

Alfred Steinherr

## Derivatives

**The Wild Beast of Finance**

Wiley, Nueva York, 1998, xvii + 430 págs.  
US\$79.95 (tela).

**E**STE LIBRO sobre los mercados de instrumentos derivados —bien escrito, claro y sin complicaciones técnicas— se basa en un estudio elaborado por el mismo autor, Alfred Steinherr, junto con David Folkerts-Landau, que ganó el primer premio en la competencia de AMEX Bank Review en 1994. El libro se centra en la rápida expansión de los mercados de instrumentos derivados (en particular el segmento extrabursátil), las graves dificultades financieras creadas por el uso indebido de estos instrumentos, los riesgos sistémicos que pueden surgir como resultado de estas dificultades, y las consecuencias de lo anterior en materia de políticas. La publicación es muy oportuna, dada la importancia de los instrumentos derivados y las actividades extrabursátiles durante las turbulencias de septiembre y octubre de 1998 en algunos mercados maduros y el reciente interés de los responsables de la política económica en las actividades de las instituciones que utilizan estos instrumentos.

El libro, dividido en cuatro secciones principales, comienza con una perspectiva histórica, que incluye un análisis de las principales funciones de los mercados financieros, la “americanización” de las finanzas (es decir, la importancia creciente de la liquidez y las cesiones de crédito), y la descripción de algunos casos conocidos de dificultades financieras vinculadas a instrumentos derivados (como la quiebra de Barings). Luego se describen detalladamente los mercados de instrumentos derivados, incluido su uso en la gestión del riesgo, su función económica y los diversos mecanismos para las transacciones de instrumentos derivados (fuera y dentro de la bolsa). En la tercera sección se examinan cuestiones de política, incluidos los riesgos sistémicos creados por los instrumentos derivados, y se trata de determinar si el actual marco de políticas es adecuado para administrar estos riesgos. Además, se proponen algunas opciones de política para abordar las deficiencias del marco de políticas. En la última sección se formulan algunas predicciones sobre la evolución de los mercados de instrumentos derivados.

La principal parte del libro es la tercera sección, que abarca cuestiones de orden público. Steinherr señala que el aumento de las transacciones de instrumentos derivados y la concentración de esta actividad en un número relativamente pequeño de instituciones ha incrementado el riesgo sistémico. En su opinión, la reglamentación financiera tradicional —orientada hacia las instituciones y los balances, en lugar de las funciones y los riesgos— no ha marchado al mismo paso que estos acontecimientos. Además, los enfoques alternativos tienen sus propios inconvenientes.

Steinherr propone un enfoque alternativo, que combinaría mejoras en la infraestructura financiera —en particular, el uso de cámaras de compensación o intercambios organizados para manejar los riesgos que actualmente se negocian mediante contratos extrabursátiles— y un nuevo marco reglamentario que abarcaría todas las instituciones financieras y se centraría en las funciones, no en las instituciones. Además, este nuevo marco dependería en mayor medida que el actual de la gestión del riesgo dentro del sector privado y en la aplicación de medidas para alentar a los intermediarios financieros a internalizar los riesgos.

Steinherr asegura que las medidas que propone reducirían el riesgo sistémico y limitarían el riesgo moral. Sin embargo, algunos lectores podrían no coincidir con el autor en lo que respecta al grado en que la gestión privada del riesgo y las medidas destinadas a promover la internalización de los riesgos pueden sustituir al actual sistema de supervisión y regulación oficial. Hasta los mejores especialistas en gestión de riesgos reconocen que ésta presenta importantes deficiencias; actualmente, la opinión general es que los modelos de riesgo interno —especialmente riesgo crediticio— deben ser mejorados antes de que puedan aplicarse a la regulación.

El libro es recomendable para quienes se interesan en la política financiera en general y en los aspectos de política vinculados con los instrumentos derivados en particular. La lectura resultará interesante y provechosa incluso para quienes no coincidan con algunas de las recomendaciones del autor en materia de políticas.

*Charles Kramer*

Padma Desai (a cargo de la edición)

## Going Global

**Transition from Plan to Market in the World Economy**

MIT Press, Cambridge, Massachusetts,  
1997, xiii + 507 págs., US\$63 (tela).



**E**L TEMA central de este libro —resultado de un proyecto patrocinado por el Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo de la Universidad de las Naciones Unidas— es la repercusión internacional de los cambios internos registrados en 12 economías en transición, Finlandia e India durante el período 1990–95. Se seleccionó a Finlandia debido a sus estrechas relaciones con las antiguas economías de planificación central y a India por haber abandonado una política de fuerte intervención estatal en la economía. Se examina la política de ajuste orientada al mercado en los regímenes comercial y cambiario y se evalúa el progreso logrado por estos países en la diversificación de sus estructuras comerciales y en sus esfuerzos por atraer inversión extranjera directa.

En la introducción, a modo de antecedente para los estu-

dios sobre cada país, Desai establece normas para evaluar lo logrado por las economías en transición en sus esfuerzos por abrirse a la economía mundial. Con estos indicadores, aborda una de los interrogantes fundamentales de la transición, a saber, si una reforma más rápida facilita la entrada a los mercados internacionales. Comprueba que esto, sumado a una reorientación amplia y simultánea de las políticas, acelera al parecer el crecimiento y la desinflación al tiempo que facilita la integración de los países en la economía mundial. Sin embargo, a corto plazo estas reformas parecen tener también un efecto adverso en el empleo. Por consiguiente, Desai estima que la reforma acelerada, con sus ventajas y desventajas, no es necesariamente más beneficiosa que una reforma gradual de menor envergadura que presenta pocas dificultades a corto plazo y, por lo tanto, menos riesgos de tener que dar marcha atrás. Pero concluye que si se estima que los riesgos no son grandes y los costos sociales a corto plazo son aceptables, la reforma acelerada puede ser beneficiosa.

En la sección sobre Europa central y oriental se examinan los casos de Hungría, Polonia y la República Checa y se incluye un análisis particularmente interesante de lo acontecido con la transición en Alemania oriental. Jürgen von Hagen destaca el carácter único de esta experiencia y señala que en la antigua República Democrática Alemana, que recibió grandes transferencias financieras, la unión de los sistemas administrativos y jurídicos, la acelerada privatización, y un considerable respaldo técnico facilitaron también una transición más rápida que en otros países. Al mismo tiempo, en Alemania oriental la red de protección social fue más eficaz en mantener a los grupos vulnerables al abrigo de las consecuencias más adversas de la transición. Sin embargo, señala que el mercado laboral de Alemania oriental fue incorporado al sistema de relaciones industriales de Alemania occidental, lo cual produjo una enorme destrucción del empleo.

La sección sobre Europa septentrional, que cubre los Estados Bálticos, incluye un interesante análisis, presentado por Urpo Kivikari, de los problemas afrontados por Finlandia como resultado de la transición en otros países y la disolución del Consejo de Asistencia Económica Mutua. Destaca en especial la forma en que Finlandia abordó las relaciones comerciales surgidas de la nueva estructura económica en Europa central y oriental y su posición como puerta de comunicación entre los antiguos estados comunistas y Europa occidental.

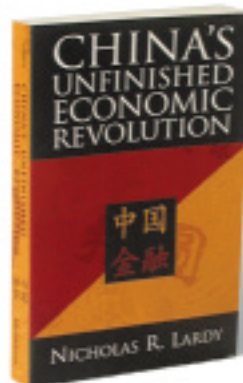
En la tercera sección se examinan los casos de Kazajstán, Rusia y Uzbekistán. El estudio sobre Kazajstán, preparado por Heiner Flassbeck, Lutz Hoffmann y Ludger Lindlar, se centra en la estabilización macroeconómica, las reformas internas y la implantación de un régimen de comercio exterior liberal, con un lúcido análisis de los primeros años de la transición. Los autores identifican algunas deficiencias del programa de estabilización de 1994 y sostienen que la aplicación de medidas de estabilización más heterodoxas habrían aminorado la caída del producto causada a medidas financieras restrictivas para combatir la inflación inercial.

En la sección sobre Asia se examina la experiencia de China, India y Vietnam. Manmohan Agarwal describe la evolución de India desde la independencia, destacando el alto

grado de participación estatal y la decisión de concentrar la inversión en los sectores básicos de la economía, considerada como una de las primeras enseñanzas provechosas de la experiencia de la antigua Unión Soviética. Seguidamente, describe la continua evolución de las políticas de desarrollo que comenzó tras la crisis económica de 1991 y señala que, si bien India siguió siendo una economía relativamente cerrada, se adoptaron importantes medidas para integrar el país a la economía mundial.

Este libro, de lectura muy amena, es un complemento valioso de los informes anuales sobre la transición preparados por el Banco Europeo de Reconstrucción y Fomento, y de otros análisis del período inicial de la transición.

*Eric Clifton*



Nicholas R. Lardy

### **China's Unfinished Economic Revolution**

Brookings Institution,  
Washington, DC, 1998, xi +  
304 págs., US\$44.95 (tela),  
\$18.95 (rústica).

**L**OS extraordinarios resultados económicos logrados por China desde que comenzaron a aplicarse reformas de mercado en 1978 ha suscitado gran interés. Muchos observadores han señalado que su estrategia de reforma gradual es un modelo para otras economías en transición y otros, que esta estrategia fue posible gracias a las excepcionales condiciones iniciales, incluida una economía principalmente agrícola, lo cual significa que otras economías en transición no siempre podrán lograr lo mismo con un programa de reformas similar.

Lardy observa que en este debate se pasa por alto el aspecto más importante: que el éxito de China ha tenido un costo económico real, identifica tres tendencias económicas interrelacionadas —en su opinión, insostenibles— surgidas en China durante las últimas dos décadas y señala que, para lograr un crecimiento vigoroso y sostenido a largo plazo, el país deberá resolver importantes problemas. Primero, el alto nivel de endeudamiento de las empresas del Estado frente a los bancos estatales. Segundo, el financiamiento acelerado que han otorgado estos bancos a las empresas estatales —muchas de las cuales no son comercialmente viables— y que ha reducido continuamente la calidad de su cartera de préstamos. Tercero, la marcada disminución del ingreso fiscal durante el período posterior a la reforma, que llegó al equivalente de la tercera parte del registrado en 1978 en relación con el producto. En consecuencia, el Estado ha debido imponer un nivel excesivo de obligaciones sociales a

las empresas públicas, debilitando aún más su posición financiera y la de sus acreedores.

Si bien el libro se centra en los sistemas bancario y financiero a fin de destacar la importancia de los obstáculos en materia de reforma que deberá afrontar China en el futuro, el autor dedica un capítulo completo a la evolución del sector de empresas estatales durante el período posterior a la reforma y a sus deficiencias. Señala que en los últimos 20 años las pérdidas de las empresas han aumentado continuamente, mientras que han disminuido las subvenciones fiscales para las empresas no viables. Al mismo tiempo, las empresas estatales se han visto abrumadas por las obligaciones en materia de pago de salarios, empleo y funciones sociales, lo cual —junto con la transferencia ilegal de activos públicos al sector no estatal y las reformas contables y tributarias— ha producido un deterioro de los indicadores financieros. Lardy concluye que “la falta de cambios fundamentales en lo que respecta a la propiedad y la gestión empresarial” es la causa de fondo del empeoramiento de los resultados financieros de las empresas estatales.

Los bancos, que han prestado gran parte de sus fondos a empresas estatales, han corrido una suerte similar. A fin de aclarar la relación entre los bancos y las empresas, el autor sigue la evolución del sistema bancario de China, incluida la creación y transformación de las instituciones financieras y el incremento y las características de las operaciones crediticias del sistema financiero. Luego analiza en detalle los puntos fuertes de los bancos en el área financiera y la amplitud del problema de los préstamos no productivos. Dada la escasez de información financiera sobre los bancos, esta labor es a la vez creíble y valiosa.

Según el autor, la mala situación financiera de los bancos estatales se debe a su limitada capacidad para evaluar proyectos con una óptica comercial y a un legado de dos décadas de financiamiento sin base comercial. El autor sostiene que, para completar la transición a una economía de mercado y mantener el crecimiento económico, China debe fortalecer su sistema bancario y darle un sólido enfoque comercial. Propone una serie de medidas, incluida la recapitalización de los bancos, el aumento de la competencia, la liberalización de las tasas de interés, una mayor regulación y supervisión prudencial, la racionalización y reducción de los impuestos sobre el sistema bancario, y una mayor independencia del banco central, todo ello acompañado por una reforma de las empresas estatales y las finanzas públicas, entre las cuales incluye una mejora de la ley de quiebras para proteger a los acreedores y la movilización de ingreso tributario adicional para financiar la recapitalización de los bancos y la reforma de las empresas.

Se explican minuciosamente las relaciones entre las empresas, los bancos y la política fiscal durante el proceso —gradual pero asombroso— de transformación económica de China. Además, hay algunas digresiones valiosas e interesantes, como un análisis del papel del financiamiento de los bancos estatales en la redistribución de los recursos financieros entre las provincias. Del amplio análisis de los problemas del sector bancario se deduce que en el futuro China afrontará grandes dificultades, si bien el autor señala que las recientes medidas adoptadas por los dirigentes son

importantes. En comparación, su propuesta para modernizar el sistema financiero, si bien completa, no analiza con el mismo detenimiento lo que respecta a la velocidad y secuencia óptimas de ejecución. Pero, después de todo, éste es un aspecto de la historia de China que aún no se ha manifestado plenamente.

*Aasim M. Husain*

## Financial Markets and Development Conference



**THE WORLD BANK GROUP**  
**THE INTERNATIONAL MONETARY FUND**  
 AND  
**THE BROOKINGS INSTITUTION**  
 conference on

### *Emerging Markets in the New Financial System: Managing Financial and Corporate Distress*

**March 30 – April 1, 2000**

Palisades, New York

The time is ripe for an annual forum to systematically monitor the development of financial markets in developing countries. This conference offers a unique setting to accomplish this goal, by bringing together stakeholders in financial systems in developing countries.

Southeast Asia, which is restructuring substantial corporate and financial debt, provides the backdrop for this year's conference. Participants will discuss this restructuring process, explore which type of efforts have worked best, and draw applicable lessons for the future.

Featured topics include:

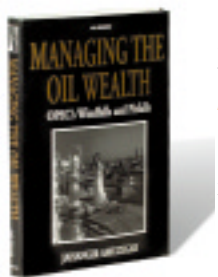
- ◆ Assessment of the Financial and Corporate Restructuring in Asia
- ◆ Private Capital Flows to Developing Countries: The Aftermath of the Crisis
- ◆ Post-Asian Crisis Perspectives on Private and Sovereign Risk Management

Contributors include Thomson BankWatch, JP Morgan, The World Bank and The International Monetary Fund.

View the results of last year's conference at:

<http://www.brookings.org/es/international/bi-wb/default.htm>

For further information, please contact Sarah Johnson at (202) 473-0266 or [sjohnson4@worldbank.org](mailto:sjohnson4@worldbank.org).



Jahangir Amuzegar

### **Managing the Oil Wealth**

**OPEC's Windfalls and Pitfalls**

I.B. Tauris, London y Nueva York, 1999,

xiii + 266 págs., £35/US\$65 (tela)

**E**n esta obra que incita a la reflexión, escrita por una autoridad en la materia, Jahangir Amuzegar presenta una descripción cuidadosamente fundamentada —en extensas investigaciones y datos meticulosamente recopilados— de la historia de 13 países con una gran riqueza petrolera: sus aspiraciones y programas económicos, sus estrategias para superar —de un día para otro— la distancia que los separa de los países de Occidente y, finalmente, la embarazosa situación en que se han encontrado al no poder realizar el ambicioso proyecto de reducir su dependencia con respecto al petróleo y sentar las bases de un crecimiento económico sostenido. Lectura obligada para todo estudiante de economía política.

Cuando tantos países pueden “malgastar” tanta riqueza en tan poco tiempo, cabe preguntarse si pesa una maldición sobre los individuos o países que se enriquecen con demasiada rapidez. Este problema, que ha desconcertado a los especialistas desde que las impresionantes alzas del petróleo de 1973–74 produjeron el mayor traspaso de riqueza en tiempos de paz, es el tema central del libro. Amuzegar, ex Ministro de Hacienda de Irán (uno de los países fundadores de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)) y ex Director Ejecutivo del FMI, ha escrito profusamente sobre cuestiones financieras internacionales y sobre la economía de Irán y otros países exportadores de petróleo.

En este estudio, que cubre los 20 años comprendidos entre 1973–74 y 1994, se examinan las estrategias económicas de los países y los resultados obtenidos, y se evalúan los logros a la luz de los objetivos fijados y las normas internacionales usadas para evaluar resultados económicos. Los países exportadores de petróleo se habían propuesto establecer las bases de una economía viable, ya no fundada en el petróleo, sustituyendo sus riquezas naturales por capital físico y humano en forma de —entre otras cosas— una amplia infraestructura, sistemas de riego y armamento modernos, y una población mucho mejor educada con una mayor expectativa de vida.

Sin embargo, los extraordinarios logros de estos países no reflejan totalmente la realidad. Muchos de los proyectos de estos países, percibidos como símbolo de prestigio nacional, fueron emprendidos sin un análisis apropiado de costos y beneficios, y tuvieron un enorme sobrecosto. Por otra parte, los países de la OPEP crearon grandes sistemas de bienestar social, suministrando servicios sociales y de salud prácticamente sin cargo como una forma de compartir la riqueza proveniente del petróleo. Lo que es peor, estos gigantescos programas de gasto dependían de que aumentara el ingreso del petróleo, lo cual no ocurrió. Finalmente, en lugar de

convertirse en los banqueros del mundo, estos países entraron a formar parte del club de deudores.

Como únicos propietarios de la riqueza del petróleo, los gobiernos de los países de la OPEP fueron, en gran medida, responsables por los reveses que sufrieron estos países. Elevaron las expectativas al aplicar una política fiscal encaminada a distribuir los nuevos recursos entre los ciudadanos, asignando un papel secundario a las políticas monetaria y cambiaria. Esta combinación de políticas produjo, necesariamente, el “mal holandés”, que ha afectado a todos los países de la OPEP en uno u otro momento (el fenómeno que se produce cuando el descubrimiento de recursos naturales en un país crea una nueva industria próspera, como consecuencia de lo cual las industrias tradicionales pierden su competitividad internacional). La apreciación del tipo de cambio y la estrategia global de promoción de industrias de sustitución de importaciones desalentaron otras exportaciones, motivaron inversiones en áreas en que estos países no tenían ventajas comparativas y produjeron graves distorsiones de los precios y una mala asignación de recursos. Con el tiempo, todos estos países registraron déficit fiscales y de balanza de pagos, así como altos niveles de inflación y de desempleo. Irónicamente, en 1994 su ingreso per cápita era más bajo que durante la década anterior al alza del petróleo registrada en 1973–74.

Amuzegar examina varias teorías estructurales y neoclásicas tratando de explicar qué falló. Ninguna teoría parece explicar, por sí sola, los resultados económicos globales o relativos de estos países, ni las diferencias entre sus sistemas económicos y políticos. El autor concluye que el éxito de un país puede atribuirse a una combinación de factores e identifica diez factores que pueden garantizar resultados económicos perdurables y satisfactorios: una población relativamente pequeña o una baja tasa de crecimiento demográfico, una inversión relativamente importante en capital físico y humano, un bajo nivel de consumo del sector público, mínimas distorsiones de salarios y precios, un ajuste oportuno y adecuado ante el fenómeno de auge y caída vinculado al petróleo, la existencia de un respaldo cultural y empresarial, un mercado interno suficientemente desarrollado, la disponibilidad de recursos no petroleros, una distribución relativamente equitativa del ingreso, y un gobierno eficiente. Indudablemente, es una larga lista. El autor señala que ningún país contó con todos estos factores en la medida necesaria.

*Hassanali Mehran*

**Diseño de la portada:** Dale Glasgow

**Ilustraciones:** Página del índice, págs. 2, 3, 4, 5, 6, 9, 11, 13, 14, 16 y 18: Dale Glasgow; página del índice, págs. 24 y 48: Massoud Etemadi; pág. 28: Michelle Lana.

**Fotografías:** Págs. 2 y 3, fotos de libros y de los autores: Unidad de Fotografía del FMI; pág. 40: Banco Mundial; págs. 52 y 56: Uniphoto.