



Robert Solomon

Money on the Move

The Revolution in International Finance Since 1980

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1999, xiii + 210 págs., US\$29.95 (tela).

COMO DIRECTOR de la División de Finanzas Internacionales en la Junta de la Reserva Federal, economista en el Consejo de Asesores Económicos de Estados Unidos y luego investigador en Brookings Institution, Robert Solomon ha estado durante 40 años en el centro del debate sobre la política monetaria internacional y su implementación. *Money on the Move* es un estudio lúcido y atractivo que complementa su libro anterior *The International Monetary System, 1945–81* (Nueva York: Harper and Row, 1977, rev. 1982).

La obra de Solomon es muy accesible para el lector no especializado y, a la vez, intelectualmente rigurosa y fascinante tanto para los encargados de formular la política económica como para los economistas en general. Este libro, que ofrece quizás la más clara reseña del sistema monetario internacional en las dos últimas décadas, evita el tono ostentoso de otros textos económicos orientados al gran público, como *The Age of Diminished Expectations*, de Paul Krugman. Incluye numerosas referencias a las personalidades que participan en la formulación de políticas, anécdotas ilustrativas, el contexto político, y una amplia bibliografía técnica y no técnica. Solomon describe vívidamente cuestiones de política internacional en forma imparcial, sin sacrificar el rigor teórico.

De hecho, reconoce que algunas de sus predicciones fueron erróneas.

En el primer capítulo, sobre el alza del dólar EE.UU. antes del acuerdo del Plaza de 1985 y su ulterior baja, el autor examina el entorno económico de los principales países industriales, y los cambios de gestión pública y doctrina económica, centrándose en Estados Unidos y el Reino Unido. Su explicación del alza del dólar en el contexto del creciente déficit en cuenta corriente en Estados Unidos en el primer quinquenio de los años ochenta—estableciendo un paralelo con la depreciación reciente del euro—recuerda al lector que las grandes fluctuaciones cambiarias siguen siendo muy difíciles de comprender para los economistas.

Solomon presenta luego una minuciosa crónica de la crisis de la deuda de los países en desarrollo, ofreciendo al lector una perspectiva única de las diversas iniciativas adoptadas. Evoca la larga trayectoria de riesgo moral (que surge cuando los inversionistas asumen riesgos porque estiman que los seguros o las subvenciones estatales son una garantía contra posibles pérdidas) y participación del sector privado en la resolución de la crisis de la deuda de los países en desarrollo, así como el efecto a más largo plazo de las medidas de política económica en los flujos financieros de los años noventa.

El completísimo análisis de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de Europa abarca desde el plan Marshall hasta la creación de una moneda europea única. Solomon examina el debate en torno a la convergencia y las operaciones de los bancos centrales, y la estructura de los mercados financieros, que ilustran los problemas prácticos observados incluso en las economías avanzadas. El autor se refiere también a las presiones a largo plazo sobre el euro y a las probables relaciones entre el FMI y los países de la UEM. La información presentada en este capítulo será fundamental para quienes buscan una historia completa y a la vez sucinta de la evolución monetaria de Europa.

En el capítulo sobre la movilidad de capital en los años noventa, pasa revista al aumento de los flujos de capital entre países industriales y en desarrollo, así como la proliferación de los instrumentos financieros y de los instrumentos financieros derivados. A diferencia de algunos economistas teóricos, que analizan con cierta incomodidad la creciente complejidad de los mercados financieros y su interacción con la macroeconomía, Solomon aborda los dos temas y presenta un examen convincente de los efectos de estas tendencias sobre los flujos, los tipos de cambio y las crisis de los mercados emergentes durante los años noventa.

Por último, Solomon aborda el futuro del sistema monetario internacional y el papel del FMI en este ámbito. A través de una síntesis de la evolución de las dos últimas décadas y los problemas de política económica aún no resueltos, evalúa las propuestas que han sido objeto de debate, desde los regímenes cambiarios hasta el impuesto de Tobin (un impuesto uniforme que los países aplicarían a todas las transacciones en divisas de modo que los flujos de capital especulativo a corto plazo resulten no rentables). Por último, el autor considera el futuro de un sistema monetario que gira en torno a las tres principales zonas monetarias del dólar, el euro y el yen. Fascinante hasta la última página, el libro es una obra de consulta esencial para todos los economistas encargados de la política económica que se interesan en las relaciones monetarias y económicas internacionales.

Subir Lall

Portada: Rob Wood.

Ilustraciones: Página del índice: Rob Wood; pág. 2: Michael Gibbs; págs. 6, 29 y 34: Massoud Etemadi; págs. 18, 22 y 42: Lena Chesak.

Fotografías: páginas 10 y 50: Pector, Inc.; fotos de los autores: Michael Spilotro; libros: Pedro Márquez; pág.IV: Padraic Hughes; pág. 23, H. Salgado y Mitch Hsieh; pág. 32 cortesía de la Empresa Editora El Comercio S.A. (Lima, Perú).



Andrés Solimano, Eduardo Aninat y Nancy Birdsall (compiladores)

Distributive Justice and Economic Development

The Case of Chile and Developing Countries

University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan, 2000, x + 206 págs., US\$49.50 (tela).

EN MOMENTOS en que se presta gran atención al problema de la pobreza, este libro aparece en forma muy oportuna y seguramente influirá en el debate con respecto a las políticas más adecuadas para reducir la pobreza y la desigualdad de ingresos. El análisis se centra en la experiencia chilena durante los años noventa por dos razones. Primero, hay amplio consenso en que Chile ha sido un pionero en la adopción de un enfoque que conjuga reformas orientadas al mercado con una política social progresista. Por consiguiente, es oportuno examinar si se ha logrado reducir la pobreza y establecer una tendencia socialmente aceptable en cuanto a la distribución del ingreso y la riqueza. Segundo, si bien Chile —como gran parte de América Latina— es un país de ingreso medio, se caracteriza por los altos niveles de pobreza y la distribución desigual del ingreso. El libro presenta una perspectiva poco habitual; en efecto, entre los colaboradores figuran destacadas personalidades académicas en el campo del desarrollo económico así como importantes ministros e investigadores chilenos que participaron en la formulación e implementación de la política social en los años noventa.

Los estudios compilados tratan dos temas principales: la relación entre el crecimiento y la estabilidad macroeconómica, y la relación entre la pobreza y la distribución del ingreso. Ambos asuntos han sido objeto de intenso estudio, pero el paso del tiempo justifica un análisis más detenido y un estudio empírico más profundo. El segundo tema es la repercusión que ciertas políticas sectoriales —en el campo de la educación y otras esferas sociales y en el mercado laboral— pueden tener sobre el mejoramiento de la igualdad de acceso a los activos que generan riqueza (como la propiedad de la tierra y la educación), y sus consiguientes efectos sobre los niveles de pobreza y la distribución del ingreso.

Las principales conclusiones pueden resumirse brevemente. Primero, los estudios de Michael Bruno, Martín Ravallion, Lyn Squire y Lance Taylor indican que las políticas que fomentan el crecimiento económico no van en detrimento de la reducción de la pobreza; de hecho, el crecimiento económico reduce la pobreza y no hay indicios de que empeore la distribución del ingreso. Los autores señalan razones para cuestionar —e incluso descartar— la noción tradicional según la cual la distribución desigual del ingreso sería necesaria para que se produzca crecimiento. En realidad, una de las conclusiones importantes es que cuanto más pronunciada sea la desigualdad en la distribución de la riqueza, menores serán los beneficios para los pobres en

materia de crecimiento económico. Segundo, los estudios recalcan la importancia de la estabilidad fiscal y financiera tanto para el crecimiento como para la reducción de la pobreza.

Tercero, las políticas sociales encaminadas a dar a la población pobre urbana y rural el mismo acceso a la educación, el crédito, la propiedad de la tierra, y la atención de la salud y a otros activos productivos son un elemento clave de la combinación de políticas necesaria para reducir la pobreza. Se estima que la reforma de la educación de Chile representa un importante experimento en la búsqueda de eficiencia y justicia distributiva mediante un mejor sistema de educación. Se consideran igualmente importantes las redes de protección social, las subvenciones a grupos específicos y un suministro alimentario adecuado, no sólo para proteger a los pobres y ofrecerles un medio en el que puedan aprovechar las oportunidades de generación de riqueza sino también porque estos mecanismos favorecen la estabilidad política y social durante períodos de dificultades económicas. En el estudio de Vito Tanzi, se subraya que, para fomentar una política social progresista, el Estado debe encontrar la forma de evitar que las clases de ingreso mediano y alto acaparen los beneficios, fenómeno demasiado común en muchos países en desarrollo.

Por último, se presentan varios estudios que en los que se destaca la importancia de mantener un equilibrio entre el logro de los objetivos sociales y la realidad macroeconómica y política. Esta posición respalda dos premisas de la estrategia reforzada del Banco Mundial y el FMI para los países pobres muy endeudados, a saber, que una situación fiscal sana es fundamental para lograr la estabilidad macroeconómica, y que los principales beneficiarios de la política social deben identificarse con dicha política y que ésta debe contar con el respaldo de los organismos sociales y los representantes políticos.

Chile ha avanzado, sobre todo, en la reducción de los niveles de pobreza. Reducir las desigualdades en la distribución de la riqueza ha resultado ser una tarea más difícil, “un objetivo pendiente para el siglo XXI”, según se sugiere en este interesantísimo libro.

Peter S. Heller



Ruth de Krivoy

Collapse

The Venezuelan Banking Crisis of '94

Group of Thirty, Washington, 2000, [xv] + 281 págs., US\$40 (rústica).

SI BIEN MUCHOS autores han estudiado las causas y consecuencias de las crisis bancarias, así como posibles indicadores anticipados, este libro es único por varias razones. Primero, presenta una crónica detallada de uno de

los principales actores del drama vivido antes y durante una de las peores crisis bancarias de América Latina. Dirigido a un público amplio, este interesante estudio de caso en la esfera de la economía política incluye importante información sobre los factores que contribuyen a las crisis bancarias en general y los que provocaron la crisis de Venezuela en particular. Se describen las consecuencias que tuvieron las políticas macroeconómicas inapropiadas, las instituciones deficientes, y un marco reglamentario ineficaz, factores que se vieron combinados con mala suerte y falta de voluntad política para adoptar las medidas necesarias en el momento adecuado.

Ruth de Krivoy fue Presidenta del Banco Central de Venezuela (BCV) en el apogeo de la crisis que estalló a principios de 1994. A principios los años setenta, había sido Vicepresidenta de Estudios, cargo en el que consolidó la investigación económica como respaldo importante de la política monetaria. Al dejar el banco, siguió estudiando los problemas del sector financiero en calidad de consultora independiente. En 1992, dos meses después de un intento de golpe de Estado, fue nombrada Presidenta del BCV. Su nombramiento pareció muy lógico dadas su amplia experiencia profesional y su fe inquebrantable en la autonomía del banco central. En abril de 1994, Ruth de Krivoy presentó su renuncia la presidencia del BCV, pero siguió investigando los problemas del sector financiero a través de su asociación con el Centro Internacional de Toronto para la Supervisión del Sector Financiero, y asistiendo a diversos seminarios y eventos internacionales.

Este libro ofrece una excelente síntesis de la evolución macroeconómica de Venezuela antes de la crisis y de los problemas estructurales vinculados a la dependencia del país con respecto al petróleo, las distorsiones creadas por los controles sobre los precios y las tasas de interés, y las subvenciones respaldadas con los ingresos del petróleo. La falta de una política fiscal simétrica para hacer frente a las perturbaciones del precio del petróleo se tradujo en un sector público sobredimensionado y demasiado presente en el sector privado. También se examinan las deficiencias de la reglamentación financiera y bancaria. El exceso de controles dificultaba la transparencia de las instituciones y el seguimiento de sus actividades, en tanto que el exceso de organismos de supervisión entorpecía el funcionamiento de un sistema financiero sano, todo ello sin las adecuadas normas prudenciales ni los mecanismos necesarios para hacerlas cumplir. En este contexto, la composición y propiedad del sector bancario se concentraron de manera excesiva, con escasa competencia extranjera, una mala gestión empresarial y una excesiva dependencia con respecto a los ingresos del petróleo.

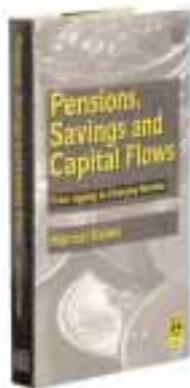
Se abordan todos los factores que pudieron contribuir a la crisis de Venezuela, y que frecuentemente son causa de otras crisis bancarias: riesgo moral, normas contables y de prudencia inadecuadas, un sistema bancario subcapitalizado, un marco reglamentario deficiente, y un gran volumen de pasivos contingentes no declarados. Uno de los aspectos más interesantes del libro es la combinación del análisis técnico con el análisis de economía política. Según la autora, la rápida transformación del sistema económico tras la libera-

lización de la economía, a fines de los años ochenta y principios de los noventa, no se produjo en la forma esperada porque las reformas no se adoptaron en la secuencia apropiada y afectaron a muchos intereses, lo que limitó el respaldo político necesario para el éxito del programa.

El intento de golpe de 1992 tuvo repercusiones que debilitaron el núcleo del régimen democrático. Se dio marcha atrás en las reformas, se perdió credibilidad, y las grandes salidas de capital desestabilizaron la economía. En este contexto, tanto antes como durante la crisis, la pugna política entre el banco central y las instituciones encargadas de adoptar medidas correctivas socavó la autonomía que el BCV había adquirido recientemente.

El último capítulo contiene quizás la contribución más valiosa. Mediante un análisis minucioso de los acontecimientos y basándose en su experiencia directa, Ruth de Krivoy explica cómo puede evitarse una crisis bancaria y, si ésta se produce, cómo reducir al mínimo y controlar sus efectos. Sus recomendaciones son útiles y pragmáticas, sobre todo para los propietarios y gerentes de bancos, las instituciones de regulación y supervisión bancaria, los funcionarios de los bancos centrales, los parlamentarios, los encargados de la política económica y la comunidad mundial de banqueros y supervisores. La autora presenta igualmente importantes reflexiones sobre algunos problemas particulares de América Latina y Venezuela.

Mercedes Da Costa



Helmut Reisen

Pensions, Savings and Capital Flows

From Ageing to Emerging Markets

Edward Elgar, Cheltenham, United Kingdom/Northampton, Massachusetts, 2000, x + 277 págs., £55/US\$90 (tela).

EN ESTE libro, Helmut Reisen, Jefe de la División de Investigación del Centro de Desarrollo de la OCDE, examina algunos de los principales problemas de política económica de hoy: el envejecimiento de la población, el fomento del ahorro y la inestabilidad de los mercados de capital. Su análisis de la interrelación de estos problemas será un valioso aporte al debate sobre la mundialización financiera, que tiene lugar tanto en el campo académico como en el terreno de la política económica

En la primera parte, Reisen sostiene esencialmente que los países pueden incrementar el rendimiento de los fondos de pensiones diversificando sus activos a escala mundial. Los países industriales cuya población está envejeciendo —como

los países miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos— podrían esquivar parte de las consecuencias del problema demográfico invirtiendo en los mercados emergentes, que seguirán beneficiando de las contribuciones netas de su población más joven a los fondos de pensiones. Asimismo, los países en desarrollo podrían invertir parte de los activos de los fondos de pensiones en los países desarrollados, repartiendo así algunos los grandes riesgos vinculados, por ejemplo, a las perturbaciones climáticas. Estas recomendaciones se ven reforzadas por estudios que demuestran la repercusión de la evolución demográfica sobre las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos. Al final de la década, cuando los fondos de pensiones con régimen de plena capitalización dejen de ser compradores netos de valores bursátiles, es probable que se invierta la tendencia al alza de los activos, resultado de las inversiones efectuadas por el numeroso grupo de personas nacidas después de la segunda guerra (baby boomers).

Aunque el argumento que presenta Reisen es sólido y está bien documentado, no resulta del todo convincente. Los mercados emergentes han sufrido repetidas crisis cambiarias que, a su vez, han provocado efectos de contagio. Como resultado de las crisis financieras, aumenta la correlación de los rendimientos bursátiles en los mercados emergentes (es decir, se vuelven más uniformes), lo cual elimina las ventajas de la diversificación. Además, si bien los mercados emergentes han crecido más rápidamente que los países industriales, esta expansión no se ha traducido en mayores ingresos por acción. La rentabilidad de las empresas ha aumentado demasiado lentamente, porque, en general, las empresas que cotizan sus acciones en bolsa se han centrado en lograr una mayor participación en el mercado en lugar de elevar el rendimiento que pueden obtener los accionistas. Y, de hecho, si los mercados emergentes logran atraer una proporción considerable de los activos de los fondos de pensiones a escala mundial, se observaría una mayor correlación entre el envejecimiento y los mercados emergentes, y las ventajas de la diversificación que señala Reisen serían menores.

En la segunda parte del libro, se presenta un estudio empírico sobre la supuesta contribución de los fondos de pensiones con régimen de plena capitalización al ahorro agregado, noción generalizada que merece un análisis más detenido. Basándose en datos sobre los activos de los fondos de pensiones y los seguros de vida de 11 países durante el período 1982–93, Reisen concluye que los fondos de pensiones con régimen de plena capitalización incrementan, efectivamente, el ahorro agregado si se logra fomentar el ahorro de las personas de más bajo ingreso y si este mayor ahorro no se ve contrarrestado por un mayor acceso al crédito de consumo (es decir, si se limita en cierto modo la liquidez). No obstante, estas condiciones exigen que los planes de jubilación sean obligatorios, no voluntarios, que la cobertura de la población activa sea completa y que se fijen límites al endeudamiento contraído por los activos acumulados de los fondos de pensiones.

En la mayoría de los demás estudios y en toda la tercera parte del libro se analiza la gestión de las entradas de capital por parte de las autoridades de los países en desarrollo, tema que Reisen ha estudiado a fondo durante años. Su recomendación es que deben restringirse las entradas de capital que incrementan la deuda cuando estos flujos parecen coincidir con una apreciación cambiaria insostenible, un nivel de riesgo excesivo en el sistema bancario y una fuerte reducción del ahorro privado. El autor considera que las recientes crisis cambiarias de los países en desarrollo, a menudo vinculadas a una falta de disciplina en la gestión de cartera de los sistemas financieros de estos países, son el resultado de una apertura financiera “desordenada” y de una gran afluencia de capital a corto plazo. Por lo tanto, es necesario mejorar la calidad de estos flujos desalentando el endeudamiento y fomentando las participaciones de capital. En el terreno de la oferta, Reisen estima que el avance hacia un sistema financiero mundial menos proclive a las crisis depende de la corrección de las distorsiones en la reglamentación, que intensifican la tendencia al comportamiento de rebaño, como lo ilustra el Acuerdo de Basilea sobre capital, y de la limitación del riesgo excesivo en las operaciones bancarias. El autor critica además el efecto de la “calificación soberana”, que ha contribuido a los altibajos del crédito en los mercados emergentes.

Si bien todos estos asuntos han sido analizados en forma más rigurosa y detallada en otros estudios, el libro es novedoso porque vincula las presiones sobre los fondos de pensiones, el ahorro y los flujos mundiales de capital. Los artículos son de fácil lectura, están bien fundamentados y se apoyan en abundante información empírica y una excelente bibliografía, que despertarán la confianza del lector en la perspectiva imparcial del autor.

Robert Holzmann

Edward Němeček

The International Monetary System

An Issue of Convertibility, Stability and Liquidity

Karolinum Press,
Charles University, Praga, 2000,
240 págs., US\$50 (tela)

ESTE libro se publicó en el momento de las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial celebradas en septiembre de 2000 en Praga. Su autor, Jefe del Departamento de Finanzas Públicas y Banca de Charles University, presenta un estudio histórico de la evolución del sistema monetario internacional. Němeček se refiere a tres problemas que se plantean en todo sistema económico al estructurar la política económica: la convertibilidad de la moneda, la estabilidad del poder adquisitivo y la liquidez. El libro incluye numerosos gráficos y cuadros.