

Reforma financiera

¿Qué factores la afectan y
qué otros le dan forma?

Abdul Abiad
Ashoka Mody



El FMI lanzó la serie ***Temas de economía*** en 1996 con el fin de poner a disposición del público las conclusiones de las investigaciones realizadas por el personal técnico de la institución. La serie ***Temas de economía*** consiste en monografías breves, no técnicas, que abordan temas de actualidad destinados a lectores no especializados. Se publican en seis idiomas: árabe, chino, español, francés, inglés y ruso. Este estudio, así como los demás de la serie, refleja la opinión de sus autores y no representa necesariamente la del FMI.

Reforma financiera

¿Qué factores la afectan y
qué otros le dan forma?



Abdul Abiad
Ashoka Mody

©2005 International Monetary Fund

Directora de la serie:

Asimina Caminis

Departamento de Relaciones Externas del FMI

Diseño de la portada:

Massoud Etemadi

División de Servicios Multimedia del FMI

Edición en español:

División de Español

Departamento de Tecnología y Servicios Generales

ISBN 1-58906-483-6

ISSN 1020-8372

Junio de 2005

Solicítese a:

International Monetary Fund, Publication Services

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

Tel.: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201

Correo electrónico: publications@imf.org

Internet: <http://www.imf.org/pubs>

En esta publicación, el término “país” no se refiere en todos los casos a una entidad territorial que constituya un Estado conforme al derecho y la práctica internacionales; el término puede designar también algunas entidades territoriales que no son Estados, pero sobre las cuales se mantienen y publican datos estadísticos a nivel internacional en forma separada e independiente.

Prefacio

En un sistema financiero no liberalizado, el gobierno desempeña un papel importante en la definición de quién puede otorgar o recibir crédito y a qué precio. Los gobiernos suelen esgrimir diversos motivos para justificar su opción por ese tipo de sistema, como por ejemplo el propósito de preservar la estabilidad financiera o canalizar recursos en apoyo de su política industrial, dar a determinados sectores prioritarios acceso al crédito de bajo costo o financiar el déficit presupuestario.

Los proponentes de la liberalización señalan que existe una fuerte vinculación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Sostienen que un sistema financiero competitivo permite una asignación más eficiente del capital y que con un nivel más alto de tasas de interés reales se estimula el ahorro, y de ese modo se incrementan los fondos disponibles para financiar la inversión. Por otra parte, la asignación de crédito por parte del gobierno tiende a dar lugar a la toma de decisiones crediticias desacertadas, a una escasa disciplina en materia de pago de los préstamos y a casos de corrupción estatal, ya que aquellos a quienes se les ha brindado acceso al capital —generalmente a tasas bajas— pueden comprar influencias para proteger sus privilegios.

Si bien no faltan los críticos de la liberalización —que ponen en duda su efecto generador de mayores tasas de ahorro e insinúan que de hecho podría tornar a algunos países más vulnerables a las crisis— la reforma del sector financiero constituyó uno de los temas prioritarios que encararon los responsables de formular las políticas públicas durante el último cuarto del siglo XX. En todo el mundo, tanto países desarrollados como otros en vías de desarrollo liberalizaron su sistema financiero, dejando que las tasas de interés fueran fijadas por el mercado, eliminando los controles de modo de permitir el libre flujo del capital a través de las fronteras nacionales y abriendo sus puertas a empresas financieras extranjeras.

Pero se observaron diferencias significativas tanto en el ritmo como en la escala de las reformas. Estas fueron rápidas en algunos países y lentas en otros; algunos países se limitaron a introducir meros cambios superficiales en su sector financiero, mientras que otros lo sometieron a un exhaustivo proceso de reforma y saneamiento. Las consecuencias de la liberalización del sector financiero han sido analizadas en estudios que conforman una extensa literatura de alto nivel técnico, pero los factores que desencadenaron las reformas han concitado un menor grado de atención. Aunque se han realizado estudios de casos que respaldan diversas teorías económicas y políticas acerca de las fuerzas que dan impulso a las reformas, se han llevado a cabo muy pocas pruebas estadísticas.

A fin de llenar ese vacío, compilamos una base de datos comparativos entre países —la primera gran base de datos de ese tipo centrada específicamente en la liberalización financiera— que nos permitió comparar la experiencia de distintos países y analizar nuestras observaciones de manera objetiva, con la finalidad de averiguar qué factores desencadenaron las reformas e influyeron en su oportunidad y alcance: es decir, por qué, cuándo y con qué magnitud se las aplicó.

Esta versión de *Temas de economía*, preparada por Charles Gardner, se basa en nuestro estudio titulado “Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?” (*American Economic Review*, marzo de 2005). El documento de trabajo correspondiente (IMF Working Paper No. 03/70, abril de 2003), en el que se presentan nuestra metodología y observaciones en mayor detalle, puede consultarse sin cargo en www.imf.org/pubs.

Reforma financiera: ¿Qué factores la afectan y qué otros le dan forma?

Dadas las dificultades que supone emprender cualquier clase de reforma, incluida la del sector financiero, no es de sorprender que a menudo sobrevenga una situación de inercia. La incertidumbre acerca de quiénes serán los ganadores y los perdedores y la oposición de ciertas élites o de grupos que representan intereses especiales son solo dos de los problemas que deben enfrentar las autoridades en el momento de considerar la adopción de reformas. Sin embargo, son muchos los países que de hecho reformaron su sector financiero durante el último cuarto del siglo XX. ¿Qué les permitió desafiar el statu quo, o los obligó a hacerlo?

En anteriores estudios se han señalado tres posibles factores que ponen en marcha una reforma: acontecimientos puntuales, o *shocks*; un proceso de aprendizaje generado a partir de la nueva información con que se cuenta o del éxito obtenido con las primeras medidas de reforma; y la ideología política, instituciones o estructura del gobierno. No obstante, debido a la falta de datos comparativos entre países referidos a la liberalización financiera no ha sido fácil analizar la oportunidad, dirección y magnitud de los cambios de política para determinar la existencia de ciertos patrones observables. Por otra parte, la liberalización financiera consiste tanto de cambios puntuales, que resultan fáciles de determinar, como de cambios graduales que solo pueden percibirse a través del tiempo, mientras que los indicadores actualmente utilizados para medir el grado de liberalización se refieren ya sea a un cambio de la normativa adoptado en una única oportunidad o a variables representativas de carácter continuo, tales como el nivel de desarrollo financiero. Por lo tanto, lo que se necesita, además de datos de diferentes países, es un índice que combine ambos tipos de cambios —puntuales y

graduales— y considere tanto los retrocesos como los avances registrados en materia de reforma.

La base de datos que hemos compilado abarca 35 economías, desde las más pobres y menos desarrolladas a las más ricas, y en ella se registran ambos tipos de cambio observados en el período 1973–96. Sobre la base de esos datos, construimos un índice que permite hacer una determinación más precisa tanto del grado en que inciden los diferentes tipos de acontecimientos en la puesta en marcha de las reformas como del modo en que cada tipo de acontecimiento influye en la oportunidad de su adopción.

Construcción de un índice útil

Utilizamos seis medidas indicadoras de la represión del sector financiero, agregadas en forma anual respecto de cada uno de los 24 años considerados, para reflejar las diferentes dimensiones de la reforma financiera:

- Controles del crédito, tales como la canalización del crédito a sectores o industrias favorecidos, topes al otorgamiento de crédito a otros sectores y encajes excesivamente elevados.
- Controles sobre las tasas de interés, ya sea que estas fueran fijadas por el gobierno o estuvieran sujetas a niveles mínimos o máximos o a bandas.
- Barreras de entrada, tales como requisitos de habilitación, límites a la participación de los bancos extranjeros y restricciones relativas a la especialización bancaria o al establecimiento de bancos universales.
- Normas aplicables a las empresas financieras —tales como restricciones relativas a su dotación, sucursales y publicidad— y a la creación de mercados de valores.
- Dominancia de las empresas estatales dentro del sector financiero.
- Restricciones a las transacciones financieras internacionales, incluidos la falta de convertibilidad de la moneda y el uso de tipos de cambio múltiples.

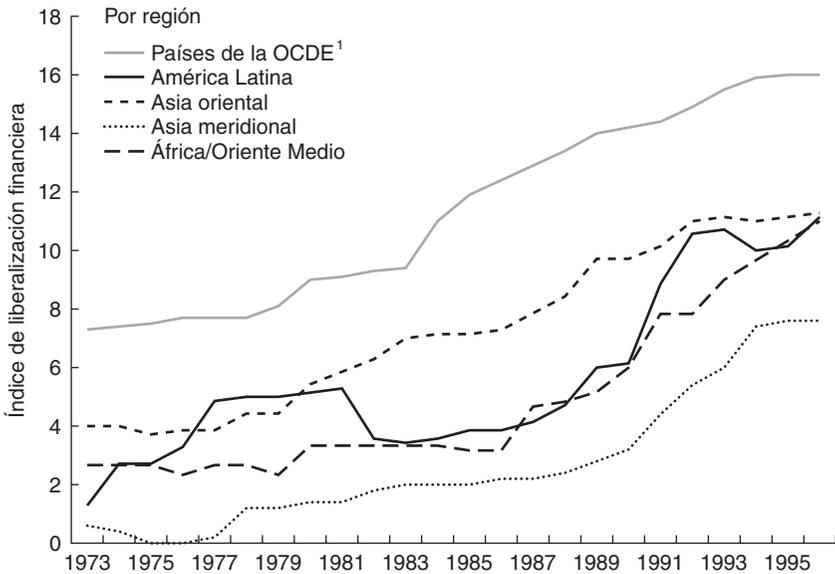
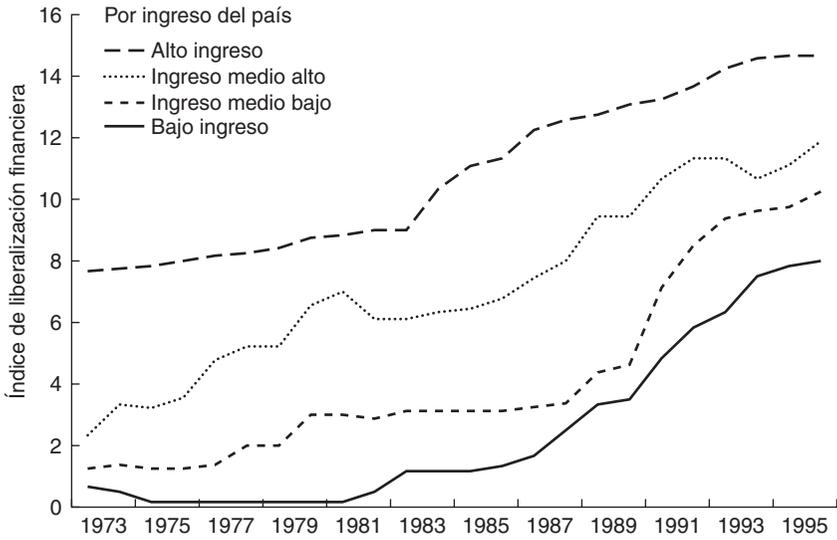
En cada una de esas categorías, asignamos un puntaje a las economías según una escala graduada: 0 a los regímenes totalmente reprimidos, 1 a los parcialmente reprimidos, 2 a los mayormente liberalizados y 3 a los totalmente liberalizados. Empleamos ciertas directrices para reducir la subjetividad de los puntajes. Por ejemplo, se consideró que las tasas de interés estaban totalmente reprimidas si todas ellas eran fijadas por el gobierno, parcialmente reprimidas si podían variar dentro de una banda o estaban sujetas a un tope, mayormente liberalizadas si se permitía que algunas de ellas fueran íntegramente determinadas por el mercado (o si se creaban nuevos instrumentos a tasa variable), y totalmente liberalizadas si se eliminaban todas las restricciones sobre las tasas de interés.

Ajustamos los puntajes para reflejar los cambios de política. En algunos casos —como por ejemplo cuando un país privatizaba todos los bancos estatales de una sola vez o abolía los controles sobre todas las tasas de interés— los puntajes de la respectiva categoría se elevaban en más de una unidad. De revertirse la liberalización —como en el caso de la imposición de controles sobre el capital o las tasas de interés— el puntaje del país disminuía.

Naturalmente, la liberalización tiende a producirse simultáneamente en las seis categorías, pero algunas de estas presentan una correlación mucho mayor que otras. Las correlaciones más altas (que van de 0,76 a 0,82) se dan entre las tres medidas más frecuentemente utilizadas como indicadores de represión financiera: los controles sobre el crédito, las tasas de interés y las transacciones financieras internacionales. La eliminación de las barreras de entrada y de las reglamentaciones tiene una correlación algo menor con las demás medidas, y la privatización del sector financiero es la que presenta el grado más bajo de correlación.

Mediante la agregación de las seis medidas, obtuvimos un índice de la liberalización financiera global de cada economía en cada año. Por razones de conveniencia práctica, usamos la suma de los componentes individuales y, dado que cada uno de los seis índices puede asumir valores de entre 0 y 3, los totales se ubicaron entre 0 para la represión total y 18 para la liberalización plena. Los resultados correspondientes a 1996 oscilaron entre 6 en el caso de la provincia china de Taiwan, India y Nepal, y 18 en el caso de Canadá, Nueva

Liberalización financiera; 1973-95



¹Países pertenecientes a la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.

Zelandia y el Reino Unido. (Véanse en las páginas 17–21 los datos anuales correspondientes a los 35 países que integran la muestra.)



Anatomía de la reforma

El índice brinda un útil perfil de la liberalización que se registró durante el período considerado en cada una de las 35 economías, en los principales agrupamientos regionales y en el mundo. En el nivel mundial muestra que, pese a las marchas y contramarchas, en el último cuarto del siglo XX se avanzó hacia la liberalización del sector financiero en gran parte del mundo. Los países de todos los niveles de ingreso se liberalizaron, aunque la liberalización fue mayor en las economías de más alto ingreso que en las de menor ingreso (véase el panel superior del gráfico que figura en la página 4).

Si bien las tendencias que los promedios de los países reflejan son aparentemente moderadas, al considerarse los países en forma individual se observa que estos pasaron por largos períodos sin registrar cambios en sus políticas. Para analizar el proceso desde una óptica más detallada y esclarecedora, creamos cinco categorías de cambios de política en cada país-año. Una disminución de la medida de liberalización financiera de 3 puntos o más se clasifica como una reversión de gran magnitud, una disminución de 1 o 2 puntos como una reversión, un aumento de 1 o 2 puntos como una reforma, un aumento de 3 o más puntos como una reforma de gran magnitud, y la ausencia de cambios de política como casos de mantenimiento del statu quo.

En la gran mayoría de los casos observados —más del 76% del total de la muestra— se dio un mantenimiento del statu quo. Las reformas constituyen otro 15% de la muestra, y las reformas de gran magnitud representan otro 5%. Los casos de reversión de la liberalización fueron relativamente escasos, y aquellos donde la reversión fue de gran magnitud lo fueron aún más. Dentro de la muestra hubo solo dos casos donde la reversión tuvo gran magnitud: Argentina en 1982 y Venezuela en 1994.

Los países de las principales regiones geográficas tendieron a liberalizar su sector financiero aproximadamente al mismo tiempo y del mismo modo (véase el panel inferior del gráfico). Por ejemplo, la mayoría de las reformas emprendidas en América Latina se concentraron en los finales de la década de los ochenta y principios de los años noventa, con excepción de una primera serie de reformas adoptadas en Argentina y Chile en la década de los setenta. Estas dos excepciones ilustran además el hecho de que la reforma no consiste necesariamente en una evolución firme y constante hacia adelante: ambos países dieron marcha atrás en sus reformas de política durante la crisis de la deuda de 1982–83.

El proceso de liberalización financiera fue mucho más gradual en Asia oriental. Las economías de esta región dieron una serie de pequeños pasos hacia la apertura de su sector financiero a comienzos de la década de los ochenta; en la mayoría de los casos, el proceso de reforma se prolongó durante toda una década. En los países de Asia meridional, las reformas se produjeron entre comienzos y mediados de los años noventa, excepto en Sri Lanka, que emprendió un importante programa de reformas en 1978; no obstante, en la región el sector financiero se mantenía al menos parcialmente reprimido aun al término del período considerado en la muestra.

Cuatro de los países industriales analizados en el estudio —Alemania, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido— ya habían liberalizado en gran medida su respectivo sector financiero al inicio del período. El resto de los países integrantes de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) tenían inicialmente sistemas financieros relativamente reprimidos, pero gradualmente comenzaron a liberalizarlos a fines de la década de los setenta y principios de los años ochenta; su sector financiero está ahora mayormente o totalmente liberalizado. Solo Nueva Zelanda adoptó una estrategia de modificación del sistema financiero en una sola etapa, emprendiendo la mayoría de sus reformas en 1984–85. (A los fines del agrupamiento regional, incluimos dos miembros de la OCDE, Corea y México, dentro de sus respectivas regiones en lugar de clasificarlos dentro del grupo de la OCDE.)

Nuestra base de datos aportó nuevos elementos de juicio al ser analizada desde otro ángulo: la economía política de la reforma. El punto de partida de nuestro análisis fue la premisa de que el statu

quo persistiría en tanto los beneficios de mantenerlo superaran los costos que supondría para quienes determinan la oportunidad y el ritmo de las reformas. Estudiamos el efecto de los tres diferentes factores desencadenantes señalados en la literatura y ya descriptos aquí —los *shocks*, el aprendizaje y la ideología, instituciones y estructura de gobierno— desde esta perspectiva.



Respuesta a los *shocks*

Los *shocks* son acontecimientos que se dan en un momento puntual y desencadenan de manera casi inmediata un nuevo alineamiento de las fuerzas responsables de la toma de decisiones; por ejemplo, la asunción del poder por un nuevo gobierno, los cambios de la economía mundial y la imposición de determinadas condiciones por las instituciones financieras internacionales, tales como el Banco Mundial y el FMI, a los países que desean recibir préstamos.

Según lo que se ha dado en llamar “hipótesis de la luna de miel”, propuesta en otros estudios anteriores, es de esperar que se reformen las políticas al inicio de un *ciclo electoral*, inmediatamente después de haber asumido un nuevo gobierno, y no más adelante, cuando el gobierno en funciones busca su reelección, especialmente si los beneficios de la reforma se concretarán en el largo plazo y sus costos se habrán de soportar en el corto plazo. No obstante, los datos disponibles son ambivalentes. Es cierto que la tendencia a mantener el statu quo se debilita significativamente durante el primer año de mandato del jefe de gobierno, como lo demuestra el hecho de que, en dichos períodos, los casos en los que no se registraron cambios disminuyeron de 78% a 70% (véase el cuadro 1), y aumenta marcadamente la probabilidad de una reforma de gran magnitud. Pero un cambio de gobierno puede también desembocar en una reversión de la liberalización: durante 1973–96, por ejemplo, las nuevas autoridades democráticas de Argentina, Bolivia y Brasil aplicaron políticas expansionistas luego de asumir el poder, lo cual demoró la adopción de las reformas necesarias. En

Cuadro 1. Efectos de las políticas y las condiciones políticas en la reforma financiera
(Porcentaje)

	¿Primer año de gestión?			¿Cambio político drástico?	
	No	Sí		No	Sí
Reforma de gran magnitud	3,9	9,8	Reforma de gran magnitud	5,2	3,9
Reforma	15,4	15,3	Reforma	15,4	15,4
Status quo	77,7	69,9	Status quo	76,0	78,9
Reversión	3,0	3,7	Reversión	3,2	1,9
Reversión de gran magnitud	0,0	1,2	Reversión de gran magnitud	0,3	0,0
Total	100,0	100,0	Total	100,0	100,0
Chi cuadrada de Pearson:	12,52		Chi cuadrada de Pearson:	0,04	
Prob:	0,01		Prob:	1,00	

cambio, es improbable que se emprenda una reforma financiera durante períodos de *cambios políticos drásticos*, tales como un golpe de Estado y la imposición o el levantamiento de la ley marcial. De hecho, nuestro índice mostró que hubo un ligero incremento de la frecuencia relativa de los casos de mantenimiento del statu quo registrados durante dichos períodos.

El impacto de las crisis de la balanza de pagos y de las crisis bancarias, las recesiones (definidas simplemente como un crecimiento económico negativo) y la alta inflación (definida como una tasa de inflación anual superior a 50%) se ilustran en el cuadro 2. Durante los períodos caracterizados por cualquiera de estos cuatro tipos de acontecimientos económicos adversos disminuye la frecuencia relativa de los casos en que se mantuvo el statu quo. No obstante, el alcance, e incluso la dirección, del cambio de política varía según la índole del hecho adverso. Como respuesta a una *crisis de la balanza de pagos*, la probabilidad de una reforma de gran magnitud aumenta de 3,1% a 9,7%. Cuando un país sufre una *crisis bancaria*, en cambio, esa probabilidad cae de 5,5% a 2,6% y la incidencia de los casos de reversión de la liberalización (de poca o gran magnitud) se eleva de 2,3% a 9,5%. Las *recesiones* y la *alta inflación* aumentan la probabilidad tanto de que se adopten reformas como de que se las abandone.

Cuadro 2. Reforma en condiciones de crisis
 (Porcentaje)

	¿Crisis de la balanza de pagos?			¿Crisis bancaria?	
	No	Sí		No	Sí
Reforma de gran magnitud	3,1	9,7	Reforma de gran magnitud	5,5	2,6
Reforma	15,2	15,8	Reforma	15,8	13,0
Status quo	78,7	70,5	Status quo	76,4	74,8
Reversión	3,1	3,2	Reversión	2,3	7,8
Reversión de gran magnitud	0,0	0,8	Reversión de gran magnitud	0,0	1,7
Total	100,0	100,0	Total	100,0	100,0
Chi cuadrada de Pearson:	16,95		Chi cuadrada de Pearson:	15,40	
Prob:	0,00		Prob:	0,00	
	¿Recesión?			¿Alta inflación (más del 50%)?	
	No	Sí		No	Sí
Reforma de gran magnitud	5,1	4,9	Reforma de gran magnitud	4,8	7,6
Reforma	14,9	18,6	Reforma	15,6	14,1
Status quo	77,1	69,6	Status quo	76,9	70,7
Reversión	2,8	4,9	Reversión	2,8	5,4
Reversión de gran magnitud	0,0	2,0	Reversión de gran magnitud	0,0	2,2
Total	100,0	100,0	Total	100,0	100,0
Chi cuadrada de Pearson:	8,79		Chi cuadrada de Pearson:	10,22	
Prob:	0,07		Prob:	0,04	

Además de las crisis, una serie de factores externos como los cambios en la economía mundial —tales como un alza o caída de las tasas de interés mundiales— pueden influir en el equilibrio del poder de decisión y perturbar el statu quo. Por ejemplo, cuando las tasas de interés mundiales son bajas, el acceso al capital internacional de bajo costo constituye un fuerte incentivo, que fortalece la posición de los partidarios de la reforma y eleva la probabilidad de que se emprendan reformas tendientes a la liberalización. En cambio, cuando las tasas son altas, decae el incentivo para emprender reformas,

Cuadro 3. Efecto de los programas respaldados por el FMI en la reforma

	¿Programa respaldado por el FMI?	
	No	Sí
Reforma de gran magnitud	4,6	6,6
Reforma	1,44	18,3
Status quo	77,2	73,2
Reversión	3,6	1,9
Reversión de gran magnitud	0,3	0,0
Total	100,0	100,0
Chi cuadrada de Pearson:	3,42	
Prob:	0,49	

excepto en los países deseosos de dar señales de su compromiso con la liberalización, y así atraer futuras inversiones, manteniendo su apertura aun en un contexto mundial de altas tasas de interés.

Las instituciones financieras internacionales como el FMI pueden también ser capaces de inducir la adopción de reformas (véase el cuadro 3). Sus medidas pueden robustecer la posición de quienes, dentro del país, apoyan la reforma pero son ajenos al proceso político y carecen de fuerza suficiente para hacer oír su voz con la necesaria contundencia. Entre esos grupos de opinión se cuentan aquellos que no tienen acceso al crédito y los ahorristas que obtienen una baja rentabilidad de sus activos financieros. El impulso externo en favor de las reformas que los beneficiarían puede surgir como una condición impuesta por una institución internacional para el otorgamiento de préstamos o provenir de asesores externos pertenecientes a instituciones multilaterales, universidades y centros de estudio e investigación, así como de ciudadanos que han estado anteriormente vinculados a tales organizaciones. Dichas fuerzas externas cumplieron un papel significativo en varios casos de reforma incluidos en nuestra muestra.



Dinámica del aprendizaje

En la teoría de la economía política se destaca la importancia de la incertidumbre que enfrentan las personas acerca de los posibles

resultados de una reforma. Si las personas o los grupos de interés no saben quiénes de entre ellos se beneficiarán, puede que se opongan al cambio aun cuando este sea socialmente óptimo y favorezca a la mayoría. Incluso en el caso de que algunas de las entidades financieras existentes puedan prosperar tras la liberalización, la incertidumbre acerca de quiénes resultarán ganadores o perdedores puede inducir al sector financiero en su conjunto a oponerse a la reforma.

Pero, ¿cuáles son los mecanismos que permiten averiguarlo y por qué finalmente se abandona el statu quo y se emprenden reformas? El aprendizaje resultante de la acumulación de nueva información cobra aquí especial relevancia. Si la reforma es un proceso que se cumple en múltiples etapas, puede que las reformas iniciales permitan a los grupos de interés evaluar si su adopción los beneficiará o los perjudicará. Es por ello que quienes en una primera etapa se oponen a la reforma se convierten a veces en los partidarios más decididos de una profundización del proceso.

Tras un programa inicialmente exitoso, a menudo la fuerza de la oposición política a las reformas queda neutralizada. Si gracias a otras medidas de política —y a la buena fortuna— se logran luego más beneficios económicos, puede ganar fuerza el apoyo a las reformas y debilitarse la oposición. Surgen nuevos intereses que respaldan la modificación de las políticas económicas.

También puede darse un proceso de aprendizaje —con la consiguiente generación de nuevas reformas— cuando inicialmente se carece de los conocimientos técnicos o experiencia de gestión para emprender esas reformas pero se los va adquiriendo gradualmente. En tales condiciones, la ejecución de programas de reforma en múltiples etapas puede insumir un lapso prolongado. A medida que se ganan conocimientos y experiencia a partir de las transformaciones iniciales, se torna más fácil llevar a cabo otras nuevas reformas.

En recientes investigaciones sobre la economía política de la reforma —y la expansión del sistema democrático— se ha observado una concentración de las reformas en determinadas regiones durante el mismo período, lo cual parecería indicar que los países pueden aprender de sus “pares”: las naciones vecinas que poseen estructuras económicas, sociales y políticas similares y experiencias

comunes. Existen además cuantiosos datos que indican que los países de una región determinada compiten por los mismos recursos internacionales de capital de riesgo, circunstancia que puede contribuir a dar impulso a la reforma.

Para evaluar la relevancia del proceso de aprendizaje, determinamos si la distribución de los cambios de política variaba según el nivel de liberalización financiera de un país. Podría conjeturarse una relación de signo negativo, ya que los países cuyo sector financiero está altamente reprimido son los que presentan el mayor potencial de liberalización, mientras que las economías liberalizadas tienen menos tarea por delante; pero en realidad no es así. Antes bien, los países cuyos sistemas financieros están altamente reprimidos tienden a mantenerlos en esa condición, como lo indica la muy superior proporción de casos de mantenimiento del statu quo. Pero si esos países adoptan cierto grado de liberalización, la probabilidad de que emprendan mayores reformas se eleva sustancialmente. Es mucho más probable que se adopten reformas en países cuyo sector financiero se encuentra en un nivel intermedio de liberalización, ya sea parcialmente reprimido o mayormente liberalizado. Naturalmente, en aquellos países con un sector financiero altamente liberalizado la probabilidad de que se emprendan más reformas es menor. Es interesante destacar, no obstante, que ninguno de los países cuyos sistemas están totalmente liberalizados abandonan sus reformas.

La relación entre el nivel de liberalización financiera y la incidencia de las reformas respalda la noción de que el aprendizaje crea una dinámica autosustentable en el proceso de reforma. No es necesario que las reformas se emprendan todas al mismo tiempo y de una vez; aun las más pequeñas representan una victoria, ya que llevan en sí la semilla de futuras transformaciones.



Ideología, instituciones y estructura

Por último, algunos economistas consideran que las reformas pueden verse condicionadas por la ideología, las instituciones o la estructura económica y política de un gobierno. Esta categoría de

factores desencadenantes comprende la orientación política del partido gobernante, la forma de gobierno (sistemas presidencialistas o parlamentarios, por ejemplo), el régimen electoral, el sistema jurídico y la apertura del país al capital y el comercio internacionales.

Con respecto a la ideología, según la visión convencional los gobiernos de derecha son más receptivos a las reformas orientadas al mercado, como la liberalización financiera. Sin embargo, nuestras observaciones indican lo contrario: los gobiernos de izquierda adoptaron la liberalización con mayor frecuencia que los de derecha. Una explicación posible es que entre la ideología y la credibilidad de un partido se establece una interesante interacción. Si el electorado no puede discernir si las políticas de un gobierno están motivadas por inquietudes sociales o sencillamente por las preferencias ideológicas de los políticos, las transformaciones resultan más creíbles cuando las emprenden partidos políticos normalmente asociados con ideologías contrarias a la reforma. Por ejemplo, en Nueva Zelanda un gobierno laborista partidario de aplicar reformas que llegó al poder en 1984 en medio de una crisis cambiaria logró emprender un programa de rápida liberalización económica.

Algunos economistas han sostenido que los gobiernos de carácter presidencialista pueden superar las trabas emergentes de intereses contrapuestos y lograr la aprobación de las reformas con mayor facilidad que los gobiernos parlamentarios. Hay quienes subrayan la importancia del régimen jurídico, mientras que otros han insinuado la posibilidad de que, en las economías más abiertas a la inversión y el comercio internacionales, la oposición interna a la liberalización es más débil, en vista de los mayores beneficios que conllevan las nuevas oportunidades.

Si bien la ideología y la estructura del gobierno pueden influir a largo plazo en la orientación de las reformas, se plantea la interrogante sobre si estas fuerzas más generales modificaron la dinámica observada en la reforma del sector financiero en el último cuarto del siglo XX. ¿Fue suficientemente largo este período? ¿O hubo una ideología común detrás de las aparentes diferencias que, junto con las fuerzas de la globalización, impulsó a las autoridades a emprender reformas?

Según nuestras observaciones, ninguna forma de gobierno en particular presentaba más probabilidad que otra de dar lugar a las reformas. Tampoco observamos una relación significativa entre el régimen jurídico y la reforma financiera. Al analizar la muestra en su conjunto, no encontramos que hubiera una relación significativa entre la apertura al comercio y la inversión internacional y la liberalización, pero cuando la desagregamos pudimos observar que la apertura estaba fuertemente vinculada a la liberalización en los países de sistemas altamente reprimidos, pero que dicha vinculación resultaba menor en aquellos con un mayor grado de liberalización. La apertura comercial también se vinculaba a una mayor tendencia a privatizar entidades bancarias.



Enseñanzas de la liberalización

La liberalización se ha dado entonces como resultante de la combinación de cambios producidos en un momento puntual y de un aprendizaje gradual. Dado que los shocks indujeron un retroceso en materia de liberalización casi tan frecuentemente como medidas de reforma, el aprendizaje —ya sea a partir de reformas exitosas en el frente interno o de lo observado en países vecinos— fue un factor esencial de la dinámica que sirvió de sustento a las reformas generalizadas. De nuestro análisis estadístico se desprenden cinco conclusiones sobre la dinámica de las reformas:

1. Los países cuyo sector financiero estaba más reprimido eran los más propensos a mantenerlo así. Sin embargo, en los países cuyo sector financiero pasó a ser siquiera levemente menos restrictivo luego de algunas reformas iniciales se observó una probabilidad mucho mayor de que se adoptaran nuevas reformas.

El carácter autosustentable de las reformas puede explicarse de varias maneras. Las reformas iniciales tendieron a fortalecer a quienes se beneficiaron con ellas —y abogaron por su adopción— frente a aquellos que se opusieron. Las reformas iniciales también pueden haber provocado cambios que a su vez hicieron necesarias

otras reformas. Un ejemplo interesante es el de Japón, donde el impulso para emprender las reformas iniciales en los años setenta surgió de la necesidad de financiar un importante déficit fiscal. Ello condujo al desarrollo del mercado de bonos públicos, y esto a su vez demandó la existencia de un mercado de bonos de empresas más abierto. Al ir creciendo este último mercado, los bancos comerciales impedidos de participar en él sufrieron una sustancial pérdida de ingresos. Finalmente, el gobierno debió liberalizar el alcance de la actividad bancaria, hecho que ilustra cómo las reformas adoptadas en un ámbito determinado ponen en marcha otras reformas en otros ámbitos.

2. Las influencias regionales fueron factores de importancia. Los países de una región dada se vieron sometidos a una mayor presión a favor de la liberalización cuanto más represivo era su propio sistema financiero en relación con el del país líder de la región. En parte, ello se debió a que los países integrantes de una misma región poseían características similares y tendían a verse motivados por objetivos semejantes y a competir por una misma reserva de capital internacional. El efecto de esta competencia se agudizó con el correr del tiempo al aumentar el nivel de liberalización.

3. Las crisis que comprometieron seriamente el statu quo movieron a la acción. Cuando la situación se deterioró, rápidamente surgieron presiones para que se tomaran medidas. No obstante, los distintos tipos de crisis tuvieron efectos llamativamente diferentes. Las crisis de la balanza de pagos, por ejemplo, elevaron la probabilidad de que se emprendieran reformas, mientras que las crisis bancarias las desalentaron o incluso indujeron su reversión. La nacionalización de los bancos en medio o después de una crisis bancaria a menudo significó un retroceso en el proceso de reforma. Además, como las crisis bancarias pusieron en evidencia la fragilidad del sector, no es para nada extraño que los gobiernos se abstuvieran de esforzarse por impulsar reformas que podrían haber socavado aún más el valor del negocio bancario en el corto plazo. Por el contrario, los gobiernos que intentaron resolver las crisis bancarias alentando a los bancos sólidos a hacerse cargo de las entidades más endebladas solían ofrecer incentivos tales como un poder monopolístico temporal.

4. Las reformas tendieron a surgir luego de producirse cierta clase de acontecimientos. Por ejemplo, era más probable que un nuevo gobierno emprendiera reformas durante el primer año de gestión, efecto que se observó más marcadamente en países caracterizados por tener un sector financiero reprimido. Además, las reformas se aceleraban luego de caer las tasas de interés de Estados Unidos, mientras que se revertían ante un alza de las tasas. Por otra parte, las condiciones inherentes a los programas de ajuste estructural financiados por el FMI parecen haber ejercido una fuerte influencia inicial en los países con sistemas financieros relativamente reprimidos, pero esa influencia disminuyó con el transcurso del tiempo.

5. Entre los factores referidos a la ideología política y la estructura económica de un país, solo la apertura a la inversión y el comercio internacionales incidió en el ritmo de las reformas, estimulándolas en aquellos países caracterizados por una represión relativa de su sistema financiero. Los gobiernos de derecha no presentaban una mayor orientación hacia las reformas que los de izquierda. En todo caso, estos últimos resultaron ser algo más propensos a adoptar reformas, aunque la diferencia no fue significativa. Tampoco los factores estáticos como el tipo de gobierno o el sistema jurídico tuvieron mayor influencia.

Índice de liberalización financiera correspondiente a 35 economías; 1973–96
(0 = Represión total; 18 = Liberalización total)

Asia oriental							
	Corea	Filipinas	Indonesia	Malasia	Provincia china de Taiwan	Singapur	Tailandia
1973	0	3	1	7	0	15	2
1974	0	3	1	7	0	15	2
1975	0	3	1	5	0	15	2
1976	0	3	1	6	0	15	2
1977	0	3	1	6	0	15	2
1978	0	3	1	9	0	16	2
1979	0	3	1	9	0	16	2
1980	0	6	1	10	0	16	5
1981	3	6	1	10	0	16	5
1982	6	6	1	10	0	16	5
1983	6	8	4	10	0	16	5
1984	7	8	4	10	0	16	5
1985	8	8	4	9	0	16	5
1986	9	8	4	9	0	16	5
1987	9	8	4	12	1	16	5
1988	9	8	8	12	1	16	5
1989	8	9	9	13	4	16	9
1990	8	9	8	13	4	16	10
1991	10	9	9	13	4	16	10
1992	10	10	10	13	6	16	12
1993	10	10	10	13	6	16	13
1994	10	10	10	12	6	16	13
1995	10	11	10	12	6	16	13
1996	10	11	11	12	6	16	13

Índice de liberalización financiera correspondiente a 35 economías *(continuación)*

	Asia meridional				
	Bangladesh	India	Nepal	Pakistán	Sri Lanka
1973	0	0	1	2	0
1974	0	0	0	2	0
1975	0	0	0	0	0
1976	0	0	0	0	0
1977	0	0	0	0	1
1978	0	0	0	0	6
1979	0	0	0	0	6
1980	0	0	0	0	7
1981	0	0	0	0	7
1982	2	0	0	0	7
1983	2	0	1	0	7
1984	2	0	1	0	7
1985	2	0	1	0	7
1986	2	0	2	0	7
1987	2	0	2	0	7
1988	2	0	2	0	8
1989	3	0	4	0	7
1990	4	0	4	1	7
1991	6	1	4	4	7
1992	7	4	4	5	7
1993	7	6	4	5	8
1994	8	6	6	8	9
1995	7	6	6	10	9
1996	7	6	6	10	9

Índice de liberalización financiera correspondiente a 35 economías *(continuación)*

	América Latina						
	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Venezuela
1973	0	1	0	3	3	0	2
1974	0	1	8	4	4	0	2
1975	0	1	9	3	4	0	2
1976	0	3	11	3	4	0	2
1977	11	3	11	3	4	0	2
1978	11	3	12	3	4	0	2
1979	11	1	14	3	4	0	2
1980	11	1	14	4	4	0	2
1981	11	2	14	4	4	0	2
1982	3	2	13	3	2	0	2
1983	3	2	12	3	2	0	2
1984	3	2	13	3	2	0	2
1985	3	2	15	3	2	0	2
1986	3	2	15	3	2	0	2
1987	5	2	15	3	2	0	2
1988	6	4	15	3	3	0	2
1989	6	5	15	3	9	0	4
1990	6	5	15	4	9	0	4
1991	6	6	15	10	12	5	8
1992	12	6	15	10	12	11	8
1993	12	6	15	9	12	13	8
1994	12	6	15	9	12	13	3
1995	12	7	15	9	12	13	3
1996	12	8	15	9	13	13	8

Índice de liberalización financiera correspondiente a 35 economías *(continuación)*

	África y Oriente Medio					
	Egipto	Ghana	Israel	Marruecos	Sudáfrica	Zimbabwe
1973	1	0	5	1	7	2
1974	1	0	5	1	7	2
1975	1	0	5	1	7	2
1976	1	0	5	1	5	2
1977	1	0	7	1	5	2
1978	1	0	7	1	5	2
1979	1	0	5	1	5	2
1980	1	0	5	1	11	2
1981	1	0	5	1	11	2
1982	1	0	5	1	11	2
1983	1	0	3	1	13	2
1984	1	0	3	1	13	2
1985	1	0	3	1	12	2
1986	1	0	3	1	12	2
1987	1	2	10	1	12	2
1988	1	3	10	1	12	2
1989	1	4	10	2	12	2
1990	1	4	11	2	13	5
1991	9	5	11	3	14	5
1992	9	5	11	3	14	5
1993	9	6	12	7	14	6
1994	9	7	12	8	14	8
1995	9	8	12	8	17	8
1996	10	8	12	11	17	8

Índice de liberalización financiera correspondiente a 35 economías (conclusión)

	Países de la OCDE									
	Alemania	Australia	Canadá	Estados Unidos	Francia	Italia	Japón	Nueva Zelanda	Reino Unido	Turquía
1973	16	0	15	13	5	5	4	2	12	1
1974	16	0	15	14	5	5	4	2	12	1
1975	16	0	15	14	5	6	4	2	12	1
1976	16	0	15	14	5	6	4	4	12	1
1977	16	0	15	14	5	6	4	4	12	1
1978	16	0	15	14	5	6	4	4	12	1
1979	16	0	15	14	5	6	6	4	14	1
1980	16	0	16	15	5	6	7	4	15	6
1981	16	1	16	15	5	6	7	2	17	6
1982	16	3	16	16	4	6	7	2	17	6
1983	16	3	16	16	4	8	7	2	17	5
1984	16	6	16	16	7	8	9	10	17	5
1985	16	9	16	16	9	8	10	13	17	5
1986	16	9	16	16	12	6	10	14	18	7
1987	16	11	16	16	13	6	10	15	18	8
1988	16	13	16	16	13	8	10	15	18	9
1989	16	13	16	16	13	9	10	16	18	13
1990	16	13	16	16	13	12	10	16	18	12
1991	16	13	17	16	13	12	11	16	18	12
1992	16	14	18	16	13	13	11	18	18	12
1993	17	14	18	16	14	15	13	18	18	12
1994	17	17	18	17	14	15	13	18	18	12
1995	17	17	18	17	14	15	14	18	18	12
1996	17	17	18	17	14	15	14	18	18	12

Serie de Temas de economía

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry y Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits*. 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work*. C. John McDermott y Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets*. Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows*. Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu y Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits*. Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications*. Robert Rowthorn y Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter y Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*. Vito Tanzi y Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Francesco Caramazza y Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. Claudia Dziobek y Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano y Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* Departamento de Finanzas Públicas. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti y Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn y Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen y Donald Mathieson. 1999.
20. *¿Por qué algunos países logran crear más empleo que otros?* Pietro Garibaldi y Paolo Mauro. 2000.

21. *Mejora de la gestión pública y lucha contra la corrupción entre los países bálticos y de la CEI: La función del FMI*. Thomas Wolf y Emine Gürgen. 2000.
22. *Dificultades para la predicción de crisis económicas*. Andrew Berg y Catherine Pattillo. 2000.
23. *Fomento del crecimiento económico de África al sur del Sahara: Qué es lo que funciona*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis y Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Plena dolarización: Ventajas e inconvenientes*. Andrew Berg y Eduardo Borensztein. 2000.
25. *Control de la contaminación mediante el uso de impuestos y licencias negociables*. John Norregaard y Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *La pobreza rural en los países en desarrollo: Su relación con la política pública*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
27. *La política tributaria en los países en desarrollo*. Vito Tanzi y Howell Zee. 2001.
28. *Riesgo moral: ¿Alienta el financiamiento del FMI la imprudencia de prestatarios y prestamistas?* Timothy Lane y Steven Phillips. 2002.
29. *El sistema jubilatorio: Un rompecabezas. Prerrequisitos y opciones de políticas en el diseño de jubilaciones y pensiones*. Nicholas Barr. 2002.
30. *Ocultándose en las sombras: El crecimiento de la economía subterránea*. Friedrich Schneider y Dominik Enste. 2002.
31. *Reestructuración del sector empresarial: La función del gobierno en épocas de crisis*. Mark R. Stone. 2002.
32. *¿Deben ser independientes los reguladores del sector financiero?* Marc Quintyn y Michael W. Taylor. 2004.
33. *La educación de los niños en los países pobres*. Arye L. Hillman y Eva Jenkner. 2004.
34. *¿Puede el alivio de la deuda estimular el crecimiento de los países pobres?* Benedict Clements, Rina Bhattacharya y Toan Quoc Nguyen. 2005.
35. *Reforma financiera: ¿Qué factores la afectan y qué otros le dan forma?* Abdul Abiad y Ashoka Mody. 2005.

Abdul Abiad es Economista del Departamento de Europa del FMI. Es co-autor de este estudio, que realizó mientras trabajaba en el Departamento de Estudios del FMI, donde se ocupó principalmente de temas vinculados al sector financiero. Posee un doctorado otorgado por la Universidad de Pennsylvania.



Ashoka Mody es Director Adjunto del Departamento de Europa del FMI. Ha publicado numerosos artículos en revistas académicas y profesionales y es autor y editor de varios libros sobre finanzas y desarrollo. Antes de su incorporación al FMI, tuvo una larga actuación en el Banco Mundial, organismo en el cual su última función fue ejercer la dirección del informe *Global Development Finance Report*. Previamente trabajó en los Laboratorios Bell de AT&T y ha sido profesor visitante en Wharton School, de la Universidad de Pennsylvania. Obtuvo un doctorado de la Universidad de Boston.



**Financial Reform:
What Shakes It? What Shapes It?
(Spanish)**

