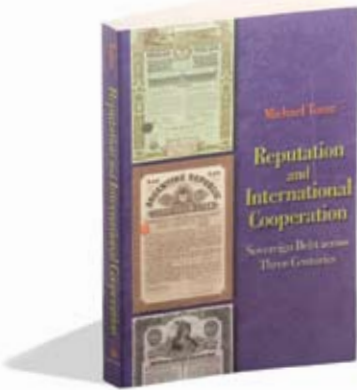


## El “default”: Un análisis histórico



Michael Tomz

### Reputation and International Cooperation

#### Sovereign Debt across Three Centuries

Princeton University Press, 2007, 328 págs., US\$22,95 (rústica).

LOS INTERESADOS en comprender mejor la historia del “default” soberano pueden aprender bastante si leen el libro de Michael Tomz.

El primer capítulo ofrece un panorama general de las ideas surgidas en torno al problema de la deuda soberana: ¿Por qué dejan de cumplir los países? ¿Por qué algunos caen repetidamente en mora? ¿Por qué deciden pagar? En el capítulo 2 se describen los aspectos básicos de lo que Tomz denomina un “modelo reputacional dinámico”, que —según sostiene— ayuda a explicar el comportamiento de los deudores y acreedores. En el modelo, que es más descriptivo que matemático, las preferencias de los gobiernos son heterogéneas y los participantes en el mercado no tienen un conocimiento cabal de los prestatarios. Por tanto, los acreedores se forman ideas sobre los prestatarios —que con el tiempo actualizan— y usan la reputación de estos para decidir si prestarles o no dinero y a qué tasa de interés. El autor divide a los prestatarios en tres categorías —los que siempre pagan, los que

pagan cuando las cosas andan bien, pero no siempre pagan cuando andan mal, y los que nunca pagan cuando las cosas andan mal y, a veces, ni siquiera cuando andan bien—, y utiliza esta clasificación para explicar las predicciones de su modelo frente a las de otros modelos.

Seguidamente, el autor hace varios análisis empíricos usando nuevas series históricas para convencer al lector de que su modelo puede dar cabida a tres siglos de información sobre crédito y endeudamiento soberanos. En ocasiones, la exposición carece de un matiz histórico, lo cual resulta sorprendente en el caso de un libro que se centra principalmente en el pasado. Se esboza una visión rígida de la historia, que es siempre coherente con la teoría reputacional. En consecuencia, a veces se ignora o se subestima la importancia de datos que no encajan en los pronósticos del modelo del autor y quizá podrían adaptarse mejor a otros modelos.

Estas deficiencias son más patentes en el capítulo 6. Tomz sostiene que entre 1820 y 1913 la intervención gubernamental en nombre de los acreedores fue poco frecuente y, por tanto, no tuvo incidencia en el control del incumplimiento. Pero el autor solo considera las intervenciones militarizadas. El Imperio Otomano (Turquía), Grecia, Egipto, Túnez, Serbia y Liberia son algunos de los prestatarios soberanos que en el siglo XIX cedieron su autoridad fiscal (y con ello su autonomía) al gobierno de acreedores descontentos tras caer en mora. Estas intervenciones —una sanción bastante rigurosa— eran una opción disponible para los gobiernos acreedores a fines del siglo XIX y comienzos del siglo XX. Tomz omite esa información y no da una idea cabal del uso de la intervención, creando la impresión de que era demasiado infrecuente para servir como método eficaz de control del incumplimiento de pagos en el siglo XIX, y que los casos de incumplimiento no coincidieron con el empleo de sanciones.

Al incluir el período de 1820–1869 en su análisis de las intervenciones militarizadas, Tomz subestima la eficacia de las sanciones como mecanismo coercitivo. Los empréstitos soberanos a comienzos del siglo XIX estaban plagados de problemas de información, debido a lo cual era difícil establecer las causas del incumplimiento. Los gobiernos probablemente no estuvieran dispuestos a intervenir militarmente ni a aplicar otras sanciones rigurosas si no podían determinar dichas causas; el costo político de intervenir sin contar con suficiente información era demasiado alto. No obstante, en la segunda mitad del siglo XIX los aspectos político-económicos de las finanzas internacionales habían evolucionado mucho. Durante este período de marcado imperialismo los gobiernos comenzaron a competir por adquirir nuevas colonias y “protectorados” y, en consecuencia, las finanzas se vincularon con los aspectos estratégicos. Por tanto, no sorprende que entre 1870 y 1913 las sanciones se hayan usado mucho cuando los países no pagaban; la posibilidad de que una potencia extranjera impusiera sanciones era de alrededor del 30%.

Finalmente, Tomz define las intervenciones militarizadas como episodios en los que un país usó o desplegó la fuerza, o amenazó directamente a otro país. Con esa definición, el autor subestima el efecto real de las sanciones en el comportamiento del deudor, pues excluye los efectos de las amenazas percibidas de uso de la fuerza. Los datos indican que los prestatarios soberanos evitaban caer en incumplimiento o aumentar su endeudamiento por temor a represalias de los gobiernos acreedores. Por ejemplo, durante la crisis del Baring en la década de 1890 (el caso más importante de incumplimiento del siglo XIX) la amenaza de intervención extranjera determinó la decisión de Argentina de negociar un acuerdo con sus acreedores. En el mismo período, Brasil optó por reprogramar sus deudas, en parte debido al temor de perder su soberanía. La reacción de Brasil demuestra también que la amenaza percibida de sancio-

Archana Kumar es Redactora de “Críticas de libros”.

nes impulsó a muchos países a evitar el incumplimiento, incluso en tiempos difíciles. Por tanto, es posible que otros aspectos del estudio —que procura promover la teoría reputacional comparando los reembolsos de deuda de Estados soberanos en tiempos de bonanza con el reembolso en tiempos difíciles— presenten problemas de equivalencia de las observaciones. Tomz sostiene que los países siguen pagando “en tiempos difíciles” para mejorar su reputación, pero la reacción de Brasil durante la crisis del Baring parece indicar que algunos pueden haber reembolsado su deuda por temor a las sanciones.

La reacción de los prestatarios centroamericanos frente al Corolario Roosevelt de la Doctrina Monroe de 1904 quizá sea un ejemplo aun más patente de las razones que motivaron el reembolso en el pasado. En este se declara que las naciones de América que cumplen con sus obligaciones no deben temer una intervención de

Estados Unidos y que, de lo contrario, dicho país actuará como “policía internacional” para hacer cumplir los compromisos.

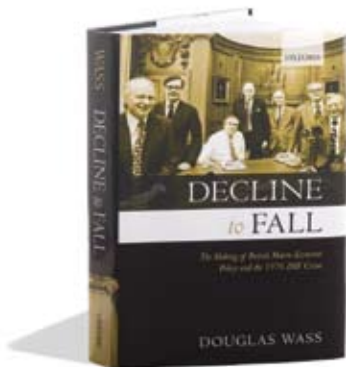
En 1905, el Gobierno de Estados Unidos dio credibilidad a ese pronunciamiento al enviar cañoneras a Santo Domingo y asumir el control de la recaudación aduanera para pagar a los acreedores extranjeros cuando la nación dejó de pagar su deuda externa y ciertas potencias europeas amenazaron con intervenir. Al año siguiente, juzgando que Estados Unidos podría intervenir en otros países, los acreedores empujaron un aumento del 74% de la cotización de la deuda soberana de los países de América Central y el Caribe en el mercado de Londres. Esta intervención tuvo un fuerte efecto en los deudores. Los países de la región, que —combinados— habían estado en mora por 140 años, suscribieron acuerdos con los tenedores de bonos y pudieron emitir nueva deuda en los mercados de capital de Europa.

Como bien lo saben las autoridades de política económica, los préstamos soberanos son enredados: la razón por la cual los países caen en mora y seguidamente optan por reembolsar sus deudas probablemente se deba a varios factores. La reputación —como lo demuestra este libro— es uno de ellos, pero en ciertos períodos ha habido otros factores, como las sanciones, que desempeñaron un papel importante, y quizá promimente. Al defender la primacía de la teoría reputacional para explicar el endeudamiento soberano durante los últimos tres siglos y descontar la posibilidad de que ciertos períodos puedan comprenderse mejor con otros modelos, Tomz menoscaba su análisis histórico, que por lo demás es sumamente minucioso.

**Kris James Mitchener**

*Profesor Asociado de Economía  
Universidad de Santa Clara y Oficina  
Nacional de Investigación Económica*

## Tristes recuerdos



Douglas Wass

### Decline to Fall

#### The Making of British Macro-Economic Policy and the 1976 IMF Crisis

Oxford University Press, 2008, 399 págs, £55 (tela).

EL ACUERDO de derecho de giro suscrito por el FMI con el Reino Unido en 1977 resultó importante para ambas

partes. El préstamo para ese país —que entonces aportaba la segunda cuota más alta— fue durante años el más cuantioso otorgado por la institución. En este libro se sostiene que el acuerdo —uno de los últimos concertados por el FMI con un país industrial— “cumplió un rol clave” en la resolución de la crisis de 1976 en el Reino Unido.

Los antecedentes del programa ya habían sido dados a conocer por el mismo FMI y por ministros británicos. El aspecto más novedoso del libro es que, en gran parte, está basado en documentos oficiales británicos de publicación reciente. Su autor, Sir Douglas Wass, es Secretario Permanente de la Tesorería del Reino Unido y actuó como principal funcionario británico durante las negociaciones con el FMI (con anterioridad al programa respaldado por el Fondo Monetario Internacional en 1967 se había desempeñado como Director Ejecutivo Suplente por el Reino Unido).

Con esos documentos, Wass describe minuciosamente el proceso de formulación de la política macroeconómica del Reino Unido entre 1974 y 1976, que culminó en la suscripción del acuerdo. El autor explica lo sucedido año tras año, tema por tema: gasto público, tipo de cambio, etc. Esa descripción, por sí sola, será esencial para los interesados en el caso. El estudio es interesante también por su análisis de la conducción y evolución de la política macroeconómica británica a mediados de los años setenta y por su riguroso análisis de la formulación de la política económica (y, en particular, de la labor de la Tesorería).

El marco de política económica del Reino Unido a comienzos de los años setenta difería mucho del actual. La política fiscal era el principal instrumento para regular la demanda —con el objetivo primordial de mantener el pleno empleo— y la política monetaria solo tenía un papel complementario. En general, se estimaba que la inflación era ocasionada

por los costos: reducirla con medidas de compresión de la demanda —desde el 10% anual registrado en 1974— “requeriría mucho tiempo y un incremento sustancial del desempleo”, lo cual se consideraba inaceptable. La política salarial constituía el principal instrumento para combatir la inflación. Por consiguiente, dice Wass, el Banco de Inglaterra no hacía mucho por controlarla. El banco central no era independiente y los factores políticos e inquietudes sobre fragilidad financiera restringían los cambios en la tasa de interés oficial. La libra esterlina se había mantenido en flotación regulada desde 1972.

En 1973 y 1974, este marco económico —que ya estaba sujeto a fuertes presiones inflacionarias— sufrió los efectos de la primera crisis del petróleo y el derrumbe de la política de ingresos del gobierno conservador, ocasionado por las huelgas y la elección de un gobierno laborista. Según Wass, la crisis de 1976 tuvo sus orígenes en estos sucesos, y en las políticas de la nueva administración.

En 1974 y 1975 —con la política de ingresos en manos de los sindicatos— se aceleraron los incrementos salariales y la inflación anual aumentó a alrededor del 25%. La expansión del déficit fiscal se debió en parte a una reducción indirecta de impuestos destinada a bajar la inflación mediante la contención salarial, pero también a que el gasto público se programó en base a supuestos “extraordinariamente optimistas” sobre el crecimiento económico. Para Wass, estos supuestos son la principal falla de la Tesorería en el período anterior a la crisis, aunque el Reino Unido no era el único país con bajos niveles de crecimiento. El endeudamiento público, facilitado por los superávits de los países petroleros, favoreció la estabilidad del tipo de cambio, al tiempo que se amplió el déficit en cuenta corriente y se deterioró la competitividad. Se produjo una “confusión de posturas” sobre política cambiaria, otro desacierto de la Tesorería.

En 1975 hubo importantes correcciones. La atención empezó a centrarse en los efectos financieros del déficit fiscal, que era cercano al 10% del PIB. Esto —dice Wass— marcó un cambio radical en la conducción de la política fiscal: los efectos “keynesianos” de la demanda dejaron de ser el foco de atención, y se adoptaron medidas para reducir el déficit. También hubo importantes reformas del sistema de control presupuestario, que comenzarían a rendir fruto en 1976. En 1975 los sindicatos empezaron a aplicar una “norma” para mantener los aumentos salariales por debajo de la inflación. Según Wass, esto fue crucial para controlar la inflación, si bien tuvo un costo alto, pues aumentó la influencia de los sindicatos sobre otros componentes de la política.

A comienzos de 1976, las perspectivas no eran totalmente sombrías. La Tesorería estimó adecuadas las condiciones en materia de financiamiento externo, pronóstico que demostró ser demasiado optimista. En 1975 habían surgido presiones sobre la libra esterlina y el país había recurrido al FMI en la medida que era posible hacerlo sin un alto nivel de condicionalidad. En 1976, la diversificación de carteras de los tenedores oficiales de saldos en libras esterlinas aumentó las presiones. Las medidas fiscales no permitieron contenerlas y, en septiembre, el Reino Unido solicitó al FMI un nuevo acuerdo de derecho de giro, que comportaría una condicionalidad más estricta. Entre tanto, surgieron nuevas presiones sobre la libra que impidieron al Ministro de Hacienda del país acudir a las Reuniones Anuales del FMI y el Banco Mundial en Manila.

Las posteriores consultas entre el Reino Unido y el FMI tuvieron como temas de fondo el ajuste fiscal y el tipo de cambio. Según Wass, desde el comienzo quedó en evidencia que no habría consenso —especialmente en cuanto al ajuste fiscal—, pues las autoridades consideraban que el enfoque de progra-

mación financiera del FMI no era aplicable en el Reino Unido. Los funcionarios británicos expresaron reservas en cuanto a las bases para fijar metas de crecimiento monetario y a la supuesta vinculación entre el equilibrio fiscal y la expansión del crédito interno en una economía con un sistema financiero avanzado. No obstante, el Ministro de Hacienda Denis Healey coincidió en que, con las políticas fiscales vigentes, una expansión monetaria probablemente alentaría la inflación, aunque consideró excesivo el ajuste propuesto por el FMI. Estos desacuerdos se resolvieron, en parte porque el FMI convino en que las autoridades solo aplicarían medidas fiscales si durante el segundo año del programa el crecimiento excedía de un determinado nivel.

Según Wass, el acuerdo fue un “enorme triunfo” para Healey y para Alan Whittome, jefe del equipo del FMI. El acuerdo tuvo un efecto “extraordinariamente favorable” en la libra esterlina, que permitió reconstituir las reservas y reducir las tasas de interés. El país necesitó solamente dos giros del FMI, e inició los reembolsos en breve plazo. Wass observa que la crisis se resolvió antes de entrar en efecto las medidas acordadas con el FMI: el cambio de coyuntura se redujo a un problema de confianza. Posteriormente se comprobó que el gasto público se había contenido gracias a medidas anteriores —especialmente las reformas de 1975— y que las reducciones del gasto contempladas en el programa eran demasiado drásticas (en gran parte se anularon en 1977 sin afectar los compromisos fiscales contraídos mediante el programa). Por tanto, Wass considera que las reducciones acordadas en el programa fueron importantes para los mercados, principalmente como un “gesto simbólico”.

**Graham Hache**  
Subdirector del Departamento  
de Relaciones Externas del FMI

## Argentina: Una crónica según Tanzi



Vito Tanzi

### Argentina: An Economic Chronicle

How One of the Richest Countries in the World Lost Its Wealth

Jorge Pinto Books, Nueva York, 2007, 164 págs.  
US\$19,95 (rústica).

**V**ITO TANZI, que fue por mucho tiempo Director del Departamento de Finanzas Públicas del FMI, conoce bastante bien Argentina: en las últimas cuatro décadas viajó más de 30 veces a ese país y en total vivió ahí por más de un año. Este libro es una historia de Argentina escrita con el enfoque de sus visitas y contactos periódicos. Tanzi se concentra en los problemas económicos y fiscales, pero también abarca muchos otros temas.

En el libro —una autobiografía de lectura muy amena— el autor describe sus encuentros con presidentes, ministros, artistas, intelectuales, políticos, periodistas, taxistas e inmigrantes italianos. El relato recoge las impresiones reunidas durante 40 años por un visitante europeo que trata de entender la cultura e historia del país, reflexiona sobre el destino de sus numerosos inmigrantes italianos, describe paisajes de extraordinaria belleza natural (no solo fue a trabajar) y se expone a los (inevitables) riesgos del viajero, incluidas huelgas, peleas e intoxicaciones alimentarias.

El autor debe tenerle cariño a ese país, porque lo inspiró a explicar el denominado “efecto Tanzi” (en Argentina frecuentemente se lo deno-

mina “efecto Olivera”, en honor a Julio Olivera, profesor de la Universidad de Buenos Aires que también estudió al mismo tiempo el problema del rezago fiscal). Dicho efecto se refiere a la caída del valor real del ingreso tributario cuando la inflación es alta debido a los desfases habituales en la recaudación de impuestos, por ejemplo: el tiempo transcurrido desde que se perciben los ingresos hasta que se paga el impuesto sobre la renta. Dado un desfase, si la inflación es alta, el poder adquisitivo del dinero habrá disminuido al momento de recibirlo el Estado, con lo cual se reducirá su capacidad para adquirir bienes y pagar salarios (que en muchos casos se ajustan en función de la inflación con más rapidez que el impuesto). Si la inflación es moderada, el efecto Tanzi se vuelve insignificante; si es de tres o más dígitos, puede resultar devastador. Desafortunadamente, Argentina ha ofrecido condiciones ideales para observar y calcular los efectos del rezago fiscal.

El libro no tiene carácter técnico, ni contiene gráficos ni ecuaciones, pero Tanzi hace un decidido esfuerzo por explicar la prolongada decadencia económica de Argentina. Cien años atrás, señala, el país producía el 7% de las exportaciones mundiales y su PIB per cápita era más alto que el de Francia, y el doble que el de Italia. La historia de la economía argentina es una historia del “desdesarrollo”. ¿Qué causó esta tragedia? Una mala gestión fiscal, pura y simplemente, dice Tanzi. La creación por parte del régimen peronista de un Estado benefactor cuyas obligaciones excedían de sus recursos dejó al país inhabilitado para lograr el equilibrio fiscal. Esto se tradujo en décadas de persistente inflación —con devastadores períodos de hiperinflación— porque el banco central era la fuente final para financiar esos desequilibrios. En 1991, cuando se adoptó un régimen monetario que impedía al banco central financiar el déficit público y que eliminó la inflación, el desequilibrio fiscal produjo un aumento vertiginoso de la deuda pública, que culminó en la cesa-

ción de pagos de los bonos soberanos a fines de 2001. Es aquí donde el libro podría generar controversias. Tanzi estima que la acumulación de deuda que condujo a la crisis financiera se produjo en gran parte debido a los préstamos otorgados por el FMI durante la década de 1990. Pero sea cual fuere la opinión que uno pudiera tener sobre el asesoramiento suministrado por el FMI a Argentina en ese período —que de hecho fue mucho más matizado de lo que comúnmente se cree—, lo cierto es que en los mercados privados existía enorme interés por otorgarle préstamos prácticamente ilimitados. Las tasas de interés de mercado eran más altas que las del FMI, pero ¿habría eso evitado el endeudamiento y el gasto?

¿Cómo se explica, en última instancia, esta incapacidad perenne de Argentina para equilibrar sus finanzas públicas? Muchos la atribuyen a la falta proverbial de cumplimiento tributario. Rudi Dornbusch, inspirándose en el dicho de que “los argentinos son italianos que hablan español pero se creen británicos”, agrega que “el problema de Argentina es que los sindicatos son británicos pero los contribuyentes son italianos”. Pero la cultura por sí sola no explica el bajo nivel de cumplimiento. Un sistema de tasas impositivas altísimas en el que prácticamente no se exige el pago puede destruir la cultura tributaria, incluso en Finlandia. De hecho, los ingresos tributarios han aumentado considerablemente, en parte gracias a las recomendaciones formuladas por una misión del FMI encabezada por Tanzi en 1989, a las altas tasas de crecimiento de los años noventa y a la caída de la inflación (el otro lado de la moneda del efecto Tanzi). Desafortunadamente, el gasto público subió a la par del ingreso tributario y no se eliminaron los desequilibrios fiscales. Según Tanzi, “en el largo plazo la sociedad argentina quería un nivel de gasto público mayor al que estaba dispuesta o podía financiar (mediante impuestos y otros ingresos ordinarios)”. ¿Por qué? La inexplicable decadencia de Argentina sigue inexplicada.

*Eduardo Borensztein  
Asesor, Departamento de Estudios del FMI*