

201
Gira de Köhler
por África

201
Uruguay canjea la
deuda con éxito

208
Reforma del sector
financiero

210
Las metas explícitas
de inflación bajo
la lupa

212
La política fiscal y la
economía informal

213
Harberger y el
asesoramiento a
América Latina

y...

206
Publicado en Internet

207
Publicaciones
recientes

209
Tasas del FMI

Köhler se reúne con dirigentes etíopes en su primera escala en África

Horst Köhler, Director Gerente del FMI, viajó a Etiopía el 5 de julio para analizar las dificultades que enfrenta este país asolado por la sequía y hacer hincapié en el firme respaldo institucional a sus aspiraciones de crecimiento económico y reducción de la pobreza a largo plazo. También visitó Kenya, Madagascar y Mozambique, en donde asistió a la cumbre de jefes de Estado de la Unión Africana.

Etiopía, uno de los países más pobres, lucha por superar los efectos devastadores de una grave sequía. Köhler tuvo oportunidad de observar en directo los problemas socioeconómicos que enfrenta y de analizar la situación económica con un amplio espectro de funcionarios del Gobierno y representantes de la sociedad civil.

En reuniones con el Primer Ministro, Meles Zenawi, el Ministro de Hacienda, Sufian Ahmed, y el equipo económico, Köhler mostró su satisfacción por las acciones firmes que adoptó el país para superar los efectos inmediatos de la sequía, y por su decisión de tomar medidas estructurales y duraderas, como la modernización agrícola y la inversión en infraestructura socioeconómica destinada a garantizar la seguridad alimentaria.

(Continúa en la página 202)



Joven de Etiopía. El país está luchando contra las consecuencias de una grave sequía.

El espíritu de cooperación contribuyó al éxito del canje uruguayo

El 29 de mayo, el Gobierno uruguayo canjeó alrededor de la mitad de su deuda total por nuevos bonos con vencimientos posteriores pero a tasas de interés casi idénticas. Gracias al canje —componente crítico del programa de reactivación económica—, el país logró aliviar radicalmente el servicio de la deuda tras sufrir sacudidas externas, una grave crisis financiera y una recesión profunda. Gilbert Terrier (Departamento del Hemisferio Occidental), Rupert Thorne y Peter Breuer (Departamento de Mercados Internacionales de Capital) exponen las características de la operación, su atractivo para los inversionistas y lo que podría enseñarles a otros países.

A comienzos de año, la economía uruguayana tenía graves problemas: la producción había caído

más del 17% en cuatro años, la relación deuda pública/PIB se acercaba al 100%, el sistema bancario había pasado por una crisis y la calificación crediticia del país se había venido abajo. El Gobierno podía emitir títulos de deuda únicamente a unas semanas de plazo, y la gran necesidad de financiamiento residual no daba indicios de disiparse en el futuro inmediato.

Para responder a esta situación, las autoridades tenían en marcha un programa económico integral respaldado por un acuerdo de derecho de giro suscrito por un monto excepcionalmente elevado con el FMI, y también asistencia del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo. En un principio se concentraron en estabilizar la economía haciendo ajustes

(Continúa en la página 203)

Etiopía avanza en la reducción de la pobreza

(Continuación de la página 201) También hizo hincapié en el papel decisivo de la comunidad internacional para ayudar a Etiopía a sobreponerse a esta difícil situación.

Lucha contra la pobreza

El Gobierno de Etiopía está haciendo considerables avances contra la pobreza y destina una proporción cada vez mayor del gasto público a los sectores sociales y al alivio de la pobreza. Estos esfuerzos también cuentan con el apoyo del FMI mediante un préstamo a tres años por US\$140 millones, en condiciones concesionarias, en el marco del servicio para el crecimiento y la lucha contra la pobreza (SCLP).

Entre 1999/2000 y 2002/03, la proporción del gasto destinado a la reducción de la pobreza en relación con el PIB pasó del 8% al 18%. En el curso de las conversaciones

que sostuvo con Zenawi y con el equipo económico, Köhler propuso medidas que, con la asistencia de los socios para el desarrollo, podrían ayudar a Etiopía a avanzar hacia los Objetivos de Desarrollo del Milenio (ODM) fijados por las Naciones Unidas, y en particular, a reducir sustancialmente la pobreza. Coincidieron en la necesidad de garantizar un crecimiento agrícola fuerte y sostenible y promover la participación del sector privado.

Crecimiento económico y sostenibilidad de la deuda

La estrategia integral de Etiopía para el desarrollo sostenible y el alivio de la pobreza aspira a un crecimiento del PIB real del 7%, en congruencia con la meta fijada por la Nueva Asociación para el Desarrollo de África. Es factible lograr o superar ese objetivo, dijo Köhler a la prensa, “si se acelera el ritmo de la reforma estructural, se extiende la del sector financiero, y se mejora en gran medida el clima para la inversión privada, interna y externa, a fin de propiciar la generación de empleo e ingresos”.

En noviembre de 2001, Etiopía alcanzó el punto de decisión de la Iniciativa reforzada para los países pobres muy endeudados (PPME); el alivio de su deuda se estima en US\$1.900 millones. Según Köhler, “existen buenas perspectivas para que Etiopía llegue al punto de culminación de la Iniciativa para los PPME a comienzos de 2004, y así contribuya a la sostenibilidad de la deuda”. En ese sentido, instó a los donantes a brindar la asistencia que Etiopía tanto necesita y a hacerlo, en la medida de lo posible, en forma de donaciones. ■



Köhler y el Primer Ministro Zenawi (abajo, a la der.) acordaron medidas para hacer avanzar a Etiopía hacia los Objetivos de Desarrollo del Milenio, sobre todo el alivio de la pobreza.



Uruguay insiste en la consulta y la comunicación

(Continuación de la página 201) fiscales (pero cuidándose de no dañar la red de protección social), dejando flotar el tipo de cambio y abordando la crisis bancaria; a continuación, procedieron a organizar una operación que corrigiera las deficiencias de financiamiento de los años siguientes y garantizara una deuda sostenible a mediano plazo.

Cómo se organizó el canje

El objetivo de las autoridades y de los asesores jurídicos y financieros con los que trabajaron en estrecha colaboración era ejecutar un canje con amplia participación que prorrogara los vencimientos y redujera el valor actual neto (VAN) de la deuda. Para lograr esa meta, pusieron en marcha una operación voluntaria con un tratamiento equitativo de los tenedores de bonos y recurrieron a una sólida estrategia de comunicación para convencerlos de las ventajas de participar.

El canje abarcó títulos nacionales e internacionales por un principal de US\$5.400 millones (es decir, un 45% del PIB nacional). Estaba dividido en tres ofertas simultáneas: 46 valores nacionales por un total de US\$1.600 millones, 18 bonos internacionales

que totalizaban US\$3.500 millones y un bono samurai por unos US\$250 millones. Las primeras dos estuvieron estructuradas como canjes por títulos nuevos; en el caso del bono samurai, se enmendaron las condiciones en una asamblea de tenedores de deuda. Los bonos participantes estaban denominados principalmente en dólares de EE.UU. y su vencimiento iba desde unos días tras el cierre de la oferta hasta el año 2027.

La prioridad al promocionar el canje fue comunicar claramente a los inversionistas cuáles eran las metas y los resultados previstos. Desde el comienzo, las autoridades organizaron consultas oficiosas con los tenedores de bonos, y después de anunciar oficialmente el canje el 11 de marzo, emprendieron una gira informativa durante la cual recorrieron Estados Unidos, Europa y Uruguay. En reuniones organizadas a nivel grupal e individual, se ocuparon de exponer las limitaciones financieras a las que se encontraba sometido el país y tomaron nota de las sugerencias que los inversionistas podían ofrecerles en cuanto a la estructuración del canje. El lanzamiento oficial de la operación, que tuvo lugar el 10 de abril, estuvo seguido de una segunda gira que

La prioridad al promocionar el canje fue comunicar claramente a los inversionistas cuáles eran las metas y los resultados previstos.

Postulación de Raghuram Rajan al cargo de Consejero Económico del FMI

El 2 de julio, Horst Köhler, Director Gerente del FMI, anunció la intención de postular a Raghuram Rajan, actualmente profesor de Finanzas de la Universidad de Chicago, al cargo de Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI, que dejará vacante el titular actual, Kenneth Rogoff, al volver a la vida universitaria en el próximo ciclo lectivo.

Köhler señaló que Rajan ha sido pionero en temas vinculados al sector bancario y financiero, destacó su rutilante carrera y su vasta experiencia, y añadió que “la arraigada solidez intelectual que aportará al FMI enriquecerá el programa de estudios de la institución, permitiéndole ubicarse a la vanguardia de la práctica y la teoría económica. Su experiencia en el sector financiero servirá para afianzar el papel central que desempeña el FMI en la estabilidad macroeconómica y financiera”. Como Consejero Económico, Rajan “nos ayudará a cumplir la obligación de brindar respaldo a los países miembros en un entorno mundial cada vez más complejo y difícil”, manifestó Köhler.

Rajan, de 40 años de edad y nacionalidad india, es autor de numerosas obras sobre economía y finanzas. Previamente a la Universidad de Chicago, fue catedrático

en el Massachusetts Institute of Technology, en Northwestern University y en Estocolmo. En enero de 2003, la American Finance Association le otorgó el primer premio Fisher Black entre los candidatos de menos de 40 años que más han contribuido a la teoría y la práctica de las finanzas.

Rajan es Director de la American Finance Association, Subjefe de redacción de American Economic Review, y Director del programa de finanzas empresariales del Instituto Nacional de Investigación Económica, y ha prestado servicios de consultoría a la Reserva Federal estadounidense, al Banco Mundial, al FMI y a otras instituciones financieras.

El texto completo, en inglés, del comunicado de prensa 03/100 con el anuncio de la postulación aparece en el sitio del FMI en Internet (www.imf.org).



tenía por finalidad explicar los detalles definitivos del canje y recalcar sus ventajas.

Tal como quedó finalmente estructurada, la operación ofrecía a la mayoría de los tenedores de bonos dos alternativas, ambas aproximadamente a la par:

- Los “bonos de mayor plazo”, con condiciones parecidas pero con un prolongamiento de cinco años, destinados por su simplicidad al pequeño inversionista.

- Los “bonos de referencia”, pensados principalmente para los inversionistas institucionales, que ofrecían mayor liquidez y un vencimiento incluso posterior a los de mayor plazo.

El FMI dio todo su apoyo al canje como elemento crítico del programa oficial (véase el recuadro).

Cómo se fomentó la participación

Como la rentabilidad de los cupones se mantuvo a un nivel muy inferior al que ofrecía el mercado secundario nacional, el principal incentivo desde el punto de vista de los inversionistas fue el hecho de que el canje contribuiría a la capacidad del país para atender el servicio de la deuda. El Gobierno uruguayo advirtió que, sin canje, posiblemente no pudiera cumplir con todos los pagos, incluso los de 2003, pero como nunca incumplió durante el período de la oferta, logró mantener la confianza de los inversionistas.

Uno de los temas que despertaba más interés era el tratamiento que Uruguay reservaba para las futu-

ras obligaciones por los bonos no canjeados. Las autoridades dejaron en claro que pensaban saldar por completo todas las deudas, de ser posible, pero que si surgían dificultades los nuevos bonos tendrían preferencia a la hora del pago. Este fue un incentivo decisivo para muchos inversionistas.

Solo una participación nutrida en el canje permitiría lograr el alivio de la deuda necesario; por lo tanto, las autoridades estipularon que no se concretaría con menos del 80% de los tenedores. (En realidad se comprometieron a poner en marcha la operación con una participación total del 90% —del capital con vencimientos originales hasta el 31 de diciembre de 2008—, pero se reservaron la decisión si el porcentaje estaba entre el 80% y el 90%.)

Varios mecanismos tenían por objeto fomentar la participación y desalentar la abstención:

- Al permitir el canje de los bonos viejos por nuevos bonos de referencia de una emisión más grande, Uruguay buscaba aumentar la ponderación que recibe en los índices de bonos internacionales que más siguen de cerca los inversionistas, aumentando así la liquidez y estimulando la demanda.

- En el caso de los bonos internacionales, una mayoría de los antiguos tenedores podían aprobar la reducción de la liquidez de los viejos títulos y de la capacidad de los tenedores para exigir el pago del servicio de la deuda. Los nuevos bonos estaban estructurados con un fideicomiso que recibiría los pagos en nombre de los tenedores y se los distribuiría, reduciendo el riesgo de que los frenaran los tenedores de los viejos bonos.

- Se notificó a las instituciones financieras nacionales que los viejos bonos recibirían un tratamiento menos favorable de los entes reguladores de bancos y cajas de jubilaciones porque perderían liquidez.

Los nuevos bonos internacionales incluían cláusulas de acción colectiva (CAC) con una estipulación novedosa: la mayoría del 75% necesaria para enmendar las condiciones de pago de cada serie se reducía a dos tercios con la aprobación de un 85% como mínimo del capital total de todas las series afectadas. Uruguay fue el primer deudor soberano en estipular ese mecanismo.

El bono samurai ya contenía una cláusula de acción colectiva que, en otra ocasión histórica, se utilizó para diferir el vencimiento en una asamblea de tenedores en Tokyo.

Expectativas superadas

El canje atrajo a numerosos inversionistas de toda clase y fue bien recibido por el mercado. La adhesión global fue excepcional —un 92,5% de los bonos ofrecidos— y, contrariamente a lo previsto, en el caso de los bonos con vencimientos hasta fines de 2008 fue aun mayor: 93,5%. Con los bonos exter-

El papel del FMI

Al respaldar el canje de la deuda uruguaya, que formaba parte del programa económico general sustentado por un acuerdo de derecho de giro, el FMI avaló concretamente los objetivos de resolver las deficiencias de financiamiento a corto plazo y restablecer la viabilidad de la deuda a mediano plazo, dejando la estructuración de la operación en manos de los dirigentes y sus sucesores. El personal del FMI se mantuvo en estrecho contacto con ellos a lo largo de la operación, concentrado en el cumplimiento de ambos objetivos.

El 10 de abril —fecha de lanzamiento del canje—, Horst Köhler, Director Gerente del FMI, anunció por escrito a la comunidad financiera que respaldaba el programa económico del gobierno, señalando que se necesitaría una amplia participación en el canje para lograr los objetivos de financiamiento que permitirían a la institución seguir adelante con los desembolsos. Antes de fin de mes, las autoridades dieron a conocer el informe del personal del FMI sobre la segunda revisión del acuerdo de derecho de giro, que describía en detalle el desempeño del país en el marco del programa junto con un análisis de la sostenibilidad de la deuda basado en el éxito del canje.

nos, alcanzó el 89,2%, y con los nacionales, el 98,8%. En la asamblea de Tokyo estuvo representado el 80% de los tenedores de bonos samurai y más del 99% de los votos emitidos fue a favor de la enmienda.

Obviamente, la estrategia de comunicación de las autoridades atrajo a todo tipo de inversionistas: pequeños e institucionales, residentes y extranjeros. Las instituciones nacionales participaron sin excepción. Los corredores de bolsa se pusieron en contacto con toda la clientela para fomentar el programa.

La adhesión no fue inmediata. Muchos inversionistas se manifestaron favorables desde el comienzo, pero la mayoría no lo aceptó oficialmente sino hasta los últimos días de las cinco semanas de duración de la oferta (véase el gráfico). Esta tendencia es parecida a la observada en otros canjes. En el caso de algunos títulos, la participación fue inferior a lo esperado: menos del 80% para los bonos en euros, en parte a causa de problemas administrativos que impidieron la comunicación con los pequeños inversionistas hasta tarde, y menos del 60% en promedio para las notas Brady, ya que algunos tenedores de larga data preferían la estructura de los viejos títulos.

Los mercados se mantuvieron atentos a la operación y reaccionaron favorablemente al anuncio y a los resultados del canje. A lo largo de su duración, la curva de rentabilidad post canje que implicaban los precios de mercado de los viejos títulos se mantuvo bastante estable y bajó del 18% al 16% entre principios de abril y de mayo. Cuando se anunció el cierre a mediados de mayo y desapareció el riesgo de que el canje fracasara, la rentabilidad de los nuevos bonos de referencia disminuyó a alrededor del 13%, y ahora está apenas por encima del 11%. Dos grandes calificadoras de riesgo también elevaron el tope de la deuda soberana uruguaya en respuesta al canje.

Lecciones y repercusiones

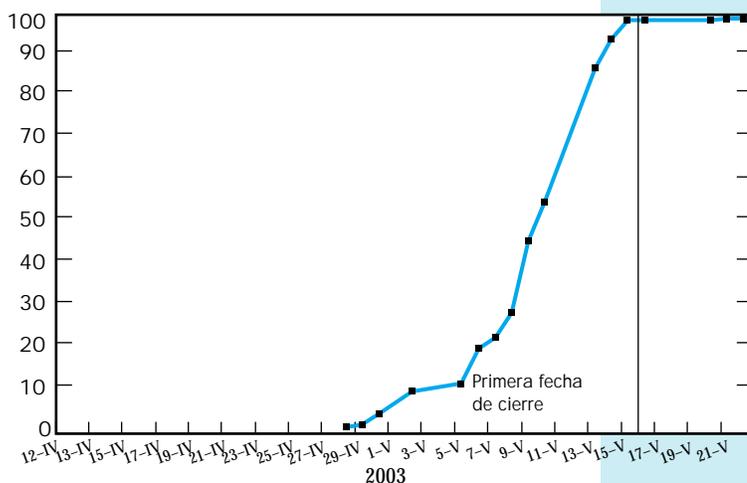
En resumidas cuentas, el canje cumplió con las metas de alivio de la deuda. El principal de los bonos a mediano y largo plazo que vencían hasta fines de 2003 se redujo de US\$469 millones a US\$23 millones, y el correspondiente al período 2003-07, de US\$2.100 millones a US\$300 millones (véase el gráfico de la pág. 206). En ese periodo, las obligaciones totales de servicio de la deuda disminuyeron de US\$3.500 millones a US\$1.800 millones. El VAN de los bonos ofrecidos perdió en promedio un 20%, medido según las condiciones de mercado vigentes en el momento de la oferta. Eso se logró estirando los vencimientos sin modificar el cupón de alrededor del 7%, aunque la rentabilidad en el mercado fue muy superior. A la vez, los beneficios desde el

punto de vista del flujo de efectivo mejoraron el perfil de endeudamiento a mediano plazo: está previsto que la relación deuda/PIB baje poco a poco a menos del 60%.

¿Cuáles son los motivos que explican que la operación de canje haya despertado una adhesión tan fuerte? La mayoría de los inversionistas parece haber decidido que era muy riesgoso *abstenerse* de participar, en vista de las dificultades del país para atender el servicio de la deuda original y las facetas jurídicas del canje. También se sumó la inquietante posibilidad de perder pagos y liquidez con los bonos antiguos.

La aceptación dentro del país no se concretó hasta el final

(Tasa porcentual de aceptación acumulativa)



Datos: Banco Central del Uruguay.

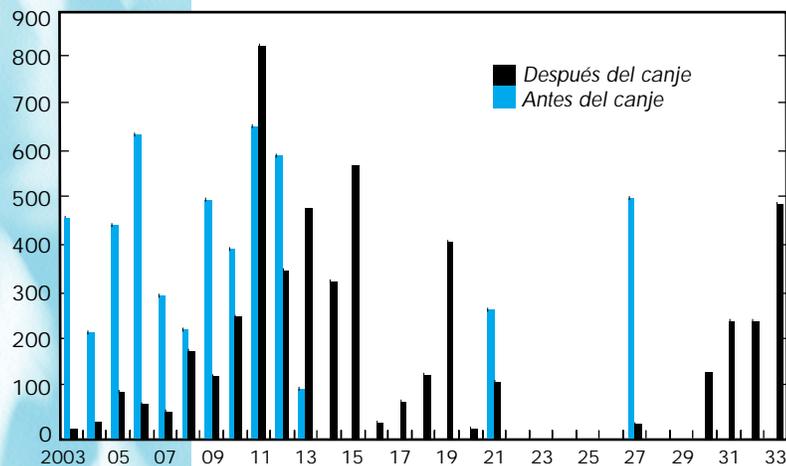
A nivel más general, las extensas consultas previas de las autoridades con los inversionistas contribuyeron a aclarar las limitaciones financieras del país, tener en cuenta las preferencias de los interesados y dar una impresión favorable. Con los títulos nacionales quizás haya entrado en juego el sentimiento patriótico del pequeño inversionista. Además, la oferta coincidió con un repunte de los valores de mercados emergentes. Eso alentó el optimismo respecto de la operación, y el aumento de los precios de los bonos uruguayos agravó el riesgo para los acreedores que se abstuvieran en caso de que no se pudieran saldar los bonos antiguos después del canje.

Uruguay se vio asimismo en la situación afortunada de poder concretar el alivio de la deuda prorrogando los vencimientos, pero sin tener que reducir ni el valor ni el interés nominal de los títulos. Los cupones vigentes ofrecían un bajo interés porque los bonos uruguayos habían sido declarados de

primera calidad apenas un año antes de que el canje tuviera lugar. El hecho de mantener los mismos intereses y hacer a la vez una pequeña quita del VAN probablemente haya hecho que la cooperación resultara más fácil. Los inversionistas, por su parte,

La mayoría de los reembolsos de principal se prorrogaron como mínimo cinco años

(Millones de dólares de EE.UU.)



Datos: FMI.

se mostraron más dispuestos a aceptar el canje porque, en términos generales, eran conscientes de las dificultades financieras que atravesaba el país (y las atribuían en gran medida a una sacudida externa) y

reconocían los esfuerzos por lograr una solución mancomunada.

¿Podrá haber imitadores?

Determinados aspectos de la operación de canje organizada por Uruguay podrían servir de guía a otros gobiernos que se encuentren en situaciones parecidas, pero no sería prudente generalizar del todo. Otros casos podrían resultar más difíciles al exigir un recorte mayor del VAN o porque los bancos nacionales tienen grandes volúmenes de deuda estatal.

Con todo, no cabe duda de que las extensas consultas oficiales propiciaron el consenso y demostraron que la cooperación puede atraer a numerosos inversionistas de todo tipo. La participación casi total de los pequeños inversionistas nacionales revela que los corredores de bolsa, los bancos y otros intermediarios pueden movilizar a grupos muy dispersos. El canje también mostró la importancia de exponer razones contundentes sobre la necesidad de alivio de la deuda y tener un programa económico verosímil, además de un sólido respaldo del sector oficial.

No obstante, queda por ver si otras economías de mercado emergente podrán repetir el éxito de Uruguay, un país pequeño y socialmente integrado. Asimismo, la menor adhesión que atrajeron los bonos en euros y las notas Brady significa que hay dificultades por superar, sobre todo para lograr una participación muy nutrida de los pequeños inversionistas internacionales y otros inversionistas a largo plazo. ■

Publicado en Internet, en inglés (www.imf.org)

Comunicados de prensa

- 03/99: El FMI concluye la tercera revisión del programa de Madagascar respaldado por el SCLP y aprueba un desembolso de US\$15,9 millones, 30 de junio
- 03/100: El Director Gerente del FMI postula a Raghuram Rajan como Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI, 2 de julio (véase la pág. 202)
- 03/101: El Director Gerente del FMI hará una gira por cuatro países africanos y hablará ante la reunión de jefes de Estado de la Unión Africana en Maputo, 2 de julio
- 03/102: El FMI concluye en principio la segunda revisión y aprueba un préstamo de US\$6 millones en el marco del SCLP para Albania, 2 de julio
- 03/103: Anne Krueger manifiesta satisfacción por la emisión monetaria en Iraq, 7 de julio
- 03/104: El FMI concluye la primera revisión del acuerdo de derecho de giro suscrito con Bolivia y aprueba un desembolso de US\$15 millones, 7 de julio

03/105: Declaración a la prensa del Director Gerente del FMI en Addis-Abeba, 8 de julio

Notas de información al público

- 03/79: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Burkina Faso, 30 de junio
- 03/80: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Samoa, 30 de junio
- 03/81: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con la República del Congo, 30 de junio
- 03/82: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Eritrea, 1 de julio
- 03/83: El FMI concluye la consulta del Artículo IV correspondiente a 2003 con Kiribati, 7 de julio

Discurso

"Implementing the Monterrey Consensus", Horst Köhler, Director Gerente del FMI, en la reunión de alto nivel del ECOSOC, Ginebra, 30 de junio

Publicaciones recientes
IMF Working Papers (Documentos de trabajo; USS15)

- 03/122: "Rating the Rating Agencies; Anticipating Currency Crises or Debt Crises", Amadou N. Sy
 03/123: "An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth", Giovanni Favara
 03/124: "Trade Liberalization and Real Exchange Rate Movement", Xiangming Li
 03/125: "Modeling Stochastic Volatility with Application to Stock Returns", Noureddine Krichene
 03/126: "Determinants of Inflation in a Transition Economy: The Case of Ukraine", Bogdan Lissovlik
 03/127: "Trade Credit and the Effect of Macro-Financial Shocks: Evidence from U.S. Panel Data", Woon Gyu Choi y Yungsan Kim
 03/128: "Capital Operating Time and Total Factor Productivity Growth in France", Luc D. Everaert y Francisco Nadal De Simone
 03/129: "Does Inflation Targeting Matter?" Laurence Ball y Niamh Sheridan

IMF Country Reports (Informes del FMI sobre las economías nacionales; USS15)

(El nombre de un país indica que el informe trata sobre la consulta del Artículo IV.)

- 03/163: Morocco: Statistical Appendix
 03/164: Albania: Poverty Reduction Strategy Paper Progress Report
 03/165: Eritrea
 03/166: Eritrea: Selected Issues and Statistical Appendix
 03/167: Senegal
 03/168: Senegal: Statistical Appendix
 03/169: Lesotho: Fourth Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility Arrangement and Request for Waiver of Performance Criteria
 03/170: Lesotho: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Progress Report
 03/171: Lesotho: Poverty Reduction Strategy Paper Progress Report
 03/172: Ukraine: 2003 Article IV Consultation
 03/173: Ukraine: Selected Issues
 03/174: Ukraine: Statistical Appendix
 03/175: Democratic Republic of the Congo: Selected Issues and Statistical Appendix
 03/176: Papua New Guinea: Selected Issues and Statistical Appendix
 03/177: Bangladesh: Interim Poverty Reduction Strategy Paper
 03/178: Papua New Guinea
 03/179: Bolivia: Request for Stand-By Arrangement
 03/180: Pakistan: Fifth Review Under the Three-Year

- Poverty Reduction and Growth Facility and Request for Waiver and Modification of Performance Criteria
 03/181: Colombia: First Review Under the Stand-By Arrangement
 03/182: Sierra Leone: Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
 03/183: Sierra Leone: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
 03/184: Republic of Congo: Statistical Appendix
 03/185: Bangladesh: Report on the Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Module
 03/186: Bangladesh: Joint Staff Assessment of the Interim Poverty Reduction Strategy Paper
 03/187: Republic of Poland
 03/188: Republic of Poland: Selected Issues
 03/189: Republic of Poland: Report on the Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Module—Update
 03/190: Cape Verde: Poverty Reduction Strategy Paper Preparation Status Report
 03/191: People's Republic of China—Hong Kong Special Administrative Region: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes
 03/192: Rwanda: First Review Under the Three-Year Poverty Reduction and Growth Facility and Request for Waiver of Performance Criteria
 03/193: Republic of Congo
 03/195: Samoa
 03/196: Samoa: Selected Issues and Statistical Appendix
 03/197: Burkina Faso
 03/198: Burkina Faso: Statistical Annex
 03/199: Kenya
 03/200: Kenya: Selected Issues and Statistical Appendix
 03/201: Republic of Mozambique: Joint Staff Assessment of the Poverty Reduction Strategy Paper
 03/202: Albania: Report on the Observance of Standards and Codes—Fiscal Transparency Module
 03/203: Madagascar: Third Review Under the Poverty Reduction and Growth Facility

Otras publicaciones

- Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*, Manmohan S. Kumar (IMF Occasional Paper No. 221, USS25; para catedráticos y estudiantes universitarios USS22)



Los pedidos deben dirigirse a: IMF Publication Services, Box X2003, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430; fax: (202) 623-7201; correo electrónico: publications@imf.org.

En el sitio www.imf.org se publica información en inglés sobre el FMI, entre la que se incluye la versión completa del *Boletín del FMI*, el *Suplemento anual sobre el Boletín del FMI, Finanzas & Desarrollo*, el catálogo actualizado de publicaciones y los tipos de cambio diarios del DEG con respecto a 45 monedas. El texto completo en inglés de todos los documentos de trabajo del FMI y de los documentos de análisis de política económica también puede consultarse en dicho sitio. En www.imf.org/external/spa/index.htm se presenta una selección de documentos en español.

La reforma del sector financiero crea su propio ímpetu, según un estudio del FMI

El último cuarto de siglo ha sido una época de intensa liberalización financiera en el mundo entero. ¿Cómo y por qué? Un nuevo análisis estadístico de las causas y los tiempos de la reforma financiera concluye que la liberalización es una reacción combinada a la evolución de las condiciones económicas y políticas y que se alimenta de las reformas que la precedieron.

Si bien la reforma del sector financiero ha sido un tema prioritario durante varias décadas, la liberalización ha seguido cursos muy distintos según el país: en algunos lenta, en otros rápida; en algunos un pequeño ajuste, en otros un cambio radical.

Hay muchos estudios sobre las consecuencias de la liberalización del sector financiero, pero no sobre sus causas. En un nuevo análisis, Abdul Abiad y Ashoka Mody, del Departamento de Estudios del FMI, trabajaron con un nuevo banco de datos multinacionales para encontrarlas, a la luz de la experiencia de 35 países entre 1973 y 1996.

Su conclusión es que la liberalización es una combinación de cambios causados por “sacudidas” económicas y políticas, y potenciados por un proceso autosustentado que los autores llaman “aprendizaje”. Las reformas de los países vecinos también parecen influir. Entre las sacudidas económicas, las crisis desencadenan una acción, pero no siempre en la misma dirección. Según los autores, “cuando las cosas se ponen graves, hay aparentemente necesidad de hacer algo, no importa qué”.

El papel del aprendizaje y de las sacudidas
¿A qué responde el cambio? Abiad y Mody ofrecen cinco conclusiones concretas de la abundancia de datos multinacionales.

Cómo se hizo el estudio

Uno de los problemas para estudiar los factores que deciden la transición a la liberalización financiera es la falta de un conjunto de datos multinacionales. El estudio de Abiad y Mody usa un nuevo índice de 35 países, preparado por la División de Estudios Financieros del Departamento de Estudios del FMI, que permite determinar con más exactitud los plazos y la importancia de los distintos acontecimientos que llevaron a la liberalización. El índice reconoce el carácter multifacético de la reforma financiera y es una agregación anual de seis dimensiones.

Se trata del crédito dirigido y las reservas obligatorias; controles de las tasas de interés; obstáculos al ingreso

- Primero, los países con sectores financieros totalmente reprimidos (es decir, no liberalizados) son los que más tienden a mantener esa postura y mantenerse cerrados y sumamente regulados. Pero si se levanta aunque más no sea parte de la represión, las probabilidades de que la reforma continúe aumentan significativamente.

Según el estudio, las razones son varias. Los primeros cambios pueden atenuar la incertidumbre en cuanto a los beneficios posibles, y también afianzar la postura de los beneficiarios (y propo- nentes) de la reforma frente a sus oponentes. Asimismo, las primeras reformas conducen necesariamente a otras.

Un ejemplo interesante es el de Japón, donde la liberalización financiera comenzó a raíz de la necesidad de financiar los fuertes déficit fiscales de los años setenta. El resultado fue la formación de un mercado de bonos públicos, que incitó a pedir el levantamiento de las restricciones del mercado de bonos empresariales. La consiguiente expansión de este último redujo sustancialmente los ingresos de los bancos comerciales, lo que a su vez llevó al gobierno a liberalizar el alcance de la actividad bancaria. Así, una reforma originó otras.

- Segundo, los efectos de difusión regional parecen ser importantes. Cuanto más atrasada esté la liberalización en un país respecto del principal reformista de una región, más presión habrá para liberalizar. Como los países de una misma región suelen tener características similares, es más probable que persigan objetivos parecidos y que compitan por los mismos capitales internacionales. Este efecto de competencia se intensifica cuanto mayor sea el grado de liberalización.

o ausencia de medidas de fomento de la competencia; reglamentaciones operativas restrictivas o ausencia de reglamentación prudencial; grado de privatización del sector financiero; y grado de control de las transacciones financieras internacionales.

En cada dimensión, el índice clasifica a los países en *totalmente reprimido*, *parcialmente reprimido*, *sumamente liberalizado* o *totalmente liberalizado*. La especificación econométrica tiene en cuenta la posibilidad de “aprendizaje” interno, lo cual implica una relación dinámica entre el grado imperante de liberalización del sector financiero y los cambios posteriormente incorporados a las políticas.

Las primeras reformas conducen necesariamente a otras.

• Tercero, las sacudidas en el ámbito económico influyen mucho al debilitar las estructuras vigentes y propiciar la reforma. Es probable que durante el primer año de un nuevo gobierno las estructuras cambien. Uno de los factores externos que propician la reforma es la caída de las tasas de interés estadounidenses; por su parte, la condicionalidad de los programas del FMI parece influir mucho en condiciones de represión relativamente fuerte y tener un efecto decreciente después.

• Cuarto, las crisis desencadenan una acción, pero no siempre en dirección a la reforma. Las crisis de la balanza de pagos hacen más probable la reforma, pero las crisis bancarias tienen el efecto contrario, en parte porque el gobierno se hace cargo de las instituciones con problemas. El estudio señala que, como las crisis bancarias no son más que una manifestación de la extrema fragilidad del sector bancario, no es de sorprender que la reforma se detenga, ya que de lo contrario, a corto plazo, podría hacer peligrar más el valor de franquicia de los bancos ya establecidos. Entonces, los gobiernos que intentan resolver la situación de las crisis bancarias dejando que los bancos más fuertes absorban a los bancos más débiles suelen ofrecer incentivos, como un monopolio provisional.

• Por último, entre las variables que representan ideología y estructura, solo la apertura comercial parece estar vinculada al ritmo de la reforma. No hay pruebas de que los gobiernos de derecha sean más propensos a la reforma que los gobiernos de izquierda. Parece suceder más bien lo contrario, pero la diferencia es tan leve que resulta estadísticamente insignificante. El régimen presidencial y el parlamentario son favorables a la reforma en igual medida, y el sistema jurídico tampoco influye. Sin embargo, una mayor apertura comercial parece agilizar la reforma, sobre todo cuando el nivel de liberalización es bajo.

Implicaciones

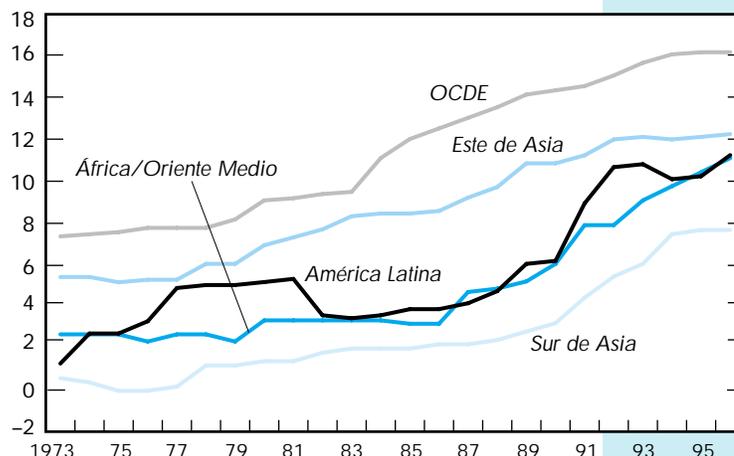
Según los autores, desde el punto de vista de las autoridades responsables de la política una reforma, por más que sea pequeña, puede transformarse en una importante victoria, ya que crea su propio ímpetu. No es una cuestión de todo o nada: si las condiciones políticas no permiten una reforma profunda, quizá valga la pena limitarse a la que permiten las circunstancias.

Para Abiad y Mody, hay ciertas circunstancias propicias: los gobiernos usan sobre todo las crisis de la balanza de pagos para hacer avanzar las reformas, y el primer año de mandato de un gobernante también puede facilitar el cambio. Pero los autores advierten que en esas situaciones

fluidas —y especialmente durante una crisis bancaria— las autoridades tienen que velar por no perder el terreno ganado. ■

La liberalización financiera avanzó a ritmo constante en los últimos 25 años, pero no sin traspies

(Índice: 0 = totalmente reprimido, 18 = totalmente liberalizado)



Datos: FMI.

Para más detalles véase "Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?" (IMF Working Paper No. 03/70), de Abiad y Ashoka Mody. El ejemplar se encuentra a la venta (US\$15; véase la pág. 207). La versión completa aparece publicada en www.imf.org.

Fotos: Denio Zara, Padraic Hughes y Michael Spiloto del FMI, págs. 201–03 y 213–16, y Andres Stapff de Reuters, págs. 204.

Tasas del FMI

Semana del	Tasa de interés del DEG	Tasa de remuneración	Tasa de cargos
7 de julio	1,51	1,51	1,99
14 de julio	1,49	1,49	1,97

La tasa de interés del DEG y la tasa de remuneración se calculan como promedio ponderado de las tasas de interés de determinados valores financieros nacionales a corto plazo que se negocian en los mercados monetarios de cinco países cuyas monedas constituyen la cesta de valoración del DEG. La tasa de remuneración es la tasa de rentabilidad del saldo remunerado de los países miembros en el tramo de reserva. La tasa de cargos, una proporción de la tasa de interés del DEG, es el costo del uso de los recursos financieros del FMI. Las tres tasas se calculan todos los viernes y se aplican a la semana siguiente. Las tasas básicas de remuneración y de cargos se ajustan además con arreglo a los mecanismos de distribución de la carga. Las tasas más recientes pueden obtenerse llamando al teléfono (202) 623-7171 o consultando el sitio del FMI en Internet (www.imf.org/cgi-shl/bur.pl?2003).

Puede obtenerse información general sobre financiamiento y tasas del FMI en www.imf.org/external/fin.htm.

Datos: FMI, Departamento Financiero

¿Son el marco ideal para la política monetaria?

Muchos economistas defienden vigorosamente la fijación de objetivos directos de inflación como marco para la política monetaria. La estrategia, estrenada en Nueva Zelandia en 1989, consiste en un compromiso explícito de lograr una meta determinada en cierto plazo. Los partidarios citan varias ventajas: menor promedio de inflación, estabilización del producto y expectativas fijas de inflación baja, que pueden amortiguar el impacto inflacionario de las perturbaciones macroeconómicas. Pero, ¿hay pruebas contundentes de que la estrategia efectivamente haya mejorado las tendencias de la inflación, el producto y las tasas de interés? Laurence Ball (profesor de Economía de la Universidad Johns Hopkins) y Niamh Sheridan (economista del Instituto del FMI) sostienen que los primeros datos no son concluyentes, pero que la respuesta podría esclarecerse con el tiempo.

¿Qué sabemos sobre las ventajas relativas de la estrategia de objetivos de inflación? Ball y Sheridan analizan 20 economías industriales con inflación moderada: siete aplicaron la estrategia en los años noventa (Australia, Canadá, España, Finlandia, Nueva Zelandia, Reino Unido y Suecia): los otros 13 no lo hicieron (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Estados Unidos, Francia, Irlanda, Italia, Japón, Noruega, Países Bajos, Portugal y Suiza). Como Suiza la adoptó en 1999 y Noruega en 2000, se los incluyó en el primer grupo hasta los años señalados y luego se descartaron.

Para todos los países, el inicio de la estrategia se define como el primer trimestre completo en el que rige como meta un nivel o una banda de inflación declarada pública y previamente. Tal anuncio es importante porque muchos de los efectos previstos de la estrategia, como los que se manifiestan a través de las expectativas, dependen de que los agentes sepan de su existencia. Las fechas de inicio van desde el tercer trimestre de 1990 (Nueva Zelandia) hasta el segundo de 1995 (España). El período de la estrategia se extiende hasta 2001 inclusive, salvo en Finlandia y España, donde dura hasta 1998 inclusive debido a la llegada del euro.

Los investigadores comparan el desempeño de cada país durante el período de la estrategia con dos períodos previos, uno más largo y otro más corto que comenzaron en 1960 y 1985, respectivamente. Comparan además los 13 países que aplicaron la estrategia con los siete que no lo hicieron. Para estos últimos, el inicio del período de la estrategia se define como la fecha promedio de inicio de

los primeros; es decir, el tercer trimestre de 1993. El período concluye en 1998 para los países en los que circula el euro y en 2001 para los otros, excepto Noruega y Suiza.

El estudio también analiza períodos en que los países aplicaron objetivos constantes de inflación; es decir, un nivel o una banda invariable debido a que ciertas ventajas de la estrategia se perderían si las metas fluctuaran.

Resultados difusos

En promedio, el contraste de resultados con y sin objetivos de inflación no indica que la estrategia mejore el comportamiento de la inflación, el producto o las tasas de interés. Al analizar solo a los países con objetivos, se nota que los resultados durante la ejecución de la estrategia fueron mejores que en el período previo. La inflación se redujo y, al igual que el crecimiento del producto, se estabilizó. Sin embargo, los países sin metas también experimentaron mejoras alrededor del mismo tiempo, lo cual hace pensar que existen otras explicaciones.

En ciertos aspectos se llegan a notar mejoras en ambos grupos de países, pero son más acentuadas entre los que fijaron metas. Por ejemplo, el promedio de inflación disminuyó a casi el mismo nivel entre el período previo y el de aplicación, pero la reducción fue más pronunciada entre los países con metas. Resultados similares han llevado a otros a pensar que la estrategia propicia la “convergencia”; o sea, ayuda a los países rezagados a igualarse con los demás.

No obstante, las conclusiones no sustentan ni siquiera esta supuesta leve ventaja a causa de un problema de “regresión a la media”. La estrategia era lo más conveniente para los países cuyas políticas anteriores no habían funcionado. Es decir, los países con malos resultados en el período previo tienden a recuperarse más que los otros, y si los que adoptan la estrategia tienen un inicio flojo, mejorarán más que los que no la adoptan, incluso si la estrategia no incide en los resultados. El diseño del estudio neutraliza estas distorsiones.

Inflación. Tampoco hay muchos datos multinacionales de que la estrategia haya reducido el nivel, la variabilidad y la persistencia de la inflación en promedio. En casi todos los países, la inflación promedio es más baja en los períodos de aplicación que en los previos, y los que aplicaron la estrategia también tendieron a converger hacia los niveles más bajos de los demás.

Los partidarios citan varias ventajas: menor promedio de inflación, estabilización del producto y expectativas fijas de inflación baja, que pueden amortiguar el impacto inflacionario de las perturbaciones macroeconómicas.

La variación entre países es más pequeña en los periodos de aplicación, y los promedios comparativos revelan que los países con metas tenían una inflación previa más alta que los otros. En este aspecto la comparación entre los grupos de objetivos constantes y no constantes también es similar. En el periodo previo más corto (a partir de 1985), la inflación promedio de los países con estrategia cayó 2,2 puntos más. Pero este efecto es mayormente ilusorio, ya que refleja el hecho de que los países con metas tenían una inflación inicial más alta, y hay regresión a la media. A partir de un nivel inicial determinado, la baja de la inflación parece similar para ambos grupos.

Ningún dato indica que la estrategia incida en la variabilidad de la inflación, que se redujo en todos los países durante el periodo de ejecución, y que siempre fue más baja entre los que no la aplicaron.

La persistencia disminuyó con el tiempo y la inflación se “ancló” más. Pero esto sucede en ambos grupos, y es otra indicación de que la estrategia no afecta a la evolución de la inflación.

Crecimiento del producto y variabilidad. No hay una razón teórica evidente de que la estrategia deba tener un efecto en el aumento promedio del producto. Podría tenerlo, si afectara el comportamiento de la inflación, por la incidencia de ésta en el crecimiento económico. Pero el estudio ya arroja datos negativos en tal sentido; en los países con metas, el crecimiento promedio aumentó tras iniciarse la ejecución, mientras que disminuyó levemente en los demás. Pero estos cálculos no son exactos porque, según los autores, las tasas de crecimiento varían mucho de un país a otro. Además, el periodo de estudio debería ser más largo.

Algunos economistas piensan que una estrategia “flexible” estabiliza tanto el producto como la inflación; otros afirman lo contrario. De nuevo, los autores señalan que la estrategia no influye. Durante el periodo previo corto y el de ejecución, el producto es más estable en los países sin metas, pero en ambos casos, la estabilidad mejora durante el periodo de ejecución.

Tasas de interés. El estudio también analiza el nivel de las tasas de interés a largo plazo, que deberían reflejar las expectativas de inflación, y la variabilidad de las tasas a corto plazo, que podrían ser un indicio del activismo de la política monetaria. Los resultados revelan que ambos grupos han registrado bajas similares de la inflación desde comienzos de los años noventa. No obstante, los partidarios de la estrategia sostienen que ésta afianza la inflación baja de manera permanente, mientras que en otros regímenes las condiciones adversas podrían reactivarla. Si el público acepta esta teoría, la estrategia debería reducir la inflación prevista y la

incertidumbre al respecto, y, a su vez, las tasas de interés a largo plazo.

Los autores investigan este efecto a partir de estadísticas de la OCDE sobre las tasas de los bonos públicos a 10 años, pero los resultados se asemejan mucho a los de la inflación y el producto. Si un mejor desempeño equivale a tasas de inflación más bajas, a los países sin metas siempre les va mejor. De hecho, la situación de ambos grupos mejoró durante el periodo de ejecución. La mejora fue algo más notoria entre los que utilizaron la estrategia, pero el sesgo desaparece si se neutraliza la regresión a la media.

El estudio trata de determinar si los bancos centrales de los países con metas usan sus instrumentos de política (como las tasas de interés) de manera diferente. Si responden con más firmeza a los movimientos inflacionarios, las tasas a corto plazo deberían desestabilizarse (salvo que la estrategia establezca la inflación, algo que el estudio no detecta). Los resultados se parecen a los ya vistos: la volatilidad de las tasas de interés es más baja sin metas, y disminuye con el tiempo en ambos casos. La disminución parece mayor entre los que utilizan la estrategia, pero solo si se neutraliza la regresión a la media.

Nada que perder

Una posible interpretación es que ambos grupos de países optan por políticas de tasas de interés similares: para algunos, Estados Unidos tiene metas “a escondidas”. Esta opinión se ve corroborada por las similitudes en cuanto a la volatilidad de las tasas de interés, según el estudio.

Si la estrategia no altera el comportamiento de los instrumentos de política, no sorprende que los resultados económicos tampoco varíen. Sin embargo, esto parece indicar que los aspectos formales e institucionales de la estrategia —como la declaración pública de los objetivos, los informes de inflación y la mayor independencia de los bancos centrales— no son importantes. Ningún dato hace pensar que a los países que aplican la estrategia “a escondidas” les convendría adoptar objetivos explícitos.

Sin duda, los autores no presentan un argumento en contra de la estrategia: no encuentran ningún indicio de que sea perjudicial y dan a entender que puede aportar ventajas que no son fáciles de medir. Algunos elementos, como una mayor apertura al fijar políticas, pueden ser ventajosos por motivos políticos más que económicos. Además, la estrategia podría mejorar el desempeño económico en el futuro. El entorno económico ha sido más bien tranquilo durante la era en que se aplicó la estrategia, por lo que los bancos centrales no se han visto demasiado exigidos. Tal vez las autoridades se

Para ver si la estrategia es más eficaz, quizá sea necesario someterla a prueba en tiempos más difíciles.

enfrenten a perturbaciones de la oferta semejantes a las de los años setenta o a fuertes presiones políticas en cuanto a medidas inflacionarias. Para ver si la estrategia es más eficaz, quizá sea necesario someterla a prueba en tiempos más difíciles. ■

“Does Inflation Targeting Matter?” (IMF Working Paper No. 03/129), de Laurence Ball y Niamh Sheridan, se encuentra a la venta (US\$15; véase la pág. 207). La versión completa aparece publicada en www.imf.org.

Política fiscal y economías informales: ¿Hay soluciones fáciles?

La opinión general sostiene que las economías informales surgen a raíz de las altas tasas impositivas y la desmesurada normativa gubernamental con mecanismos de control deficientes. Al margen de las causas, pueden obstaculizar el desempeño macroeconómico y socavar el crecimiento de la economía. En un documento de trabajo reciente del FMI, Era Dabla-Norris y Andrew Feltenstein analizan la interrelación entre la política fiscal, las economías informales y el desempeño económico.

Las economías informales —la parte de la economía fuera de la órbita del sistema tributario y del registro oficial— pueden tener un impacto importante y costoso en el desempeño de muchos países en desarrollo o en transición. Si son de considerable magnitud, pueden desviar ingresos fiscales sustanciales, mermar las finanzas públicas y reducir en forma significativa la calidad de la administración pública. La pérdida de ingresos tributarios puede también traducirse en mayores déficit presupuestarios que, a su vez, engrosan el endeudamiento público y desplazan la inversión privada.

Por ser ilícita, la actividad informal suele desalentar la inversión privada y frenar el crecimiento. Los esfuerzos de las empresas por evitar su detección pueden generar distorsiones y una asignación ineficiente de los recursos. Las empresas informales habitualmente no pueden recurrir a instituciones de protección del mercado, como el sistema judicial, y eso puede llevarlas a subinvertir. La imposibilidad de exigir la ejecución contractual entraña un costo importante: el acceso limitado a los mercados de crédito formales.

Causas y costos

¿Qué consecuencias tiene la economía informal en las finanzas públicas y en el desempeño económico agregado? En particular, ¿qué motiva a las empresas a participar en la economía informal, y qué función puede tener la fijación de tasas impositivas y de interés adecuadas para atraerlas al sector formal?

Mediante un modelo simple de equilibrio general, este estudio analiza la relación entre las tasas impositivas, el acceso al crédito y la magnitud de la economía informal, presumiendo que las empresas entran y salen de la economía informal cuando les resulta más favorable y modelando los beneficios de operar informalmente para evadir impuestos. En muchos países en desarrollo, los impuestos sobre empresas formales son una importante fuente de ingresos fiscales, y las bases de imposición pequeñas suelen acarrear tasas marginales muy elevadas. Según trabajos empíricos recientes sobre economías en desarrollo y en transición, una pesada carga tributaria empresarial, sumada a la aplicación ineficiente y discrecional del sistema tributario y de otras normas, influye en el tamaño de la economía informal.

El modelo del estudio también presupone que la evasión tributaria tiene un costo. Cuanto mayor es, menor el valor implícito de los activos de la empresa y mayor el racionamiento del crédito bancario. Las solicitudes de préstamo exigen documentación oficial, sobre todo si se requiere una garantía. La economía invisible a las autoridades fiscales difícilmente se revela en solicitudes de préstamo. Y si los bancos no tienen conocimiento de los verdaderos activos ni pueden resarcirse judicialmente en caso de incumplimiento, tenderán a otorgar crédito únicamente en función de los activos imponibles de la empresa.

El modelo supone que la actividad empresarial se reparte entre la economía formal y la informal. Al decidir en qué medida operar en la economía informal, la empresa enfrenta una disyuntiva entre la posibilidad de evadir impuestos y el deseo de acceder al financiamiento bancario. Paga impuestos y puede tomar préstamos bancarios por las actividades enmarcadas en la economía formal; la actividad informal no tributa ni tiene acceso al crédito. Dado que el tamaño de la economía informal depende de variables endógenas y exógenas inherentes, como las tasas de impuestos y de interés, el modelo también puede medir el impacto de los cambios de políticas.

Si las economías informales son de considerable magnitud, pueden desviar ingresos fiscales sustanciales, mermar las finanzas públicas y reducir en forma significativa la calidad de la administración pública.

Opciones de las políticas fiscales e implicaciones

A fin de simular las opciones de la política fiscal y la reacción del sector empresarial, el estudio emplea datos estilizados de Pakistán, un país que ha enfrentado serios problemas de evasión y ha tenido mercados paralelos de bienes y activos financieros. En estas circunstancias, especialmente en vista de las dificultades del déficit presupuestario, la reforma económica probablemente se centre en reducir las diversas formas de evasión.

La simulación con tasas impositivas efectivas indica que el ingreso a la economía informal puede ser cíclico y responder a cambios en la tasa de rentabilidad de la inversión. El aumento de la tasa del impuesto sobre la renta de las sociedades —una posibilidad para eliminar el déficit presupuestario— es contraproducente. Gran parte de la producción busca refugio en la economía informal, y así se reduce la base de recaudación y crece el déficit. La inversión agregada en la economía y, por ende, el crecimiento, disminuyen a raíz del racionamiento del crédito bancario. Esto sugiere que aun un aumento tributario moderado puede conducir a la economía informal y al racionamiento del crédito, con un impacto recesivo sustancial en la economía.

Otra simulación considera la reducción de la tasa del impuesto sobre la renta de las sociedades. Esta política sí elimina la actividad informal y

reduce el racionamiento del crédito, pero la tasa de formación de capital no muestra un gran crecimiento: como el déficit presupuestario aumenta sustancialmente, provoca el desplazamiento de la inversión privada por efecto del endeudamiento público. El rápido aumento consiguiente de las tasas de interés suele tener mayor incidencia en la inversión que el recorte tributario. Al mismo tiempo, se registran altas tasas de inflación y pérdidas de reservas internacionales. Según el estudio, esto significa que, a pesar de eliminar la economía informal y aliviar el racionamiento del crédito, un régimen de baja tributación no es sostenible a largo plazo, debido al crecimiento del déficit presupuestario y comercial.

¿Qué significa esto para las autoridades? Sin flexibilidad para ajustar el gasto, es posible que una economía tenga que aceptar cierto grado de actividad informal —es decir, cierto grado de evasión— en un programa tributario por lo demás aceptable. ■

Era Dabla-Norris
Instituto del FMI

“An Analysis of the Underground Economy and Its Macroeconomic Consequences” (IMF Working Paper No. 03/23), de Era Dabla-Norris y Andrew Feltenstein, se encuentra a la venta (US\$15; véase la pág. 207). La versión completa aparece publicada en www.imf.org.

Sin flexibilidad para ajustar el gasto, es posible que una economía tenga que aceptar cierto grado de actividad informal —es decir, cierto grado de evasión— en un programa tributario por lo demás aceptable.

Entrevista a Arnold Harberger

Las políticas acertadas pueden dar rienda suelta a las fuentes naturales de crecimiento

El Wall Street Journal se refirió en una ocasión a Harberger como “el padrino de la economía de libre mercado en América Latina”. ¿Cómo es que un chico de Irvington, Nueva Jersey, llegó a asumir ese papel? Estudiando latín, y eligiendo el español como lengua extranjera en el liceo porque le pareció la más fácil. “Mi interés en América Latina surgió en parte de mis conocimientos de español. El resto vino después.” Lo que vino después fue toda una vida dedicada al asesoramiento a América Latina en materia de política económica, en forma directa y a través de sus muchos alumnos. Durante casi 40 años en la Universidad de Chicago, fue pionero en el campo de las finanzas públicas, el análisis de costos-beneficios y la economía internacional. En la actualidad, enseña en la UCLA. Prakash Loungani habla con él sobre su ilustre carrera.

LOUNGANI: ¿Le preocupa el futuro de la economía de libre mercado en América Latina?

HARBERGER: No. Algunos creen que los últimos acontecimientos van en contra del neoliberalismo o del Consenso de Washington. En realidad, son solo tropiezos en la transición general de las políticas de sustitución de importaciones hacia otras más liberales y orientadas al mercado. Cada país lo ha hecho en distintos momentos, hasta distintos niveles, y no siempre sin problemas.

En Brasil, por ejemplo, el milagro de los años setenta fue la liberalización. Las gestiones del Ministro Roberto Campos (en 1964) y de su sucesor Antonio Delfim Neto prepararon el camino. Todas las políticas de ese momento estaban orientadas a





Harberger: "Algo importante que deben aprender los gobiernos a nivel microeconómico es a eliminar los precios mentirosos."

liberalizar la economía: la apertura del mercado interno de capitales, el uso extendido de instrumentos monetarios, etc. También disminuyeron las trabas al comercio, aunque el progreso fue irregular. Después de algunos años de transición, Brasil gozó de una década de políticas liberales y crecimiento sólido.

LOUNGANI: ¿Cómo ve las posibilidades de Brasil?

HARBERGER: Por lo que tengo entendido, hasta ahora Lula lleva muy bien la presidencia. Ha logrado disipar los grandes temores que había antes de que asumiera. Puede que esté siguiendo un camino que ya han tomado otros en la región. En el caso de Chile, por ejemplo, si bien Ricardo Lagos es socialista, su política económica es una de las más liberales de toda América Latina en las dos últimas décadas.

LOUNGANI: Usted tiene una vieja relación con Chile, ¿no?

HARBERGER: Efectivamente; la primera vez que fui a Chile fue en 1955. Recuerdo que le escribí a mis colegas horrorizado por las distorsiones que veía: aranceles de un 200% o de un 300%, control de precios, un sistema que requería toda cantidad de permisos del gobierno para casi cualquier cosa que quisiera hacer el sector privado. Era una economía llena de distorsiones, anticuada y autoritaria. En los 10 o 15 años siguientes las políticas fueron y vinieron.

Lo peor vino después, con Allende. En un momento había 13 tipos de cambio oficiales que iban de 25 a 1.325 escudos por dólar. Era una situación alucinante. No hay nada más homogéneo que el dólar. Un dólar vale lo mismo que otro dólar, para cualquier fin. ¿Para qué tener tantos precios distintos?

LOUNGANI: ¿Qué nos puede decir de la experiencia de México?

HARBERGER: México tuvo una etapa muy interesante entre 1955 y 1970, más o menos. Rodrigo Gómez y Antonio Ortíz Mena fueron un equipo excepcional con disciplina estilo FMI, sin que el FMI estuviera presente. El hecho de alcanzar el crecimiento demuestra que un país puede andar bien con políticas macroeconómicas adecuadas, incluso si las microeconómicas son malas.

LOUNGANI: Pero las políticas macroeconómicas también fracasaron y entonces estalló la crisis de la deuda.

HARBERGER: Sí, pero a partir de 1989 —a pesar de la crisis tequila— recompusieron lo macroeconómico. La lucha por recuperar la microeconomía sigue en curso y todavía hay muchas cuestiones importantes. Por ejemplo, la reforma agraria avanzó, pero aún no hay un mercado libre de tierras cultivables.

LOUNGANI: ¿Qué opina sobre la tragedia argentina?

HARBERGER: Lo que más marcó al país fue haber tenido tres roces con la hiperinflación en menos de 20 años. Los argentinos no confiaban para nada en su dinero y la única solución verosímil era un tipo de cambio fijo. Se necesitaba una ley especial porque ya habían intentado tipos de cambio fijo anteriormente y siempre los habían violado.

La ley de convertibilidad fue el legado de esos hechos. El contexto en el que esta ley entró en vigencia hizo que no hubiera opción en cuanto al tipo de cambio real. Si el tipo de cambio hubiera sido de dos pesos por dólar de EE.UU., todo habría valido el doble; si hubiera sido de cuatro pesos por dólar de EE.UU., todo habría valido el cuádruple. Fue un tipo de cambio heredado. México, en cambio, empezó con una fuerte devaluación a la hora del "pacto" para poder dejar que el tipo de cambio real se apreciara. Los argentinos tenían las manos atadas.

LOUNGANI: Pero al principio les fue bien.

HARBERGER: Tuvieron por suerte un flujo de capitales suficiente a principios de los años noventa como para sostener el tipo de cambio real al que estaban encadenados. Pero incluso antes de la crisis tequila de 1994, ya se veía que algo andaba mal.

La tasa de desempleo ya había alcanzado el 13% antes de la crisis de México, siempre un síntoma de que el tipo de cambio real estaba desfasado. Demasiados economistas veían un problema: el déficit

fiscal. Pero corregirlo habría empeorado el desempleo. Esto revela un problema de diagnóstico; había una fijación excesiva en el problema fiscal.

LOUNGANI: ¿Qué se podría haber hecho si hubieran visto el verdadero problema?

HARBERGER: Con la ley de convertibilidad no era fácil resolver el problema del tipo de cambio real. No quiero decir que yo ya tenía una solución. Sí puedo decir que alerté sobre el desequilibrio que existía con el tipo de cambio real a lo largo de todo ese periodo, pero no buscaba una declaración oficial de devaluación ni nada por el estilo.

En retrospectiva, cuando las cosas parecían funcionar bien en 1997–98, Argentina podría haber abierto una banda para que la moneda se apreciara en las primeras semanas y meses. Ésa habría sido la mejor manera. Si vamos a ser flexibles, seamos flexibles en la dirección que nos permita superar el peor obstáculo. Así se podría haber pasado de la ley de convertibilidad a algo más flexible.

LOUNGANI: Hablemos en términos más generales sobre la relación entre el crecimiento y las políticas económicas. Un buen lugar para empezar son sus palabras ante la *American Economic Association* en 1998.

HARBERGER: En esa ocasión utilicé la clasificación moderna de las fuentes de crecimiento: el aumento de la mano de obra y la mejora de su calidad, la tasa de inversión en capital nuevo y la productividad del capital, y la reducción del costo real.

La reducción del costo real es el elemento más decisivo. Puede suceder de mil maneras: la manera más eficiente de administrar una flota de taxis es muy distinta de la mejor manera de cocinar una torta, y ésta de la manera más barata de fabricar acero. La reducción del costo real no es fácil de predecir. Las industrias y las actividades que logran reducir costos en una década por lo general no son las mismas que lo logran la década siguiente y así sucesivamente.

LOUNGANI: ¿Cómo entra en juego la política económica?

HARBERGER: Cuando uno dice que una política determinada favorece al crecimiento, uno tendría que saber cuál es el vínculo entre esa política y las diversas fuentes de crecimiento. Desde ya, las políticas erradas pueden arruinar el crecimiento —las pruebas abundan— y pueden desalentar la inversión o hacer que el rendimiento del capital invertido sea bajo. Pero, ¿se puede forzar un aumento del 20% de la tasa de rendimiento de la inversión con dos o tres medidas económicas? No. En la práctica, no hay muchas políticas que con seguri-

dad afecten al crecimiento de manera profunda y positiva.

LOUNGANI: Entonces, ¿qué asesoramiento debe brindar el FMI?

HARBERGER: Lo que las políticas pueden hacer es dar rienda suelta a las fuerzas naturales del crecimiento y permitirles actuar a fondo. Esto significa, como habíamos dicho en el caso de México y otros países, mantener a las políticas macroeconómicas en orden: moderación fiscal y monetaria.

En cuanto a la microeconomía, lo importante es que los agentes de decisión —es decir, empresas y hogares— perciban con la mayor nitidez posible el verdadero costo real de lo que producen y el verdadero precio real de venderlo en el mercado. Esto se logra en general si la estructura de precios, incluyendo salarios y otros precios de los factores de producción, no está distorsionada.

Mientras más distorsiones haya, habrá más “precios mentirosos”, como los llama mi amigo Ernesto Fontaine. Los precios que surgen a partir de aranceles de un 200% y de 13 tipos de cambio oficiales son “mentirosos”. Esto impide al empresariado encontrar una buena manera de recortar costos. Algo importante que deben aprender los gobiernos a nivel microeconómico es a eliminar los precios mentirosos.

LOUNGANI: ¿Cree que quienes nos dedicamos a brindar asesoramiento en materia de política económica —incluso el FMI— prometemos demasiado cuando decimos “hagan esto, eso y aquello, y lograrán un mejor crecimiento”?

HARBERGER: Lo que sucede, creo, es que el FMI a veces queda cautivo del juego político de un país. Los partidos de oposición dicen: “En estos tiempos azarosos, hay un crecimiento del 4% solamente. Si fuéramos nosotros los que estuviéramos en el gobierno, habría un crecimiento del 7%”. Los partidos de oposición viven culpando a la política oficial de una caída del crecimiento que tiene raíces totalmente distintas.

Así como cuando hay por suerte un período de alto crecimiento, el gobierno de turno lo atribuye a sus políticas económicas aunque no hayan tenido mayor influencia. Este tipo de debates domina la vida política en casi todos los países. Para el FMI es difícil tomar distancia de ese debate cuando está en un permanente tira y afloja con un gobierno para llegar a un acuerdo sobre un programa.

Al referirme a las buenas políticas, prefiero hacerlo desde otra perspectiva. Para mí, las buenas políticas son como una persona que se cuida, come sano y hace ejercicio seguido. Cuando venga el invierno no se engripará o se curará antes. Las



Los partidos de oposición viven culpando a la política oficial de una caída del crecimiento que tiene raíces totalmente distintas.



Laura Wallace
Directora

Sheila Meehan
Elisa Diehl

Christine Ebrahim-zadeh
Natalie Hairfield
Redactoras

Maureen Burke
Ayudante de redacción

Philip Torsani
Director de artes gráficas

Julio R. Prego
Diseñador gráfico

Con la colaboración de
Prakash Loungani

Edición en español

División de Español
Departamento de Tecnología
y Servicios Generales

Marcelo Mareque
Traducción

Adriana Vilar de Vilariño
Corrección de pruebas

Christine K. Brown
Autoedición

El Boletín (ISSN 0250-7240) es una publicación del FMI. Durante el año aparecen 22 números en español, francés e inglés, además del *Suplemento sobre el FMI* y un índice anual. Las opiniones e información publicadas no representan necesariamente la posición oficial del FMI. Los mapas que se publican para orientar a los lectores provienen de la sexta edición de *Atlas of the World*, de National Geographic; los nombres y las fronteras que aparecen en los mismos no reflejan la posición del FMI con respecto a la situación jurídica de ningún territorio, ni tampoco la conformidad de la institución en relación con dichas fronteras. El material publicado puede reproducirse mencionando la fuente de información. La correspondencia debe dirigirse a: Current Publications Division, Room IS7-1100, IMF, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-8585; dirección electrónica: imfsurvey@imf.org. El Boletín del FMI se distribuye por correo aéreo (Canadá, Estados Unidos y México: *first class*; otros países: *airspeed*). El precio de la suscripción anual, para empresas privadas y particulares, es de US\$79. Las solicitudes de pedido deberán dirigirse a: Publication Services, Box X2003, IMF, Washington D.C. 20431, EE.UU. Tel.: (202) 623-7430. Fax: (202) 623-7201. Correo electrónico: publications@imf.org.

21 de julio de 2003

216

buenas políticas ayudan a prevenir las catástrofes o a superarlas a un costo global menor. Creo que esto es lo que podemos transmitir en todo momento y prácticamente en cualquier lugar, aunque no podamos prometer que una política determinada traerá un determinado porcentaje de crecimiento.

LOUNGANI: Sus aportes académicos han ayudado a comprender mejor los efectos de algunas políticas económicas. En particular, usted fue pionero al estudiar si la carga del impuesto sobre la renta de las sociedades recae en el capital o en la mano de obra.

HARBERGER: Hay novedades importantes que cabe señalar al respecto. Según el análisis de la economía cerrada que llevé a cabo en los años sesenta, la carga recae en el capital, que puede soportarla mejor en su totalidad. Pero ahora analizamos con mis alumnos el caso de la economía abierta, que es más aplicable a la economía mundial de hoy. En ese caso, la carga recae en la mano de obra, que puede soportarla mejor en su totalidad.

LOUNGANI: Es un cambio importante. ¿A qué se debe?

HARBERGER: Piense en el sector de los “bienes transables” de la economía abierta, o sea el sector que produce bienes que se comercializan en el mercado mundial. El mercado mundial es el que determina el precio de esos bienes. En una economía abierta, la tasa de rendimiento del capital también está mayormente determinada en el mercado mundial porque el capital puede circular de un país a otro en búsqueda de la rentabilidad más elevada. Ahora bien, el gobierno interviene e intenta aplicar al capital un impuesto sobre la renta de las sociedades. Entonces, ¿sobre quién recae la carga? El capital puede ir de país en país con facilidad para huir de los impuestos. La mano de obra, que no puede hacer lo mismo, termina soportando la carga del impuesto.

LOUNGANI: Entonces, ¿qué les podemos aconsejar a los países en desarrollo con respecto a la tributación de las sociedades?

HARBERGER: Deberían equiparar las tasas tributarias con las de los países ricos, a alrededor del 30%.



Harberger: “Las buenas políticas ayudan a prevenir las catástrofes o a superarlas a un costo global menor.”

No olvidemos que muchos países en desarrollo tienen radicadas empresas multinacionales. Si no les cobran impuestos, se los cobra el país de origen. Así que necesitan el impuesto sobre la renta de las sociedades para que los ingresos queden dentro del país. Pero para evitar que la mano de obra nacional cargue con el peso de ese impuesto, pueden integrarlo al impuesto sobre la renta de los particulares. Lo que se hace es ajustarlo de modo que desde el punto de vista del contribuyente local el impuesto que se paga por imputación a la sociedad no es más que la retención que le corresponde por esos ingresos como particular. Eso es lo que algunos países, como Chile, han intentado hacer.

LOUNGANI: Los “triángulos de Harberger”, que miden la pérdida de eficiencia por distorsiones, fueron revolucionarios. Aun así, a pesar de contar con mejores cuantificaciones de las pérdidas causadas por las distorsiones comerciales, las políticas en ese campo no cambian. Pensemos si no en la pérdida de eficiencia a raíz de los aranceles y los subsidios que los países ricos otorgan a la producción agrícola.

HARBERGER: En la década de los cincuenta, en la Universidad de Chicago, Theodore W. Schultz, que revolucionó el estudio de la economía agrícola, vivía quejándose de la política estadounidense de subsidiar la agricultura, fomentar la sobreproducción y luego volcarla en el mercado mundial.

Y Estados Unidos no es el único lugar en el que sucede esto. Los daneses, para darle un ejemplo, mantienen una fuerte política proteccionista de su actividad agrícola. ¿Qué es lo que pasa entonces? ¿Que hace años que compro queso azul danés en Los Ángeles a precios de lo más razonables! D. Gale Johnson, y después Anne Krueger, demostraron que ya en esa época Estados Unidos gastaba US\$1.000 millones al año en la producción de azúcar.

Los principales beneficiarios son unos pocos productores azucareros ricos en Estados Unidos. Pero para los países en desarrollo el costo de esa política es enorme porque gran parte de la población trabaja en el sector agrícola. ■