

Paul Krugman

## The Return of Depression Economics

Norton, Nueva York, 1999, xiv + 176 págs., US\$23,95 (tela).

**E**STE PEQUEÑO libro se dirige principalmente a un público no especializado. Describe en lenguaje común algunos temas candentes en el campo de la economía, entre ellos las causas de las crisis mexicana, asiática y brasileña; las razones del estancamiento económico de Japón, y los efectos de la globalización.

Cuando se escribió, parecía que la turbulencia financiera y la atonía económica de Asia se propagarían. Paul Krugman sostiene que las medidas de política económica adoptadas para enfrentar estos problemas han sido equivocadas, como lo fueron en los años treinta, cuando las acciones emprendidas por los bancos centrales y los gobiernos contribuyeron a precipitar la Gran Depresión. Sostiene que fue un error elevar las tasas de interés después de las crisis monetarias mexicana, asiática y brasileña; que Japón debería tratar de manejar la inflación para salir del estancamiento, y que los países con mercados emergentes deberían establecer controles de capital para protegerse frente a los cambios de actitud de los inversionistas internacionales. Los problemas que aquejan hoy a la economía mundial, en opinión de Krugman, son similares a los de los años treinta, y se pueden aplicar las enseñanzas de ese periodo, de allí la expresión “economía de la depresión”.

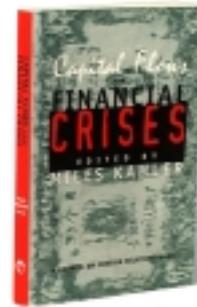
Si bien el libro sigue siendo interesante y pertinente, la situación de los países afectados por la crisis asiática ha mejorado notablemente. Al restablecerse la confianza, las tasas de interés han decrecido y los tipos de cambio se han

apreciado. Las perspectivas de crecimiento se han incrementado significativamente en algunos de esos países, así como en Brasil, donde, después de una depreciación inicial, se fortaleció la moneda. En este contexto no es fácil sostener que hayan sido un error las medidas destinadas a reforzar la confianza, que Krugman critica, o que el mundo se encuentra en peligro de un retorno a los años treinta. En efecto, uno de los objetivos de las políticas de los años treinta fue la creación de una autarquía financiera. La institución de controles de capital representaría ahora un paso hacia atrás, y probablemente no resulte eficaz en el entorno actual, en el que los inversionistas tienen mucha más flexibilidad para operar en diferentes monedas utilizando innovadores instrumentos financieros e información instantánea.

Sin embargo, el libro sostiene convincentemente que las crisis de los años noventa no se limitaron a las economías débiles con políticas deficientes. Krugman observa que los inversionistas internacionales, al operar a veces con poca información, fueron responsables de la mayor inestabilidad y de castigar indiscriminadamente a los países con mercados emergentes mediante el retiro de capitales. La supervisión oficial de algunas instituciones financieras —incluidos los fondos especulativos de cobertura— fue insuficiente. Los gobiernos de los países con mercados emergentes han agravado el problema al proveer información inadecuada y conflictiva acerca de sus políticas, creando incentivos perversos para la afluencia de capital (otorgando garantías oficiales y desalentando la inversión directa), y obteniendo préstamos a corto plazo, tornándose vulnerables a los cambios de actitud de los inversionistas. La reacción oficial ha sido tratar de mejorar el funcionamiento de los mercados internacionales de capital, no proteger a los mercados emergentes, como sugiere Krugman. Conforme a esta reacción, se está reformando el sistema financiero internacional a fin de incrementar la transparencia y la disponibilidad de datos, mejorar la supervisión de las instituciones financieras en los países industriales y en desarrollo, y aplicar una política prudente de obtención de préstamos internacionales.

Si bien deben evitarse los extremos de una “exuberancia irracional” y un sombrío pesimismo, es de esperar que los esfuerzos actuales por lograr que el sistema funcione mejor permitan evitar el retorno de la economía de la depresión. Temer lo peor no siempre conduce a las mejores políticas. Pero Krugman presenta, como siempre, un estimulante antídoto contra los enfoques económicos demasiado ortodoxos o convencionales.

Paul R. Masson



Miles Kahler (compilador)

## Capital Flows and Financial Crises

Cornell University Press, Ithaca, Nueva York, 1998, xi + 268 págs., US\$49,95 (tela), US\$19,95 (rústica).

**L**A CRISIS de los mercados emergentes del segundo trimestre de 1997 ha llevado al primer plano el debate sobre la afluencia de capitales a los mercados emergentes y los consiguientes ciclos de auge y depresión. En *Capital Flows and Financial Crises* se examinan los patrones de los flujos de capital privados a los mercados emergentes desde una perspectiva histórica, se evalúan las políticas adoptadas por los gobiernos ante los problemas relacionados con los flujos transfronterizos, y se sugieren medidas para equilibrar los riesgos y los beneficios de la integración financiera.

También se analiza la situación de Tailandia y de Corea, sin abarcar los incumplimientos de pagos de Rusia en agosto de 1998 ni la devaluación brasileña de enero de 1999. La perspectiva ha cambiado desde mediados de 1997, pero Kahler logra, con gran inteligencia, vincular los diferentes puntos de vista de los autores.

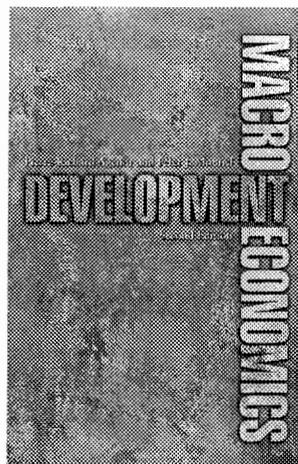
En el capítulo "Contending with Capital Flows: What is Different About the 1990s?", Barry Eichengreen y Albert Fishlow señalan que los préstamos externos en gran escala seguidos de una crisis de la deuda han sido la norma en este siglo, que ha experimentado tres notables crisis en los años treinta, ochenta y noventa. Lo que distingue a los tres episodios es principalmente el método de financiamiento y las políticas adoptadas como respuesta. Los autores señalan que los países importadores de capital obtuvieron fondos principalmente a través del financiamiento de bonos en los años veinte, préstamos bancarios a los gobiernos en los setenta y la emisión de acciones a principios de los años noventa. Las políticas adoptadas por los prestatarios ante las crisis variaron desde la sustitución de importaciones en los años treinta —porque se habían desplomado los mercados de exportación— a una respuesta de carácter fiscal en los años ochenta y a un mayor ajuste monetario en los noventa, cuando las crisis se vieron impulsadas en gran medida por el sector privado. Los ulteriores episodios de Rusia y Brasil ponen en tela de juicio algunas de estas observaciones y quizá muestran mayores paralelos con los años ochenta.

En un capítulo sobre la política pública, Sylvia Maxfield escribe con perspicacia acerca de la forma en que los inversionistas adoptan las decisiones

de inversión y la forma en que la composición de los inversionistas influye sobre las opciones de política. La autora determina que los flujos de capital a los mercados emergentes en general no son sensibles con respecto a la información sobre los cambios de política económica de los países receptores o sus perspectivas de estabilidad política, pero sí lo son con respecto a los diferenciales de rendimiento; es decir, es mayor el interés de los países industriales por colocar inversión que el de los países receptores por atraerla. La autora señala que los fondos especulativos de cobertura —que tienen un horizonte corto pero una mayor apreciación de las variables fundamentales de la economía de los países receptores que los fondos comunes de inversión, se concentran en el precio más bien que en el rendimiento, y asignan más énfasis a las ganancias de capital que a la acumulación de intereses y dividendos— procuran diferenciar las variables fundamentales de la economía del impulso del mercado. Los bancos se ven atraídos principalmente por las situaciones de liquidez global que alimentan los auges de préstamos, como ocurrió en Asia en los años noventa. El capital de los préstamos bancarios se retira tras una crisis o una disminución de la liquidez mundial, pero muy raramente o nunca como artificio para imponer disciplina. Los resultados empíricos de Maxfield establecen que en

los flujos de capital que caracteriza la preferencia por los rendimientos prevalece el interés por colocar capitales, y las únicas variables pertinentes de política parecen ser las tasas de interés y el tipo de cambio. La autora observa que los fondos de inversión constituyen la principal fuente de corrientes de capital inestables —las cuales registran una débil reacción frente a una adecuada política interna— y que la mayor inversión por parte de los fondos de pensiones y de seguros pueden incrementar la estabilidad de los flujos.

El objetivo de la política oficial internacional es evitar las crisis financieras y moderarlas cuando se producen. Jeffrey Sachs analiza enfoques alternativos para enfrentar las crisis financieras, reflejando el punto de vista de que ciertos hechos que no guardan relación con las políticas internas deficientes desempeñan un papel desproporcionadamente importante en las crisis de los mercados emergentes. Señala como enseñanza el que los tipos de cambio con un vínculo muy estricto plantean el riesgo de una crisis financiera y deben utilizarse con cautela. Si bien ello es cierto en algunos casos, el autor sostiene en forma menos convincente que el pánico autoalimentado es más fácil de manejar con regímenes de tipo de cambio flotante, y algunos de sus ejemplos no son los más adecuados. Propugna enfáticamente un marco internacional sobre quiebras similar a la ley de quie-



## Development Macroeconomics

Second Edition

Pierre-Richard Agénor and Peter J. Montiel

*Development Macroeconomics* was hailed on its publication in 1996 for providing a clear, rigorous, and long-needed synthesis of recent work in the field. This revised edition brings that achievement up to date. Here Pierre-Richard Agénor and Peter Montiel review and assess the burgeoning research done in the past two decades, paying special attention in this new edition to issues that have recently gained in importance among developing countries, such as the interaction between macroeconomic policies and long-term growth, the political economy of macroeconomic reform, the management of capital inflows, and currency crises.

This is a crucial book for anyone who wants to understand this rapidly changing field. Cloth \$65.00 ISBN 0-691-00677-6

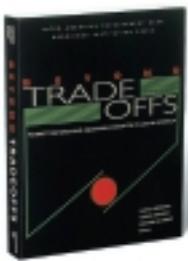
Princeton University Press

FROM BOOKSELLERS OR PHONE (1-243) 779777 U.K.  
(800) 777-4726 U.S. • WWW.PUP.PRINCETON.EDU

bras de Estados Unidos, tema con el que se asocia comúnmente al autor.

En otros capítulos se analizan opciones alternativas de política para enfrentar la afluencia de capital y el dilema que ésta presenta, así como las tendencias de los flujos de capital en América Latina, Asia y Europa oriental. Dado que recientemente la dinámica de mercado ha dependido en forma crucial de aspectos relacionados con el mercado de capitales, como las prácticas internas de gestión de riesgos de los bancos, se podría haber presentado una perspectiva de las crisis financieras desde el punto de vista de los mercados de capital. Si bien se concentra en los aspectos macroeconómicos, el libro examina una serie de teorías y hechos de importancia para los interesados en comprender los flujos transfronterizos de capital.

*Subir Lall*



Nancy Birdsall, Carol Graham y Richard H. Sabot (compiladores)

## **Beyond Tradeoffs**

**Market Reform and Equitable Growth in Latin America**

Brookings Institution Press y Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, 1998, v + 367 págs., US\$22,95 (rústica).

**U**NA DE LAS grandes consignas de la economía, la idea de un compromiso entre equidad y eficiencia, ha sido objeto de un creciente número de investigaciones. Se ha considerado que los responsables de la formulación de políticas deben enfrentar la difícil opción de promover el crecimiento y la eficiencia o una distribución más equitativa de los ingresos. Los nuevos estudios indican, sin embargo, que es posible, a la vez, estimular el crecimiento y mejorar la

distribución del ingreso mediante políticas bien diseñadas.

*Beyond Tradeoffs*, que incluye contribuciones de algunos de los principales estudiosos del tema del crecimiento y la equidad en América Latina, constituye una importante adición al creciente volumen de investigaciones. Al examinar políticas en campos específicos (como la agricultura y el abastecimiento de agua) a menudo descuidados por los generalistas, se exploran los detalles de la ejecución de políticas que promueven la equidad.

Una de las cualidades del libro es su organización. Los capítulos iniciales son estudios generales que analizan la relación entre el crecimiento económico y la equidad. Los ensayos siguientes abordan la equidad y la eficiencia por sectores, y en un capítulo final se examina la economía política de la reforma institucional. Entre los estudios generales, uno de los más innovadores es el de Michael Gavin y Ricardo Hausmann, en el que se exploran los vínculos entre inestabilidad económica y desigualdad de ingreso. Otra cualidad del libro es su presentación de ejemplos de reformas que han logrado aumentar tanto la equidad como la eficiencia. Estos ejemplos proporcionan valiosas enseñanzas a los reformadores interesados en aprender de los éxitos de los demás.

Lo que hace especialmente interesante el libro es que los autores no tienen reparo en llegar a conclusiones controvertidas. Por ejemplo, Birdsall, Graham y Sabot ofrecen una evaluación optimista del futuro de las reformas encaminadas a estimular la equidad en América Latina, citando, entre otras razones, el efecto positivo de la movilización política de los pobres. Si bien comparto hasta cierto punto su optimismo, me parece que las pruebas que presentan también pueden conducir a una evaluación menos alentadora. De hecho, una importante contribución del libro es la demostración de que las políticas que pueden percibirse como “favorables a los pobres” resultan en la práctica contraproducentes, como las políticas excesivamente expansionistas, las leyes laborales restrictivas, los regímenes jubilatorios de reparto y los

subsidios generalizados. Lamentablemente, el debate actual en algunos países latinoamericanos revela que estas enseñanzas no se han absorbido plenamente.

Los problemas sectoriales abordados, que incluyen la educación y la salud, el mercado laboral, el sector financiero y las pensiones, refuerzan la noción de que la puesta en práctica de políticas que promueven la equidad ha resultado difícil, y que aún subsisten algunos importantes obstáculos. En el excelente ensayo de Birdsall y Juan Luis Londoño sobre la reforma de la salud y la educación, llama la atención el escaso número de ejemplos de reformas que promuevan la equidad, a pesar del difundido reconocimiento de que pueden estimular el crecimiento. En materia de mercados laborales, René Cortázar, Nora Lustig y Sabot observan que la reforma ha avanzado lentamente y muchas propuestas han sido “tímidas”. En cuanto a la agricultura, Michael R. Carter y Jonathan Coles señalan que, como consecuencia de las numerosas imperfecciones básicas del mercado, la simple eliminación de los subsidios y otras distorsiones no son suficientes para que el crecimiento agrícola promueva la equidad.

En resumen, el libro resultará interesante para quienes se preocupan por los aspectos de equidad en los programas oficiales, tanto en América Latina como en los países en desarrollo en general.

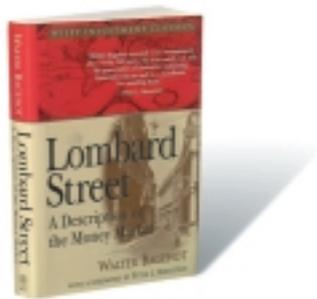
*Benedict Clements*

### **Créditos**

**Portada:** Administración Nacional de Aeronáutica y del Espacio de Estados Unidos (NASA).

**Ilustraciones:** Página del índice y páginas 11 y 19: Massoud Etemadi; página del índice y páginas 34 y 43: Dale Glasgow.

**Fotografías:** Página del índice y página 6: NASA; página 14: Meinen; página 15: Denio Zara; páginas 22, 26, 30, 31 y 32: Banco Mundial; fotos de los autores: Unidad de Fotografía del FMI, y libros: Pedro Márquez.



Walter Bagehot

## Lombard Street

A Description of the Money Market

Wiley, Nueva York, 1999 x + 359 págs.,  
US\$34,95 (tela), US\$19,95 (rústica).

**E**N EL glorioso año de 1688, el padre del poeta Alexander Pope se retiró del comercio del lino en Londres. Se estableció en Binfield, en Windsor Forest, y llevó consigo una caja fuerte con 20.000 libras en monedas de oro, con las cuales sufragó sus gastos por el resto de sus días. Bagehot deploraba este plan de “jubilación”. Estaba bien que una persona se retirara de un sector de actividad, pero resultaba inmoral abandonarse al “lujo ocioso”. Durante los primeros años del reinado de Guillermo III, una masa de oro y plata yacía “escondida en gavetas secretas y detrás de los muros”, en espera de oportunidades de inversión en la “ruda y vulgar estructura del comercio inglés”. La oportunidad se presentó más adelante, cuando Lombard Street (la calle en la que se concentraban las casas bancarias de Londres) se convirtió en el gran intermediario entre los prestamistas y los prestatarios al administrar el dinero, porque “el dinero no se administra a sí mismo”.

John Wiley and Sons, en su serie de clásicos de la inversión, ha vuelto a publicar (en delicados caracteres antiguos) la obra *Lombard Street: A Description of the Money Market* (registrado como propiedad literaria en 1873). Bagehot (1826–77) ha sido descrito como uno de los genios más versátiles de la Inglaterra victoriana, y se lo considera el periodista más influyente de mediados de ese período. Graduado con honores de University College, en Londres, siguió la carrera

bancaria, y adquirió al mismo tiempo fama por sus ensayos literarios. Durante 17 años fue director y el principal redactor de *The Economist*, fundado en 1843 por su suegro James Wilson. Por su profunda comprensión del mundo de las finanzas, William Gladstone lo llamó el “permanente Ministro de Hacienda”.

*Lombard Street*, una compilación de artículos publicados en *The Economist*, constituye en la práctica un panfleto en favor de la acumulación de reservas por parte del Banco de Inglaterra y de la expansión del crédito como la mejor forma de enfrentar una crisis financiera. Bagehot fue el inventor de la gestión de crisis y un defensor de la función de prestamista de última instancia. “Un pánico es una especie de neuralgia; combatirla mediante la privación sería contrario a la ciencia. Los que poseen el dinero en efectivo deben estar dispuestos... a facilitarlo para cubrir las obligaciones de otros”.

Sin embargo, el libro trasciende la categoría de panfleto al describir la mecánica de la “obtención constante y crónica de préstamos” del mercado monetario y la teoría de la banca central y el control de cambios. El análisis de la posición y el gobierno del Banco de Inglaterra, resultado de una observación íntima y directa, es extraordinariamente informativo. El capítulo sobre el Ministerio de Hacienda y el mercado monetario, que presenta un primer análisis de la relación de las políticas monetarias y fiscales, ofrece al Ministro de Hacienda generosos consejos sobre de la forma en que debe cumplir sus funciones. Resulta tan entretenido y pertinente en la actualidad como cuando fue escrito.

Otras partes del libro son menos pertinentes hoy, ya que se refieren a controversias e ideas obsoletas. ¿Por qué, entonces, leer este libro escrito hace 127 años? La respuesta es simple: por puro placer. Bagehot era un escritor brillante. Si tituló su libro *Lombard Street*, en vez de *Mercado monetario* u otra abstracción similar, fue para demostrar que deseaba referirse a realidades concretas. “Prevalece la noción de que el mercado monetario es algo tan impalpable que sólo es posible referirse a él utilizando palabras muy

abstractas, y que por consiguiente los libros sobre él siempre deben ser sumamente difíciles. Yo sostengo que el mercado monetario es tan concreto y real como cualquier otra cosa; que puede describirse con palabras simples, y que es un problema del escritor si lo que dice no está claro”. Su lectura, llena de anécdotas y de humor, es un placer: la deprimente ciencia sin las lágrimas. “Nunca se escribió un libro que tuviera menos en cuenta la opinión de los examinadores”, comentó J. M. Keynes en un perspicaz análisis de las obras de Bagehot en 1915, agregando que “. . . no es necesario comprenderlo demasiado para disfrutarlo plenamente”.

No obstante, Bagehot es fácil de comprender y de disfrutar. Desde el punto de vista psicológico, lo mejor son sus descripciones del Banco de Inglaterra, el Ministerio de Hacienda, las casas de descuento y de contabilidad del Londres de Dickens, y los vericuetos de Lombard Street entre hombres de negocios, financistas y políticos. Un clásico que vale la pena leer (o releer).

David D. Driscoll

### ADICIÓN

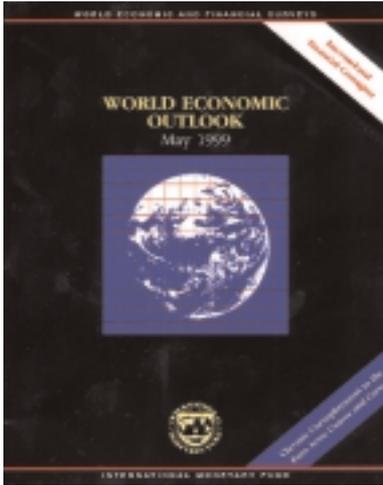
Por limitaciones de espacio, las obras que se indican a continuación no pudieron incluirse en las “Sugerencias bibliográficas” que acompañaron el artículo de Dale F. Gray y Mark R. Stone, “Los balances de las empresas y la política macroeconómica”, en la página 56 de nuestro número de septiembre:

*Stijn Claessens, Simeon Djankov y Giovanni Ferri, 1999, “Corporate Distress in East Asia: Assessing the Impact of Interest and Exchange Rate Shocks,” Emerging Markets Quarterly, vol. 3 (tercer trimestre).*

*Stijn Claessens, Simeon Djankov y Larry Lang, 1998, “Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia’s Financial Crisis,” Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas de desarrollo No. 2017 del Banco Mundial (noviembre).*



# Herramientas de trabajo

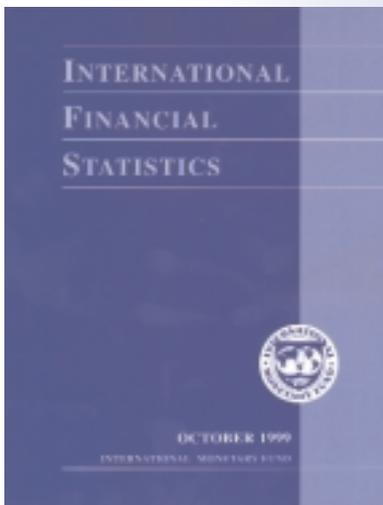


## *Perspectivas de la economía mundial*

La evaluación más completa de la evolución económica mundial con secciones dedicadas a los países industriales, los países en desarrollo, las economías en transición y otros tópicos. Se publica dos veces al año en inglés, español, francés y árabe.

## *Estadísticas financieras internacionales*

La mejor fuente de estadísticas nacionales e internacionales sobre tipos de cambio, liquidez, dinero y banca, tasas de interés, precios, salarios, producción y empleo, cuentas nacionales y más. Se publica mensualmente en inglés, español y francés.



**Cuando usted necesita información fiable en materia monetaria, financiera, fiscal o comercial, las publicaciones del FMI le dan acceso a un gran acervo de datos y análisis económicos . . . información global que le ayudará a examinar la evolución financiera y económica y planificar más eficazmente.**

Para encargar *Perspectivas de la economía mundial* o *Estadísticas financieras internacionales*, o solicitar el catálogo gratuito de más de 1.500 publicaciones del FMI y sus servicios de información electrónica, llame al (202) 623-7430. Los pedidos y las consultas pueden enviarse por fax al (202) 623-7201 o por correo electrónico a [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org). El catálogo y la información sobre pedidos se encuentran también en la sección Publicaciones del sitio del FMI en Internet: <http://www.imf.org/publications>.

Fondo Monetario Internacional

Publication Services • 700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431 EE.UU.

GENAD99