Greenspan como Presidente de la Reserva Federal. No sorprende leer que Greenspan, a los cinco años, podía sumar números de tres dígitos sin necesidad de anotarlos. Lawrence Lindsey, un antiguo colega, señala:

El dominio que Greenspan posee de la información puede resultar algo abrumador para sus empleados y colegas. Recuerdo una ocasión en que las inundaciones de primavera dejaron intransitables varios puentes sobre el río Mississippi. En el momento de la reunión anual de la Junta de Gobernadores, la economía del país estaba literalmente unida por un solo puente. Greenspan no sólo sabía donde se encontraba el puente; también conocía los distintos desvíos que podían usarse para hacer llegar las mercaderías. Por supuesto, estos datos encajan naturalmente en la mente de una persona que estudia las estadísticas sobre el transporte en vagones de carga en los principales terminales de la nación. (Lawrence Lindsey, *Economic Puppetmasters*, Washington, American Enterprise Institute Press, 1998.)

Según Woodward, a mediados de los años noventa Greenspan logró aprovechar, de la mejor manera posible, su pasión por los datos y su curiosidad intelectual. Estaba convencido de que la economía estadounidense atravesaba un período de productividad sin precedente que, sin embargo, no se reflejaba en las estadísticas de los organismos públicos ni en los estudios de los economistas teóricos. Woodward describe la forma en que Greenspan presionó a los funcionarios de la Reserva Federal para que realizaran sus propios estudios detallados sobre productividad y desmenuzaran los datos hasta demostrar que la economía de Estados Unidos era, de hecho, una “nueva economía”. La información reunida ayudó a Greenspan a persuadir a sus colegas del Comité de

Operaciones de Mercado Abierto a mantener tasas de interés más bajas de lo que habrían recomendado los modelos económicos tradicionales.

Al mismo tiempo, Greenspan no ha aceptado completamente la noción de “nueva economía”. Según Woodward, este enfoque cauteloso se manifiesta en sus continuos intentos de contradecir la supuesta importancia del mercado de valores y en su forma de guiar al Comité hacia el aumento de las tasas de interés ante cualquier indicio de presiones inflacionarias. Por ejemplo, el Comité comenzó a elevar las tasas de interés en junio de 1999 pues se temía que la economía estuviera creciendo demasiado rápido, incluso teniendo en cuenta la aceleración del crecimiento de la productividad.

La capacidad de Greenspan fue puesta a prueba desde el comienzo, cuando se produjo el colapso de la bolsa en octubre de 1987. Greenspan emitió un breve comunicado, inusualmente preciso, confirmando la firme decisión de la Reserva Federal de proveer la liquidez necesaria para el mercado, y de mantener su función de prestamista de última instancia. Haya logrado o no el efecto previsto con esta declaración, Greenspan cumplió con éxito la regla básica de no causar daño.

En los años siguientes, su gestión de la política monetaria mantuvo cierto carácter tentativo. Tardó en reconocer la recesión de 1990 y, si bien reconoció el efecto depresivo de la compresión del crédito sobre la economía observado a comienzos de la década de los noventa, probablemente tardó demasiado en reducir las tasas de interés. Al menos, ésta fue la opinión del ex Presidente George Bush, quien se declaró decepcionado de la labor de Greenspan.

Durante el Gobierno de Clinton, Greenspan logró mejores resultados de manera continua, que el autor presenta utilizando parte del material incluido en su libro anterior, *The Agenda*. Woodward describe el célebre encuentro en el que Greenspan aparentemente convenció al Presidente electo Bill Clinton de la necesidad de contener el déficit fiscal para reducir las expectativas inflacionarias y, con ello, las tasas de interés a largo plazo. El autor describe,

además, su gestión —cada vez más hábil— de la política monetaria durante este período. En 1994, convencido de que se estaba produciendo un nuevo brote inflacionario, el Comité, siguiendo las directrices de Greenspan, elevó las tasas de interés, del 3% al 6%, lo cual produjo una desaceleración de la actividad pero no una recesión, es decir, un “aterrizaje suave”. Posteriormente, redujo las tasas de interés, logrando una recuperación del crecimiento con pocos indicios de presiones inflacionarias.

Es bien sabido que Greenspan, como primera opción de carrera, quería ser músico de jazz. Martin describe con cierto detalle estos primeros años, pero no es un período especialmente interesante. Tras abandonar sus aspiraciones como músico profesional, Greenspan se interesó en la economía.

Como estudiante en la Universidad de Nueva York, se familiarizó con los escritos de Geoffrey Moore, quien, a diferencia de otros profesores de Greenspan en la Universidad de Nueva York, tenía un conocimiento extraordinario de los pormenores de la economía estadounidense, señala Martin. Agrega que el método de Moore para medir la inflación futura se transformaría en uno de los indicadores

preferidos de Greenspan como Presidente de la Reserva Federal. Como estudiante graduado en la Universidad de Columbia, Greenspan conoció a Arthur Burns, quien, a pesar de las tendencias prevaletantes en esa época y la experiencia de la Gran Depresión, estaba convencido de que los mercados y las economías tienen la capacidad de autocorregirse. Según Martin, Greenspan se convirtió en un defensor del *laissez-faire* y los límites a la intervención estatal debido, en parte, a la influencia de Burns. Estas ideas se fortalecieron a través del contacto de Greenspan con la novelista y filósofa Ayn Rand y sus seguidores. Greenspan ha indicado a menudo que Rand lo convenció de que el capitalismo no sólo era eficiente, sino también moralmente necesario.

Greenspan se interesó en trabajar como consultor económico en la década de los cincuenta. En el curso de los 20 años siguientes, su empresa consultora, Townsend-Greenspan, estableció una impresionante lista de clientes entre las empresas de primera clase, que le solicitaban “un análisis novedoso de los datos disponibles”. Con la experiencia adquirida, Greenspan llegó a la convicción, posteriormente, de que poseía una comprensión instintiva del comportamiento económico. Woodward también destaca

este aspecto: sus decisiones, observa, no se basan exclusivamente en los datos y razonamientos económicos sino también en los instintos. Si quería convencer a sus colegas de la conveniencia de adoptar una determinada decisión sobre tasas de interés, les decía: “Me he dedicado a formular pronósticos económicos desde 1948 —he trabajado en Wall Street desde 1948— y en este momento tengo un dolor en la boca del estómago”.

Al describir el estilo de Greenspan como orador, Woodward comenta que sus palabras son una verdadera “cuadrilla de reconocimiento” que utiliza, más que para convencer, para tantear y explorar. En cuanto a su método de trabajo, según el autor, después de más de un año como Presidente de la Reserva Federal, su estilo comenzó a manifestarse: una dedicación intelectual plena, templada por la ausencia de emoción; una verdadera obsesión por los datos económicos, templada por una constante sucesión de dudas e incertidumbres sobre sus efectos; un enfoque indirecto como forma de lograr el resultado deseado, templado por una inmersión absoluta en las metas fijadas y un deseo de hacer las cosas a su manera, y un profundo respeto por la autoridad política.

Prakash Loungani

Giuseppe Schlitzer

El Fondo monetario internacional

Il Mulino, Bologna, 2000, 128 págs., EUR 7,23 (rústica).

MÁS DE 50 años después de su creación, sigue habiendo una confusión sobre la labor del FMI. Según algunos, es un banco de desarrollo que otorga préstamos a largo plazo; según otros, una especie de banco central internacional. Esta falta de conocimiento explica, en muchos casos, las críticas dirigidas contra la institución, repetidas en el marco de las recientes campañas antiglobalización. Giuseppe Schlitzer, economista del Banco Central de Italia que por más de cuatro años se ha desempeñado como asistente técnico y luego como asesor en la Oficina del Director Ejecutivo del FMI por Italia,

trata de aclarar algunos de los malentendidos que distorsionan la percepción que el público tiene de la institución.

El autor explica la razón de ser del FMI mediante un análisis del contexto en que surgieron los acuerdos de Bretton Woods en la década de los cuarenta, y una descripción de los objetivos, organización y principales funciones de la institución. Explica de qué manera el FMI ha ido adaptándose continuamente a las cambiantes necesidades de sus países miembros y a una economía mundial que se globaliza. En el último capítulo, Schlitzer presenta un panorama del actual debate sobre la reforma del FMI. Su principal tesis es que los objetivos básicos de la institución siguen siendo totalmente válidos. De hecho, la adaptación continua es esencial para que el FMI pueda abordar eficazmente los nuevos problemas planteados por la globalización.



Portada: Michael Gibbs.

Ilustraciones: Página del índice y págs. 2, 6 y 46: Michael Gibbs; págs. 22, 26, 34 y 50: Dale Glasgow.

Fotografías: Todas las fotos: Unidad de Fotografía del FMI, excepto pág. 37: Boston University, y pág. 43: Mark Fallander.