

# PROBLEMAS TEORICOS DEL PROCESO DE AJUSTE

José Antonio Ocampo

## PROBLEMAS TEORICOS DEL PROCESO DE AJUSTE

José Antonio Ocampo \*

En contra de lo que se afirma generalmente, los orígenes de la actual crisis económica difieren significativamente en los diversos países latinoamericanos. Aunque algunos elementos son comunes (deterioro en los términos de intercambio, cierre del mercado de capitales, tasas de interés internacionales excesivas, sobrevaluación del tipo de cambio y desajustes fiscales crecientes en los años anteriores a la crisis, etc.), su combinación ha sido muy diversa. Algunos países han sufrido, por ejemplo, fugas masivas de capitales (Argentina, México y Venezuela), promovidas por expectativas de devaluación en ausencia de controles a los flujos de capital de corto plazo, pero otros (Brasil y Colombia, por ejemplo), han logrado controlar en gran medida este proceso. El deterioro en los términos de intercambio ha sido también variable y algunos países experimentaron incluso una mejoría en dicha variable hasta muy recientemente (Venezuela, por ejemplo). Los niveles de endeudamiento, la estructura de la deuda externa y las tasas de interés efectivas sobre ella han sido también variables, afectando de manera diferente los pagos por factores de producción al resto del mundo. Igual cosa acontece con la magnitud de los desajustes fiscales y cambiarios iniciales <sup>1/</sup>.

---

\* Director Ejecutivo, FEDESARROLLO. Trabajo presentado en el Seminario sobre "Experiencias sobre la Negociación de la Deuda Externa", Universidad de los Andes, Agosto 1985. Este ensayo hace parte de un estudio más amplio sobre los procesos de ajuste en América Latina financiado por la Fundación Ford.

<sup>1/</sup> Véase Carlos F. Díaz-Alejandro, "Latin American Debt : I don't think we are in Kansas anymore", Brookings Papers on Economic Activity, 1984, No. 2 y "Aspectos de la crisis del desarrollo en América Latina", Coyuntura Económica, Octubre, 1985.

La terapia a la cual han sido sujetos todos los países ha sido, sin embargo, común. Ante la cartelización de las entidades financieras internacionales, el temor a romper abiertamente con la banca y las posiciones dogmáticas del FMI y otros organismos de crédito, todos los países se han visto abocados a un proceso de ajuste ortodoxo, centrado en el control al déficit fiscal y el reajuste masivo del tipo de cambio. En algunos casos, el proceso ha estado acompañado de medidas menos ortodoxas: controles de importación y de cambios, subsidios a las exportaciones y a los deudores en moneda extranjera, tipos de cambio múltiples, nacionalización de facto o de jure del sistema financiero doméstico y formas más o menos activas de moratoria sobre la deuda externa.

Los resultados de la aplicación de dichas políticas han sido diversos. No obstante, el ajuste ha sido recesivo, regresivo ( en términos de distribución del ingreso) e inflacionario en casi todos los casos<sup>2/</sup>, contrariando abiertamente las visiones optimistas sobre los procesos de ajuste ortodoxo<sup>3/</sup>. La fase de recuperación (1984)

---

<sup>2/</sup> Ibid y Willy van Ryckeghem, "National Responses to the Debt Crisis", Mimeo, Inter American Development Bank, 1985.

<sup>3/</sup> Anne O. Krueger, Liberalization Attempts and Consequences, Nueva York : National Bureau of Economic Research, 1978. Véase también William R. Cline, " Economic Stabilization in Developing Countries". en John Williamson (ed.), IMF Conditionality, Washington : Institute for International Economics, 1983.

ha resultado además sumamente frágil, excepto en Brasil. Los objetivos internos del proceso han resultado así elusivos cuando no enteramente inexistentes. El propio control al déficit fiscal, que constituye una de las piezas claves de la política ortodoxa, ha resultado difícil de lograr, tanto por la dificultad política para llevar a cabo las medidas de control al gasto o las reformas tributarias sugeridas, como por las presiones de gasto que genera el propio proceso de ajuste -- el mayor costo del servicio de la deuda externa, la nacionalización de deudas privadas, el mayor servicio de la deuda interna a medida que aumenta el ritmo de inflación, etc.

El objetivo externo (la mejoría en la cuenta corriente) se ha logrado en todos los países, pero más a través de una contracción de la actividad económica y del colapso de la inversión que de una expansión de las exportaciones. De esta manera, se ha resuelto el problema clásico de hacer posible una transferencia de recursos al exterior. No obstante, incluso en los países más exitosos (Brasil, México ó Venezuela), la transferencia masiva de recursos no ha generado la respuesta deseada en la oferta voluntaria de fondos por parte de la banca internacional. Por el contrario, todos los países parecen estar abocados a un proceso desgastador de negociar repetidas veces su política económica con una banca cartelizada y cerrada.

El presente trabajo desarrolla un esquema simple para analizar algunas de las características mencionadas de los procesos de ajuste en América Latina. En la primera parte se analizan los efectos de las políticas de gasto y de tipo de cambio sobre la actividad económica y la cuenta corriente con el exterior. En la segunda

se considera el impacto distributivo y su eficiencia desde el punto de vista del proceso de ajuste. En la tercera parte se analiza el impacto macroeconómico de la respuesta de las exportaciones, que se considera rezagada con respecto al ajuste inicial. Finalmente, se analiza el equilibrio financiero interno.

## I. Ajuste Fiscal y Ajuste Cambiario

### A. Determinantes del equilibrio macroeconómico

Es útil comenzar recordando algunas identidades y ecuaciones de comportamiento básicas para el análisis macroeconómico. La primera de ellas especifica el equilibrio global con una economía abierta :

$$(1) \quad (Y_p - G_p) + (Y_g - G_g) = e (X - M - iD^e) = e B^{cc}$$

De acuerdo con esta identidad, la diferencia entre el ingreso (Y) y el gasto (G) tanto del sector privado (p) como del gobierno (g) es el balance en cuenta corriente con el exterior ( $B^{cc}$ ) expresado en moneda nacional (la variable e es la tasa de cambio). El balance en cuenta corriente es, a su vez, la diferencia entre las exportaciones de bienes y servicios (X) y la suma de las importaciones (M) y los intereses de la deuda externa ( $iD^e$ ). Por simplicidad eliminamos otros componentes de la cuenta corriente -- las transferencias netas recibidas del resto del mundo y otros pagos a factores de producción diferentes a los intereses sobre la deuda externa.

La identidad anterior sirve de base para la afirmación, ampliamente resaltada en la teoría de balanza de pagos, de que cualquier déficit en cuenta corriente es, por definición, un exceso de gasto sobre el ingreso nacional. Nótese, sin embargo, que la idea popularizada por las teorías ortodoxas de que la corrección del déficit fiscal

$(Y_g - G_g)$  genera una mejoría equivalente en la cuenta corriente es un caso particular, ya que supone que el superavit o déficit privado  $(Y_p - G_p)$  permanece inalterado. Este es un supuesto sin fundamento. Por el contrario, la historia reciente de América Latina indica que los procesos de ajuste afectan de manera significativa los balances netos del sector privado. Por este motivo, es mucho más adecuado partir de una especificación de la forma de comportamiento del este último.

La manera más elemental de hacerlo es suponer que el gasto privado tiene dos componentes, uno autónomo  $-A-$  y otro inducido  $-G_p(Y_p)-$ . El primero de ellos recoge una serie compleja de determinantes del gasto diferentes al ingreso corriente: los efectos de las expectativas de crecimiento sobre la inversión, el impacto de la inflación sobre los saldos monetarios, los efectos de la tasa de interés de los créditos o de los rendimientos de activos financieros de diverso tipo sobre el consumo y la inversión, el impacto de la riqueza sobre dichas variables, los efectos de diversos mecanismos de racionamiento (controles de importación o de precio) sobre el gasto, etc. El segundo recoge el efecto directo del ingreso corriente sobre el gasto. Estrictamente,  $Y_p$  debe considerarse en este caso como un vector que especifica los ingresos de diferentes sectores sociales, ya que no podemos suponer que el comportamiento del gasto sea idéntico para todos. Sin embargo, los efectos distributivos serán analizados más adelante y, por ahora, consideraremos  $Y_p$  como un agregado macroeconómico.

Con estas consideraciones en mente, el equilibrio del sector privado puede expresarse como :

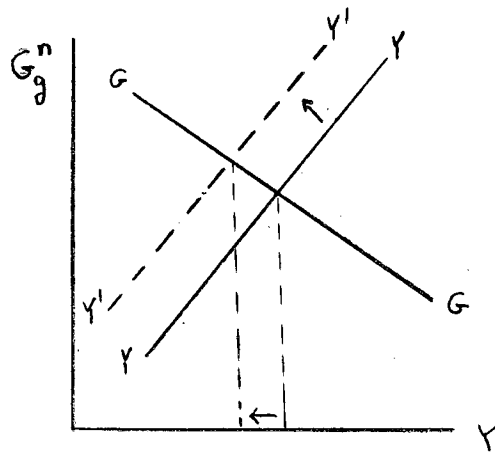
$$(2) \quad Y_p = Y = T(Y) = A + G_p(Y_p) + [G_g^n - T(Y)] + e B_p^{cc}; B_p^{cc} = X_p - M_p(Y_p) - i D_p^e$$

En esta ecuación,  $Y$  es el ingreso bruto (antes de impuestos) y  $Y$  el ingreso neto o disponible -- o ingreso privado a secas. Este último es igual a la suma del gasto privado (parodiando al economista polaco Michal Kalecki, "el sector privado gana lo que gasta"), el déficit del gobierno en moneda nacional (la diferencia entre el gasto en moneda nacional,  $G_g^n$  y la tributación neta de subsidios,  $T$  - incluyendo dentro de este renglón las utilidades de las empresas públicas) y el superavit del propio sector privado con el exterior. Si el gobierno tiene un superavit en moneda nacional o el sector privado un déficit con el exterior, hay una sustracción neta de ingresos privados por un monto correspondiente. En la ecuación (2) suponemos que hay tres elementos que dependen del ingreso : el gasto inducido, la tributación y las importaciones. Los otros determinantes de las variables incluidas se eliminan por simplicidad, aunque posteriormente haremos algunas consideraciones al respecto. Dadas las interrelaciones incorporadas en dicha ecuación, el equilibrio del sector privado puede expresarse como una relación entre el gasto público en moneda nacional y el ingreso bruto del sector privado -- la curva  $YY$  del Gráfico No. 1. La relación entre ambas variables es positiva, con pendiente  $1-(1-t)(g-m)$ , donde  $t$  es la tasa marginal de tributación sobre el ingreso bruto y  $g$  y  $m$  las propensiones marginales a gastar e importar del sector privado. La posición de la curva

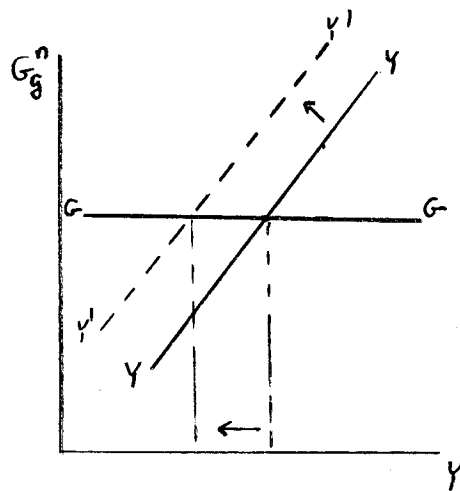
# GRAFICO NO.1

## CLASIFICACION DE LA POLITICA FISCAL

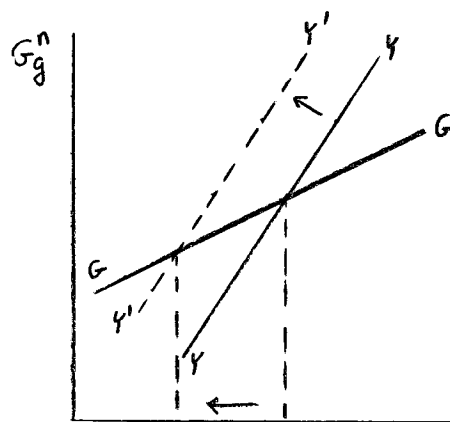
7.



A. Anticiclica



B. Neutra



C. Prociclica



YY depende del gasto autónomo, de la estructura tributaria y de los factores diferentes al ingreso que afectan la cuenta corriente con el exterior.

Para poder determinar el equilibrio macroeconómico, es necesario tener en cuenta el comportamiento de las finanzas públicas. Para este propósito, consideramos que, de acuerdo con la norma de los procesos de ajuste, el gobierno fija una meta del déficit fiscal, que puede estar expresado en términos absolutos, como proporción del ingreso bruto privado (o del PIB) o como una combinación de ambos. La "meta" del déficit fiscal puede ser expresada así como :

$$(3) \quad G_g - Y_g = z_0 + z_1 Y$$

Recordemos, sin embargo, que el gobierno tiene tres tipos de gasto -- en moneda nacional, en importaciones o en servicio de la deuda -- y dos tipos de ingresos -- las exportaciones de las empresas del gobierno y la tributación.

$$(4) \quad G_g - Y_g = G_g^n + e (M_g + iD_g^e) - T(Y) - eX_g$$

De acuerdo con las ecuaciones (3) y (4) :

$$(5) \quad G_g^n = z_0 + z_1 Y + T(Y) + eB_g^{cc}$$

Esta ecuación nos dice que el gasto en moneda nacional del gobierno depende de las metas fiscales, del nivel de tributación y del balance en cuenta corriente del gobierno con el exterior.

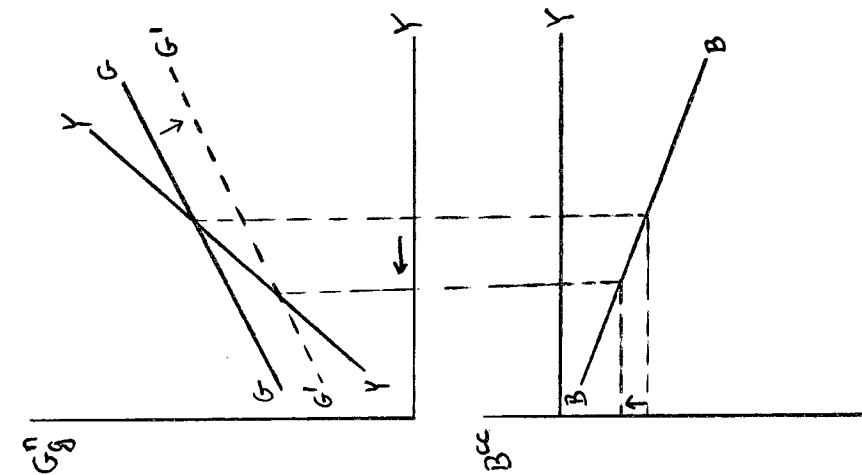
La ecuación (5) se expresa en el Gráfico No. 1 como GG. Como se puede apreciar en dicho Gráfico, la política fiscal se puede clasificar de diferente manera, de acuerdo con la pendiente de esta función. En primer término, se puede caracterizar como anticíclica si la pendiente de GG es negativa ( $z_1 + t < 0$ ). En este caso, el gobierno reduce el gasto cuando aumentan sus ingresos - es decir, traduce en un mayor superávit fiscal no solo cualquier aumento en tributación sino una cuantía adicional, en tanto que está dispuesto a incurrir en déficits no solo por el monto de cualquier disminución en la tributación sino por una partida mayor. En otros términos, tiene una propensión a gastar negativa <sup>4/</sup>. En el segundo caso, la política fiscal se puede caracterizar como neutra. Cualquier cambio en la tributación da origen en este caso a un cambio compensatorio del superávit o déficit fiscal, estabilizando así el gasto total. Finalmente, si  $z_1 + t > 0$  la política fiscal puede considerarse procíclica. Como puede apreciarse en el Gráfico 1, la clasificación obedece a los efectos de un desplazamiento autónomo de la curva YY. En el caso de la política fiscal neutra, el gobierno básicamente deja operar el multiplicador privado  $[1 - (1-t)(g-m)]^{-1}$ . Cuando la política fiscal es anticíclica, el gobierno trata de compensar con su política de gasto las fluctuaciones del gasto privado. Finalmente, cuando la política es procíclica, el gobierno amplifica con el gasto público las fluctuaciones del gasto privado.

---

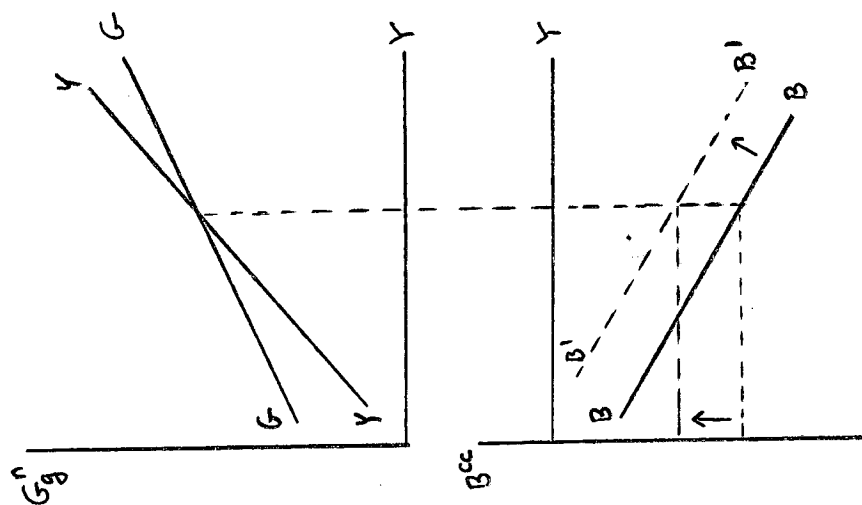
<sup>4/</sup> El lector puede corroborar que la propensión a gastar del sector público  $1 + (z_1/t)$  en este modelo.

# GRAFICO NO. 2

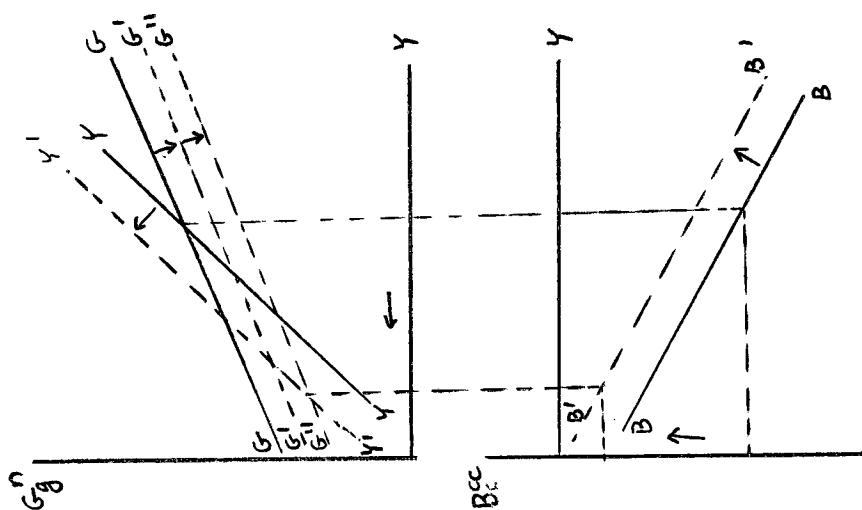
## CLASIFICACION DE LAS POLITICAS DE AJUSTE



A. Política de reducción del gasto



B. Política "pura" de desplazamiento del gasto



C. Devaluación contraccionista con reducción del gasto

El punto importante para el análisis de los procesos de ajuste es que la fijación de metas del déficit en términos absolutos ( $z_1 = 0$ ) o como proporción del ingreso ( $z_1 > 0$ ) implica que la política fiscal es procíclica. Cualquier efecto recesivo que opere sobre el gasto privado tiende a amplificarse, ya que la reducción en la tributación o en el ingreso obligan al gobierno a hacer recortes del gasto para poder cumplir con las metas establecidas. Por el contrario, los efectos exógenos favorables sobre el gasto privado permiten al gobierno adoptar una política de gasto expansionista. Dada la costumbre reciente de fijar las metas fiscales en estos términos, en el resto del trabajo supondremos que la política fiscal es procíclica.

#### B. Las políticas de ajuste

La clasificación tradicional de las políticas de balanza de pagos distingue entre las políticas de reducción y de desplazamiento del gasto privado <sup>5/</sup>. El Gráfico No. 2 especifica en términos de nuestros diagramas lo que significan estas políticas desde el punto de vista del equilibrio macroeconómico. Para ello hemos agregado en la parte inferior del diagrama una nueva función, que especifica la relación entre la cuenta corriente con el exterior y el ingreso bruto del sector privado. Esta relación tiene una pendiente negativa debido al efecto de la mayor demanda de importaciones cuando aumenta el nivel de actividad económica.

---

<sup>5/</sup> Harry G. Johnson, "Towards a General Theory of the Balance of Payments", en Richard E. Caves y Harry G. Johnson (eds.), Readings in International Economics, Homewood : Richard D. Irwin, 1968, Cap. 23.

Dos conceptos adicionales pueden ser de gran utilidad para entender los efectos macroeconómicos de las políticas de ajuste. El primero está asociado a la transferencia de recursos al exterior. Decimos que una política de ajuste resuelve el problema de la transferencia cuando mejora la cuenta corriente con relación a la situación inicial (más estrictamente, cuando  $X-M > 0$  en la situación final). El segundo concepto se podría denominar la eficiencia del proceso de ajuste. En este caso, decimos que un proceso es más eficiente cuando exige sacrificar menos actividad doméstica para lograr una misma transferencia de recursos al exterior.

Desde el punto de vista indicado, las políticas de reducción del gasto son siempre ineficientes, según se indica en el Gráfico No. 2.A. Una reducción en la meta absoluta del déficit fiscal ( $z_0$ ), por ejemplo, genera un efecto sobre la actividad privada que está amplificado, no solo por el multiplicador normal, sino también por el efecto procíclico del gasto público. En efecto, de acuerdo con las ecuaciones (2) y (5) :

$$(6) \quad dY = [1 - (1-t)(g-m) - (z_1 + t)]^{-1} dz_0$$

Sin embargo, solo una porción  $m$  permite mejorar la transferencia de recursos al exterior. El resto genera una improductiva reducción de la actividad doméstica. Solo si podemos suponer que la actividad doméstica permanece invariable (como lo hacen los modelos típicos del enfoque monetarista de la balanza de pagos) podríamos obtener un resultado diferente. Pero dicho supuesto parece totalmente injustificable a la luz de los hechos.

Una pura política de desplazamiento del gasto es así siempre preferible, según se indica en el Gráfico 2.B. En este caso, si las curvas YY y GG permanecen inalteradas, la mejora en la cuenta corriente se logra de manera totalmente eficiente, es decir, sin ningún sacrificio de la actividad doméstica. Desafortunadamente, sin embargo, muy pocas políticas logran un efecto de esta naturaleza. Una de ellas es un recorte del gasto público en moneda extranjera con una reducción simultánea en el déficit fiscal. La otra es un control directo a las importaciones no sustituibles domésticamente <sup>6/</sup>. Es curioso e indicativo del juego de fuerzas que caracteriza el diseño de los procesos de ajuste, que haya mucha resistencia dentro de los gobiernos a lo primero - y muy poca presión por parte del FMI y la banca internacional a hacerlo -, en tanto que lo segundo se mira como una interferencia indebida al funcionamiento del mercado.

La mayoría de las llamadas políticas de desplazamiento del gasto tienen en realidad efectos mucho más complejos que los que se indican en el Gráfico 2.B. La moderna teoría de la devaluación indica, en particular, que dicha medida tiene tantos efectos sobre la composición como sobre el monto total del gasto privado. Olvidándonos por el momento de los efectos distributivos, que serán analizados en la parte III del trabajo, la ecuación (2) permite diferenciar los efectos ingreso de la devaluación de acuerdo a si operan sobre el gasto autónomo o sobre la cuenta corriente con el exterior.

---

<sup>6/</sup> Para un análisis más amplio de los efectos del control de importaciones en un modelo similar, véase José Antonio Ocampo, "Los efectos macroeconómicos del control de importaciones", Ensayos sobre Política Económica, No. 8. Diciembre 1985.

El más ortodoxo de los primeros es el efecto monetario. Debido al impacto inflacionario de la devaluación, los agentes privados se ven obligados a reducir sus niveles de gasto para reconstituir sus saldos monetarios deseados <sup>7/</sup>. El efecto puede ser permanente si la política activa de tipo de cambio no solo afecta el nivel de precios sino también el ritmo de inflación, como parece ser el caso en la mayoría de los países latinoamericanos. Este efecto equivale al llamado "impuesto de inflación", pero es más adecuado considerarlo aquí bajo la vieja categoría de un "ahorro forzoso" -- es decir, como la necesidad de destinar una proporción del ingreso a mantener un mismo nivel de liquidez real.

Fuera de lo anterior, el gasto autónomo puede ser afectado por los complejos efectos riqueza que genera la devaluación en países con altos montos de endeudamiento externo. Este efecto ha sido, sin duda, uno de los que ha operado con mayor fuerza en los países latinoamericanos durante la crisis reciente. En principio, debería verse compensado por la revalorización del acervo de maquinaria y equipo importada y de los activos del sector privado en el exterior. No obstante, uno y otro efecto compensatorio pueden operar en forma imperfecta. El valor efectivo de la maquinaria y equipo ya instalado puede depender, no tanto de su costo de reposición, sino del valor presente de las cuasi-rentas futuras asociadas a su explotación; en este caso, las políticas de ajuste pueden más bien deprimir que elevar el valor

---

<sup>7/</sup> Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory", en Michael B. Connolly y Alexander K. Swoboda (eds.), International Trade and Money, Londres : George Allen & Unwin, 1973, Cap. II.

de dichas inversiones, excepto en sectores con potencialidad exportadora o sustitutiva. Por otra parte, los activos en el exterior tienden a considerarse como tales más que como activos domésticos denominados en moneda extranjera.

Un último conjunto de efectos que operan sobre el gasto autónomo se relaciona con el efecto del proceso de ajuste sobre la inversión privada. Es difícil atribuir este efecto exclusivamente al ajuste cambiario. El punto esencial, sin embargo, es que las políticas de choque generan un cambio violento en las expectativas de los empresarios y de las familias, al tiempo que desequilibrian las finanzas de unas y otras. El reflejo de ello es una violenta caída en la inversión privada, como lo demuestran todos los países latinoamericanos en los últimos años. Aunque parte de este efecto se traslada directamente a la demanda de importaciones, dado el alto componente importado de la inversión en maquinaria y equipo, otra parte afecta desfavorablemente la actividad doméstica.

El efecto de la devaluación sobre la cuenta corriente expresada en moneda nacional refuerza el impacto contraccionista de los procesos anteriores <sup>8/</sup>. Para analizar este efecto es útil considerar que la respuesta de las exportaciones se presenta con un rezago más o menos importante. Este efecto puede así analizarse separadamente (ver al respecto la Parte III de este trabajo). Para un nivel dado de expor-

---

<sup>8/</sup> Albert O. Hirschman, "Devaluation and Trade Balance : A Note ", Review of Economics and Statistics, 31:1, Febrero 1949; Richard N. Cooper, "Devaluation and Aggregate Demand in Aid-Receiving Countries", en Jagdish N. Bhagwati, et. al., Trade, Balance of Payments and Growth, Amsterdam : North Holland, 1971; Paul Krugman y Lance Taylor, "Contractionary Effects of Devaluation", Journal of International Economics, 1978, pp. 445 - 456.



taciones, el impacto contraccionista depende así del monto del desequilibrio inicial y de la elasticidad-precio de la demanda de importaciones, dado que el servicio de la deuda es totalmente inelástico a la política cambiaria. Como la demanda de importaciones tiende a ser inelástica a los precios relativos <sup>9/</sup> y los procesos de ajuste partieron en general de desequilibrios significativos en cuenta corriente, este efecto fue sin duda importante en la mayoría de los países de la región. En algunos casos (Colombia, en particular) el efecto recesivo ha tendido a incrementarse porque la devaluación real se traslada en gran medida en mayores impuestos a las exportaciones <sup>10/</sup>. Nótese que, como reflejo de la reducción inducida en la demanda de importaciones, el déficit en cuenta corriente expresado en moneda nacional puede reducirse en el equilibrio final. No obstante, a un mismo nivel de gasto público, el ingreso bruto y el gasto del sector privado disminuyen.

En términos de nuestros esquemas gráficos, lo anterior significa que la curva YY se desplaza hacia la izquierda (Y'Y' en el Gráfico 2.6). Dada la meta fijada en materia fiscal, la política de gasto público tiende a amplificar este efecto inicial. El problema se magnifica si el sector público también enfrenta un déficit en cuenta corriente con el exterior. En efecto, de acuerdo con la ecuación (5), esto

---

<sup>9/</sup> Para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela, entre 1960 y 1983, Díaz-Alejandro ("Latin American Debt...", op. cit., Cuadro 12, p.369) estimó elasticidades que oscilan entre 0 (Colombia) y -0.80 (Brasil).

<sup>10/</sup> José Antonio Ocampo, "En defensa de la continuidad del régimen cambiario", Coyuntura Económica, Marzo 1983.

indica que las metas fiscales solo son compatibles con un menor gasto en moneda nacional. Gráficamente, la curva GG se desplaza hacia abajo ( $G'G'$ ) debido al drenaje que genera el déficit con el exterior en las finanzas públicas. Obviamente, este efecto se puede ver ampliado si el gobierno nacionaliza o subsidia las deudas externas del sector privado (implícitamente siempre lo hace en alguna medida, dado que la pérdida cambiaria se considera un costo tributario). Algo similar ocurre además si el impacto de la devaluación sobre el ritmo de inflación eleva el costo del servicio de la deuda pública interna, como lo atestigua particularmente el caso brasileño <sup>11/</sup>.

Si el sector público es exportador (los países petroleros y, en menor medida, Colombia, a través del Fondo Nacional del Café), las finanzas públicas pueden ser superavitarias en sus transacciones corrientes con el exterior. En este caso, la devaluación tiende a reducir el déficit fiscal. Aparentemente, esto podría ayudar a amortiguar el proceso de ajuste, haciendo posible incluso una expansión del gasto público en moneda nacional (es decir, un desplazamiento hacia arriba de la curva GG). Dos circunstancias tienden a operar, sin embargo, en contra de este resultado. En primer término, el superávit gubernamental tiene como contrapartida un mayor déficit privado con el exterior y, por lo tanto, un mayor impacto contraccionista de la devaluación sobre este último (un mayor desplazamiento de YY). En segundo

---

<sup>11/</sup> Dionisio Dias Carneiro y Eduardo Marco Modiano, "Inflação e controle do déficit público : análise teórica e algumas simulações para a economia brasileira", Revista Brasileira de Economia, 37:4, Octubre-Diciembre 1983.

término, la posibilidad de un ajuste fiscal expansionista depende decisivamente de la capacidad para redistribuir recursos fiscales de las entidades que se benefician de la devaluación hacia el resto del sector público. La experiencia no parece ser muy buena al respecto, ya que los recursos excedentes pueden utilizarse para operaciones de saneamiento financiero de las entidades beneficiadas (el Fondo Nacional del Café en Colombia, por ejemplo) o para lograr otros propósitos de política económica (en Venezuela, por ejemplo, sirven para hacer posible un drástico control monetario, ya que las utilidades de la devaluación las obtiene en gran medida el Banco Central a través del régimen de cambio múltiple). Así las cosas, el efecto positivo de la devaluación sobre las finanzas públicas puede simplemente servir como mecanismo para hacer más estrictas las metas fiscales, como parecen ilustrarlo los casos de Venezuela, México y, más recientemente, Colombia.

La conjunción de una reducción en las metas fiscales y una devaluación contraccionista se ilustra también en el Gráfico 2.C. Con unas mismas metas fiscales, la curva GG se desplaza hacia G'G' según hemos visto; si a ello se añade una reducción en los montos del déficit fiscal, la curva se desplaza adicionalmente hacia G''G''. Como se puede apreciar, el efecto contraccionista total resulta de la acumulación de cuatro elementos diferentes : (a) unas metas fiscales procíclicas, que se reflejan en la pendiente positiva de la curva GG; (b) el efecto contraccionista del proceso de ajuste sobre el gasto privado, a través del desplazamiento del gasto autónomo y del mayor déficit con el exterior en moneda nacional que generan un desplazamiento de la curva YY; (c) el mayor peso de los gastos en moneda extran-

jera sobre las finanzas públicas, que generan un desplazamiento de GG hacia G'G'; y (d) el efecto de la reducción en las metas del déficit gubernamental, que genera un desplazamiento de la curva de gasto público de G'G' a G"G".

La conjunción de estos cuatro elementos recesivos de los programas de ajuste facilita obviamente la transferencia de recursos al exterior. Sin embargo, el problema de la transferencia se resuelve de manera totalmente ineficiente, ya que opera fundamentalmente a través de la reducción (incluyendo el colapso de la inversión) y muy poco a través de los efectos puros de desplazamiento del gasto. Obviamente, en el contexto de una política como la anotada, la presión sobre el gobierno para incumplir las metas fiscales puede ser frontal, particularmente cuando la presión del servicio de la deuda externa e interna es excesiva. En este caso, como lo atestiguan muchos países latinoamericanos, el gobierno incumple las metas fiscales pero puede en todo caso lograr una mejora sustancial en la cuenta corriente con el exterior. En términos del Gráfico 2.C, el punto de equilibrio final se encuentra sobre la curva Y'Y' por encima de la curva G"G".

## II. El impacto redistributivo y la eficiencia del proceso de ajuste

El proceso de ajuste debe visualizarse como una redistribución masiva del ingreso nacional. Mayores cuasi-rentas se trasladan hacia los exportadores de bienes y servicios, con la esperanza de generar mayores ingresos de divisas. Los deudores en moneda extranjera (entre ellos particularmente el gobierno) deben recibir mayores ingresos en moneda nacional para poder cancelar el servicio de la deuda externa. Los importadores de bienes y servicios deben percibir también mayores ingresos para

poder cubrir el mayor costo de dichos bienes. Finalmente, una mayor proporción del ingreso corriente debe destinarse a pagar impuestos, o los proveedores y empleados del gobierno deben recibir menos ingresos, para poder realizar el ajuste fiscal deseado. La magnitud de los procesos redistributivos en juego ha sido considerable, si se tiene en cuenta el ajuste cambiario real efectuado en la mayoría de los países, las altas proporciones del ingreso nacional que se destinan al servicio de la deuda externa y la corrección simultánea de los desajustes fiscales.

Los perdedores en este proceso incluyen algunos capitalistas y rentistas. Sin embargo, el efecto preponderante en la mayoría de los países ha sido la drástica contracción de los salarios reales <sup>12/</sup>. Esta reducción se ha justificado de diversas maneras : como una forma de acrecentar la competitividad de los sectores de exportación, como un mecanismo para lograr el ajuste fiscal (menores salarios reales de los trabajadores oficiales, mayores impuestos directos a los asalariados o impuestos indirectos a los bienes salario) o simple y llanamente de reducir el gasto agregado.

Dejando a un lado argumentos de raigambre neo-clásica, que no corresponden con los hechos <sup>13/</sup>, las consideraciones anteriores no son enteramente convincentes. En primer término, gran parte del esfuerzo por redistribuir masivamente el ingreso

---

<sup>12/</sup> Van Ryckeghem, op. cit., pp. 78-80

<sup>13/</sup> Cline, op. cit. pp. 180-181, argumenta, por ejemplo, que para sustraer recursos de la producción de bienes no comercializables es necesario que los salarios reales aumenten en términos de dichos bienes. El argumento no es convincente porque supone pleno empleo de recursos.

a través de este mecanismo puede resultar ineficaz, en la medida en que genera una pugna distributiva que, logrando solo en forma parcial el objetivo de reducir los salarios reales, desestabiliza permanentemente el nivel de inflación. En segundo lugar, si el componente importado de la canasta familiar de los trabajadores es bajo, el efecto de la reducción de los salarios sobre el ajuste externo es ineficiente de acuerdo con los criterios señalados en la parte anterior del trabajo.

En un contexto inflacionario, los salarios se fijan en forma periódica. Este hecho tiene una expresión concreta cuando se hace a través de mecanismos legales (reglas de indización de diversa naturaleza o fijación periódica de los salarios mínimo y oficiales) o cuando opera a través de la mediación sindical, pero opera incluso en su ausencia. En efecto, en mercados de "carrera", para utilizar el término de Okun, las empresas están interesadas en mantener la estabilidad de la fuerza de trabajo, por los beneficios que obtiene la propia empresa de la experiencia acumulada por sus trabajadores o por otros costos asociados a la rotación de la mano de obra, y por ello tienden a diseñar reglas salariales que incentiven su permanencia <sup>14/</sup>.

En otros sectores, las empresas pueden encontrar que es muy difícil mantener la disciplina laboral y la intensidad del trabajo con unos salarios reales significativamente erosionados. Así las cosas, el salario real promedio de los trabajadores ( $s$ ) depende del salario real fijado en el momento del acuerdo ( $s_0$ ), de la frecuencia de las ne-

---

<sup>14/</sup> Arthur Okun, Prices and Quantities : A Macroeconomic Analysis, Oxford : Basil Blackwell, 1981, Cap. III.

gociaciones ( $f$ ) y del ritmo de inflación durante el período que transcurre entre ellas ( $\dot{p}$ ) <sup>15/</sup>. Es decir :

$$(7) \quad s = s \left( s_o, f, \dot{p} \right)$$

En un contexto de indización salarial como el señalado, la reducción del salario real solo puede obtenerse si los trabajadores la aceptan explícitamente reduciendo sus demandas ( $s_o$ ), si las negociaciones son infrecuentes (debido muy seguramente a los bajos ritmos de inflación experimentados en el pasado) o, finalmente, si aumenta el ritmo de inflación. La forma de ajuste difiere radicalmente de acuerdo a las circunstancias. Si, por ejemplo, los efectos inflacionarios directos de la devaluación son pequeños y no existe una tradición inflacionaria, la reducción de los salarios reales puede obtenerse sin desestabilizar el comportamiento de los precios (el caso Venezolano). Si, por el contrario, los efectos inflacionarios directos de la devaluación son mayores y existe una tradición inflacionaria (Argentina, Brasil y Perú, por ejemplo), los trabajadores tratarán de defenderse elevando sus demandas en el momento de las negociaciones o haciendo más frecuentes estas últimas. Esto puede ocurrir incluso cuando el Estado tiene una gran capacidad para imponer una cierta austeridad a la clase obrera (véase, por ejemplo, el caso mexicano) <sup>16/</sup>.

Dada la resistencia de los trabajadores, el ajuste en el salario real solo puede obte-

<sup>15/</sup> Para un análisis más completo ver Lance Taylor, Structuralist Macroeconomics, Nueva York : Basic Books, Cap. 6.

<sup>16/</sup> Jaime Ros, "Mexico from the oil boom to the debt crisis : An analysis of policy responses to external shocks", Trabajo presentado en el 45º Congreso de Americanistas, 1985, Bogotá.

nerse con tasas de inflación crecientes. El proceso puede desestabilizar totalmente los precios, incluso en países sin tradición inflacionaria previa (véase, por ejemplo, el caso boliviano).

El proceso es en gran medida infructuoso, porque la pugna distributiva desata una hiper-sensibilidad a cualquier presión inflacionaria e impide que se dé el ajuste en los salarios reales, o los hace posibles solamente con un ritmo de inflación cada vez mayor. Puede argumentarse, como lo hacen los economistas más ortodoxos, que el problema es la indización. Este diagnóstico es, sin embargo, superficial, por diversos motivos. En primer término, ignora la racionalidad microeconómica que subyace en los procesos de indización y que expresa en realidad la verdad muy simple de que ninguna economía moderna resiste grandes cambios en el nivel de precios sin generar mecanismos de defensa de algún tipo. En segundo lugar, ignora que las reglas de reajuste salarial son elementos básicos en el equilibrio social en un momento determinado, incluso en economías con regímenes políticos autoritarios. Finalmente, supone que si la indización salarial se desmonta o reduce temporalmente para generar el ajuste deseado de los salarios reales, el ritmo de inflación será significativamente menor con posterioridad. La larga experiencia argentina sobre la materia, o las experiencias recientes de otros países latinoamericanos, se inclinan definitivamente en contra de esta hipótesis.<sup>17/</sup>

---

<sup>17/</sup> Véase, por ejemplo, Guido di Tella, "Argentina latest inflationary cycle, 1979-1985", Trabajo presentado en el 45º Congreso de Americanistas, Bogotá, 1985.



Desde el punto de vista del ajuste externo, el efecto benéfico de la reducción de los salarios reales es también ampliamente debatible. El problema esencial es el contenido importado directo e indirecto de la canasta de consumo obrero <sup>18/</sup>. Desde el punto de vista del incentivo a las exportaciones o a la sustitución de importaciones, es esencial reducir el precio relativo de la mano de obra en términos de los bienes comercializables. El salario real es, sin embargo, el precio de la mano de obra con relación a una canasta que puede contener o no dichos bienes en escala apreciable (en Colombia, por ejemplo, el contenido importado directo e indirecto de la canasta de consumo obrero es 9% vs. un 14.7% para el consumo global de la economía) <sup>19/</sup>. Si el contenido importado es bajo, la reducción del salario real simplemente refleja el hecho de que los productores de aquellos bienes y servicios no comercializables que entran en la canasta familiar han sido capaces de protegerse de los efectos inflacionarios de la devaluación en mayor medida que los asalariados. Evidentemente, el problema no reside en los salarios sino en regular el proceso mencionado.

Cuando el componente importado de la canasta de consumo obrero es bajo, el intento de reducir el gasto agregado por medio de salarios es, además, una forma ineficiente de lograr el ajuste externo. En este caso, según lo anotamos en la parte I,  $Y_p$  en la ecuación (2) debe considerarse un vector y no un agregado. Si los di-

---

<sup>18/</sup> También puede ser importante el efecto de la mayor oferta de exportaciones sobre el precio de la canasta familiar. Este problema será analizado en la parte III del trabajo.

<sup>19/</sup> Coyuntura Económica, Junio 1985, pp. 63-70.

ferentes sectores sociales tienen propensiones a gastar o a importar diferentes, la distribución del ingreso afecta el equilibrio macroeconómico (también pueden afectarlo si la tributación no incide en forma uniforme sobre los distintos sectores, pero este elemento no será considerado aquí). El Gráfico No. 3 ilustra dos resultados que se pueden esperar. Partimos en este caso de los efectos de la devaluación analizados en la parte I del trabajo -- los desplazamientos de las curvas YY, GG y BB hacia Y'Y, G'G' y B'B'. Si la devaluación genera una redistribución del ingreso en favor de sectores sociales con menor propensión marginal a gastar, pero la propensión a importar no difiere significativamente entre ellos, el efecto es un desplazamiento adicional de la curva Y'Y' hacia Y''Y'' <sup>20/</sup>. Este es el efecto distributivo analizado en la literatura sobre el impacto contraccionista de la devaluación <sup>21/</sup>. Como se puede apreciar, el efecto es una mayor contracción del gasto autónomo; de esta manera hay una mejoría adicional en la cuenta corriente, pero solo a costa de una mayor contracción de la actividad económica interna. Si, por el contrario, la propensión marginal a gastar no difiere significativamente entre sectores sociales pero la devaluación redistribuye el ingreso hacia sectores con mayor propensión a importar, no solo se desplaza Y'Y' hacia Y''Y'' sino también B'B' hacia B''B'' <sup>22/</sup>. En

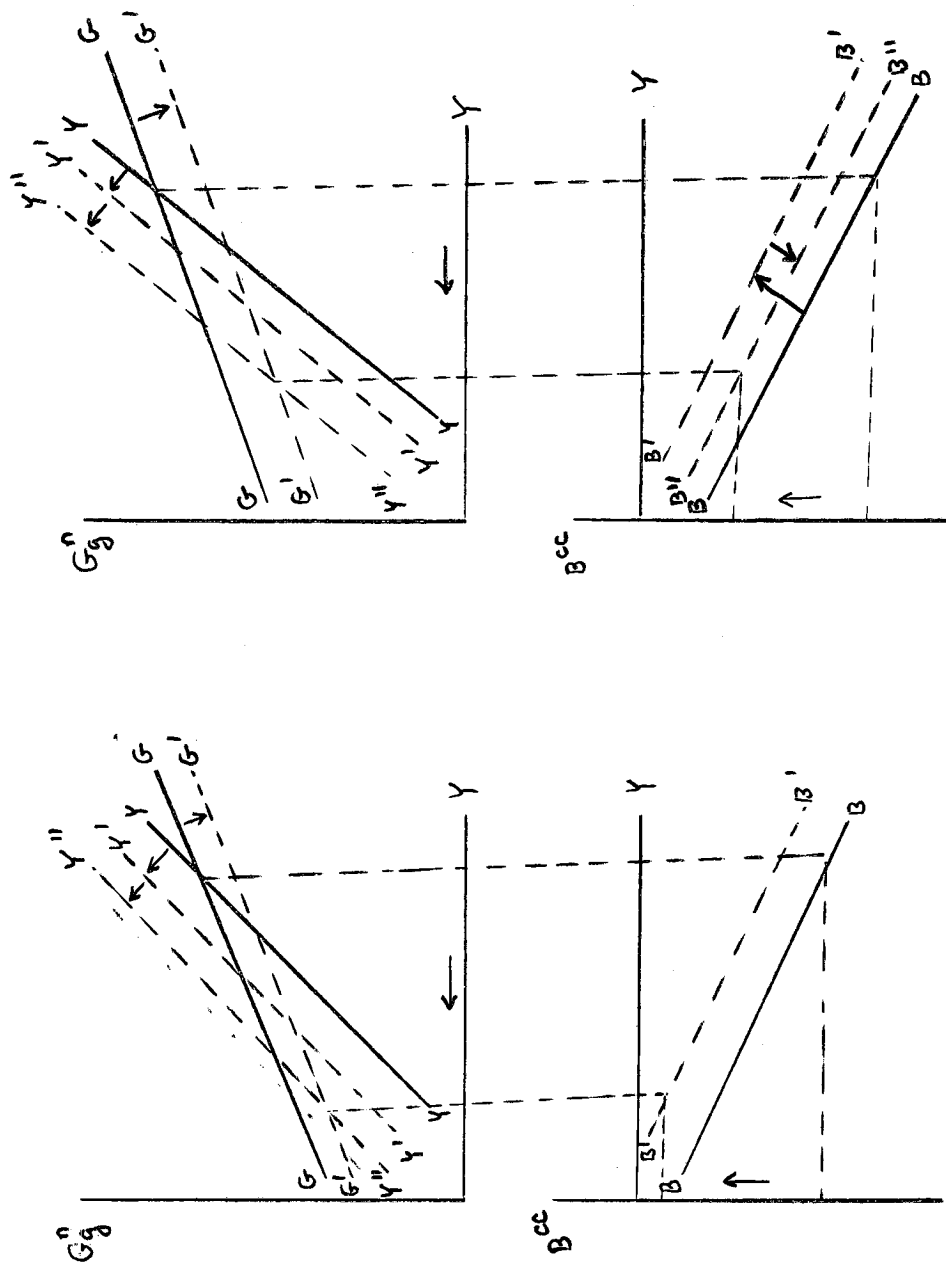
<sup>20/</sup> Estrictamente hablando también puede variar la pendiente de YY. Sin embargo, por conveniencia expositiva suponemos que el efecto es simplemente un desplazamiento de las curvas.

<sup>21/</sup> Carlos F. Díaz Alejandro, Devaluación de la tasa de cambio en un país semi-industrializado : la experiencia argentina, 1955-1961, 2a. ed., Buenos Aires : Instituto Torcuato di Tella, 1969, Caps. I y II; Krugman y Taylor, op. cit.

<sup>22/</sup> También varían las pendientes de ambas curvas, pero, una vez más, simplificamos el efecto en la exposición.

# GRAFICO NO. 3

## DEVALUACION CONTRACCIONISTA CON EFECTOS DISTRIBUTIVOS



A. Redistribución del ingreso hacia sectores con menor propensión a gastar

B. Redistribución del ingreso hacia sectores con mayor propensión a importar

este caso, como se puede apreciar, el proceso es aún más ineficiente, porque el efecto de la devaluación sobre la composición del gasto se erosiona total o parcialmente como consecuencia del impacto distributivo. Obviamente, el efecto final puede ser una combinación de los dos casos mencionados.

En ambos el problema esencial reside en el intento por reducir el gasto agregado a través de ingresos que inciden muy poco sobre la demanda de importaciones. El efecto sobre estas últimas es así indirecto, ya que depende de que la menor demanda de los trabajadores reduzca otros ingresos que sí inciden sobre la demanda de importaciones. Más aún, en el segundo caso, la redistribución del ingreso tiene un efecto perverso sobre esta última variable. Así las cosas, la defensa de la reducción de salarios como una medida eficiente en el ajuste externo es una gran medida injustificable. Una política mucho más acertada sería tratar de afectar el consumo o la inversión intensiva en importaciones a través de medidas tributarias discriminatorias o de controles directos. La oposición de los economistas ortodoxos a este tipo de políticas no tiene así una gran racionalidad.

### III. La respuesta de las exportaciones y el problema de la transferencia

La respuesta de las exportaciones a las medidas de ajuste no ha sido considerada hasta ahora. El procedimiento es analíticamente justificable, ya que tarda algún tiempo en manifestarse. Para analizar este problema es útil determinar si las mayores ventas externas proceden de una mayor producción doméstica (es decir, de sectores de oferta flexible) o de sectores de oferta fija, ya que el impacto macroeconómico difiere significativamente en uno u otro caso.

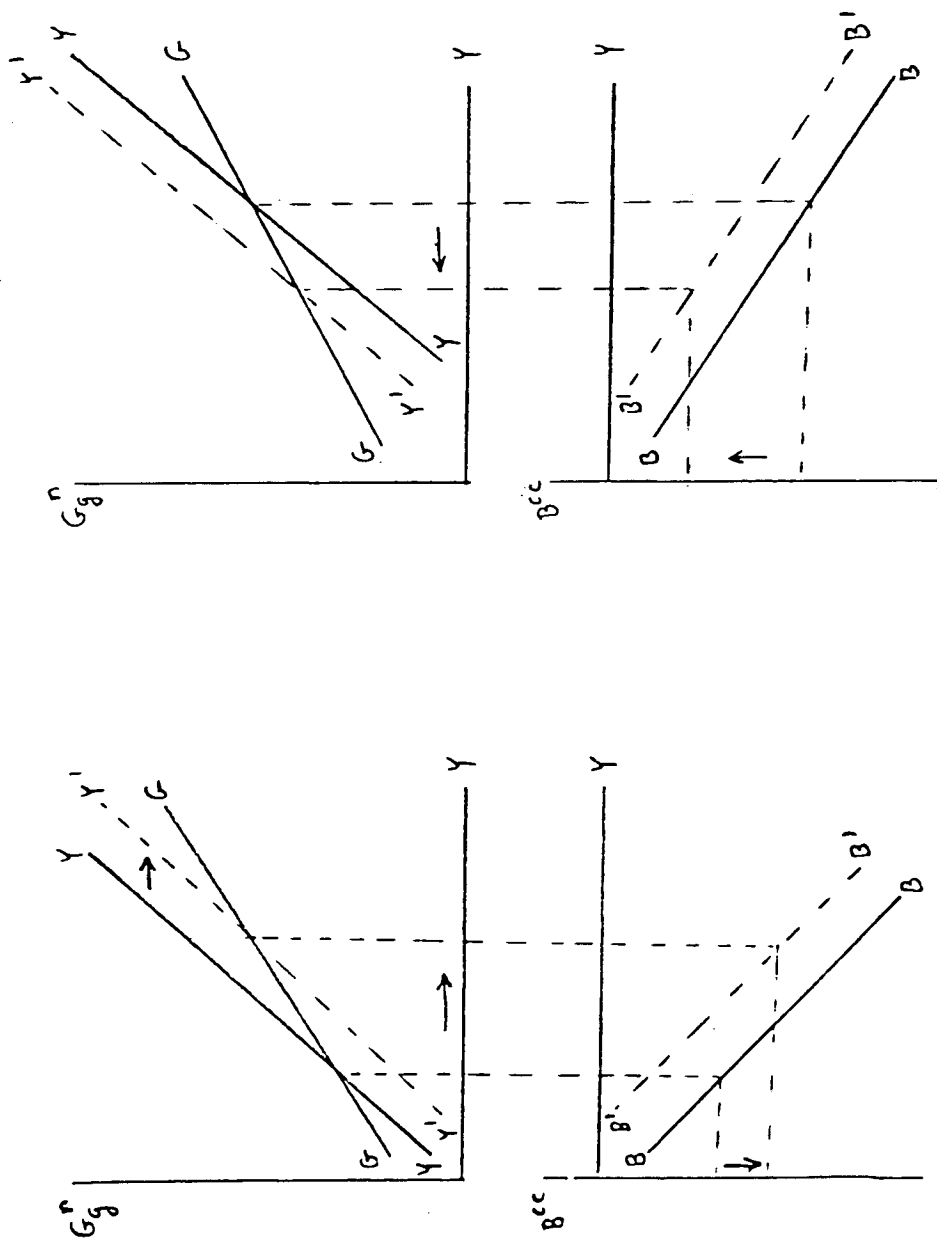
El primer caso se ilustra en el Gráfico 4.A. De acuerdo con la ecuación (2), la curva YY se desplaza hacia la derecha, generando una reactivación interna, que se amplía gracias al efecto procíclico de la política fiscal. El impacto multiplicador total es idéntico al señalado en la ecuación (6), si se sustituye  $dz_0$  por  $dX$ . La reactivación plantea, sin embargo, dos problemas diferentes. El primero es su fragilidad. El efecto indicado de la devaluación es estrictamente estático; por este motivo, tiende a generar una reactivación efímera. En realidad, en un contexto dinámico donde la capacidad competitiva depende fundamentalmente de la productividad y ésta está sujeta a economías de escala dinámica (efectos Verdoon), las alteraciones en precios relativos no generan un desarrollo exportador estable <sup>23/</sup>. Un problema similar se presenta si la competitividad depende de la inversión y el proceso de ajuste genera una contracción drástica de dicha variable. El problema solo se soluciona en parte si se mantiene un nivel elevado de inversión en los sectores de exportación, ya que el rezago tecnológico en la producción de bienes domésticos puede a la postre restringir la competitividad externa <sup>24/</sup>. Ello indica que un ajuste expansionista como el realizado por el Brasil en la década del setenta, combinado la planeación de la inversión con una tasa de cambio competitiva y con adecuada disponibilidad de financiamiento externo, puede ser mucho más adecuado que el reajuste en los precios relativos para obtener el resultado deseado : un sector exportador dinámico <sup>25/</sup>.

<sup>23/</sup> R.Dixon y A.P.Thirlwall, "A Model of Regional Growth-Rate Differences on Kaldorian Lines", Oxford Economic Papers, 27:2, Julio 1975.

<sup>24/</sup> Un rezago tecnológico en la producción de bienes domésticos tiende a aumentar el precio relativo de dichos bienes y equivale, así, a una revaluación real.

<sup>25/</sup> Dionisio Días Carneiro, "Long run adjustment, debt crisis and the changing role of stabilization policies in the Brazilian recent experience", trabajo presentado en el 45º Congreso de Americanistas, Bogotá, 1985.

EFFECTOS DE LA EXPANSION DE LAS EXPORTACIONES



A. Expansión de las exportaciones en sectores de oferta flexible con efecto neto desfavorable sobre la cuenta corriente en el exterior

B. Expansión de las exportaciones en sectores de oferta fija con impacto distributivo recesivo

El segundo aspecto se relaciona con el problema de la transferencia. Este problema puede entenderse en este contexto como una pugna por las divisas que genera el crecimiento de las exportaciones. La banca internacional presiona obviamente para que estos recursos se destinen en gran parte a acrecentar la transferencia de recursos al exterior. Desde el punto de vista nacional, la destinación más deseable es, por el contrario, un mayor monto de importaciones que acompañe la reactivación doméstica; en ello reside, por lo demás, una de las defensas clásicas del "desarrollo hacia afuera". Estas destinaciones son claramente contradictorias. El problema se puede analizar con ayuda de la identidad macroeconómica básica (ecuación 1). Como se puede apreciar en dicha ecuación, la mejora en la cuenta corriente solo puede tener lugar si se mejoran los superávits o se reducen los déficits privado y gubernamental. Estas condiciones se cumplen si  $g < 1$  o si  $z_1 < 0$ <sup>26/</sup>. Nótese, sin embargo, que en ambos casos la reactivación interna será menor (ecuación 6). Con una política fiscal procíclica y una alta propensión a gastar del sector privado, la expansión exportadora puede a la postre resultar en un mayor déficit en cuenta corriente con el exterior; este caso se ilustra en el Gráfico 4.A. Así las cosas, la transferencia de recursos al exterior solo se acrecienta si se restringe la reactivación doméstica. Este es un punto esencial porque implica que la transferencia de recursos hacia el exterior destruye gran parte de las ventajas del desarrollo hacia afuera. Visto desde la perspectiva de los condicionamientos sobre la política fiscal,

<sup>26/</sup> En términos estrictos la condición es  $(1-g) - z - t(1-g+m) > 0$ . Para que esta desigualdad se cumpla es así suficiente que  $g < 1$  y  $z < -t(1-g+m) < 0$ .

el resultado es particularmente paradójico, ya que implica que el gasto público debe reforzar la contracción de la actividad económica en la fase de estabilización (parte I) y, además, frenar el proceso posterior de recuperación jalonada por las exportaciones!!

Si la expansión exportadora tiene lugar en sectores de oferta fija, se plantean otro tipo de problemas. En este caso, las exportaciones se hacen a costa de la oferta interna y generan así una presión inflacionaria adicional. El efecto sobre la cuenta corriente es obviamente favorable, según se ilustra en el Gráfico 4.B. Por el contrario, el efecto favorable sobre el ingreso privado agregado (la curva YY) es discutible. El impacto más importante es, probablemente, el que resulta de la redistribución del ingreso doméstico : los exportadores aumentan su participación a costa de los consumidores domésticos de los bienes cuya oferta ha disminuído. Como lo indica el análisis de la parte II, el efecto sobre la curva YY depende de la naturaleza de las funciones de gasto e importaciones de los distintos sectores sociales. El Gráfico 4.B. ilustra una redistribución del ingreso en favor de sectores con menor propensión marginal al gasto. Este es un caso factible en países agroexportadores : Las mayores ventas externas se hacen a costa de la oferta interna de alimentos, que constituye una parte fundamental de la canasta de consumo obrera; se redistribuye así el ingreso en favor de los terratenientes y en contra de los asalariados, con el resultado anotado <sup>27/</sup>. El impacto neto de la expansión exportadora es así contra-

<sup>27/</sup> Para una corroboración empírica del efecto recesivo de una redistribución de este tipo en el caso colombiano, véase Juan Luis Londoño, Agricultura e Industria en el corto plazo : un modelo IS-FM de análisis macroeconómico aplicado a Colombia, Tesis de Magister, Universidad de los Andes, 1985.



CUADRO NO. 1

PORTAFOLIO DE LOS AGENTES ECONOMICOS

A. <u>Banco Central (</u>	
Reservas Internacionales ( $eR$ )	Encajes de los bancos comerciales (E)
Crédito al gobierno ( $C_g$ )	Depósitos forzados del sector privado (F)
B. <u>Bancos comerciales</u>	
Encajes (E)	Depósitos en cuenta corriente (L)
Crédito al sector privado ( $D_p^i$ )	
C. <u>Empresas y hogares</u>	
Acervo de capital (K)	Deuda externa ( $eD_p^e$ )
Depósitos en cuenta corriente (L)	Deuda interna ( $D_p^i$ )
Bonos del gobierno ( $D_g^i$ )	Riqueza (W)
Activos en el exterior ( $eA_p^e$ )	
Depósitos forzados en el Banco Central (F)	

ccionista. La transferencia de recursos al exterior no presenta mayores problemas, porque al efecto de desplazamiento de la función BB se suma el impacto contraccionista sobre la curva YY. Según lo ilustra la parte anterior del trabajo, este resultado podría ser menos favorable si los sectores cuyos ingresos aumentan tienen una mayor propensión marginal a importar.

#### IV. El financiamiento del déficit fiscal

El proceso de ajuste genera un conjunto complejo de desajustes financieros en la economía. Una parte importante de ellos está asociada con los efectos riqueza de la devaluación y con los desajustes en las finanzas de las firmas (públicas y privadas) y las familias generados por la contracción del ingreso. Aunque este tipo de problemas es la causa fundamental de la crisis de los sistemas financieros domésticos, no serán objeto de atención en este trabajo. El análisis se concentrará así en el financiamiento del déficit fiscal.

Para este análisis partimos de la visión simplificada de los portafolios del Banco Central, los bancos comerciales y de las firmas y los hogares (resto del sector privado) que se presenta en el Cuadro No. 1. Como se puede apreciar, suponemos que el banco central tiene dos tipos de activos -- las reservas internacionales ( $eR$ ) y los créditos al gobierno ( $C_g$ ) -- y dos pasivos -- los encajes de los bancos comerciales ( $E$ ) y los depósitos forzados del resto del sector privado ( $F$ ). Los bancos comerciales captan la liquidez del público ( $L$ ), que constituye el único activo monetario de la economía, una parte de la cual se constituye como encaje en el emisor ( $E$ ) y otra representa la deuda interna de las empresas y las familias ( $D_p^i$ ).

Estos últimos, por su parte tienen cinco tipos de activos -- el capital físico (K), el dinero (L), los depósitos en el emisor (F), los activos en moneda extranjera ( $eA_p^e$ ) y los bonos o deuda interna del gobierno ( $D_g^i$ ) -- y dos pasivos -- internos ( $D_p^i$ ) y externos ( $eD_p^e$ ). La diferencia entre ellos es la riqueza del sector privado (W).

El equilibrio financiero puede especificarse en términos de cuatro ecuaciones básicas. La primera indica simplemente que el cambio en reservas es el saldo neto de la cuenta corriente y de los movimientos de capitales :

$$(8) \quad \Delta R = B^{cc} + \Delta D_g^e + \Delta D_p^e - \Delta A_p^e$$

El equilibrio en el portafolio del banco central indica, por su parte que :

$$(9) \quad e \Delta R + \Delta C_g = \Delta E + \Delta F$$

El déficit gubernamental puede ser financiado de tres maneras en este modelo : con endeudamiento externo, con crédito del emisor o con bonos :

$$(10) \quad G_g^n - T - eB_g^{cc} = e\Delta D_g^e + \Delta C_g + \Delta D_g^i$$

Finalmente el superávit del sector privado no es otra cosa que la diferencia entre el ahorro (o cambio en la riqueza) y la inversión (o cambio en el acervo de capital) :

$$(11) \quad Y_p - G_p = \Delta W - \Delta K = \Delta L + \Delta F + \Delta D_g^i + e\Delta A_p^e - e\Delta D_p^e - \Delta D_p^i$$

El equilibrio financiero de los bancos comerciales implica, sin embargo, que :

$$(12) \quad \Delta L = \Delta E + \Delta D_p^i$$

Por lo tanto, la ecuación (11) se convierte en :

$$(13) \quad Y_p - G_p = \Delta E + \Delta F + \Delta D_g^i + e\Delta A_p^e - e\Delta D_p^e$$

Si sustituimos en la ecuación (13) los valores de  $\Delta E + \Delta F$ , de acuerdo con las ecuaciones (8) y (9), y  $\Delta D_g^i$  de acuerdo con la ecuación (11), obtenemos :

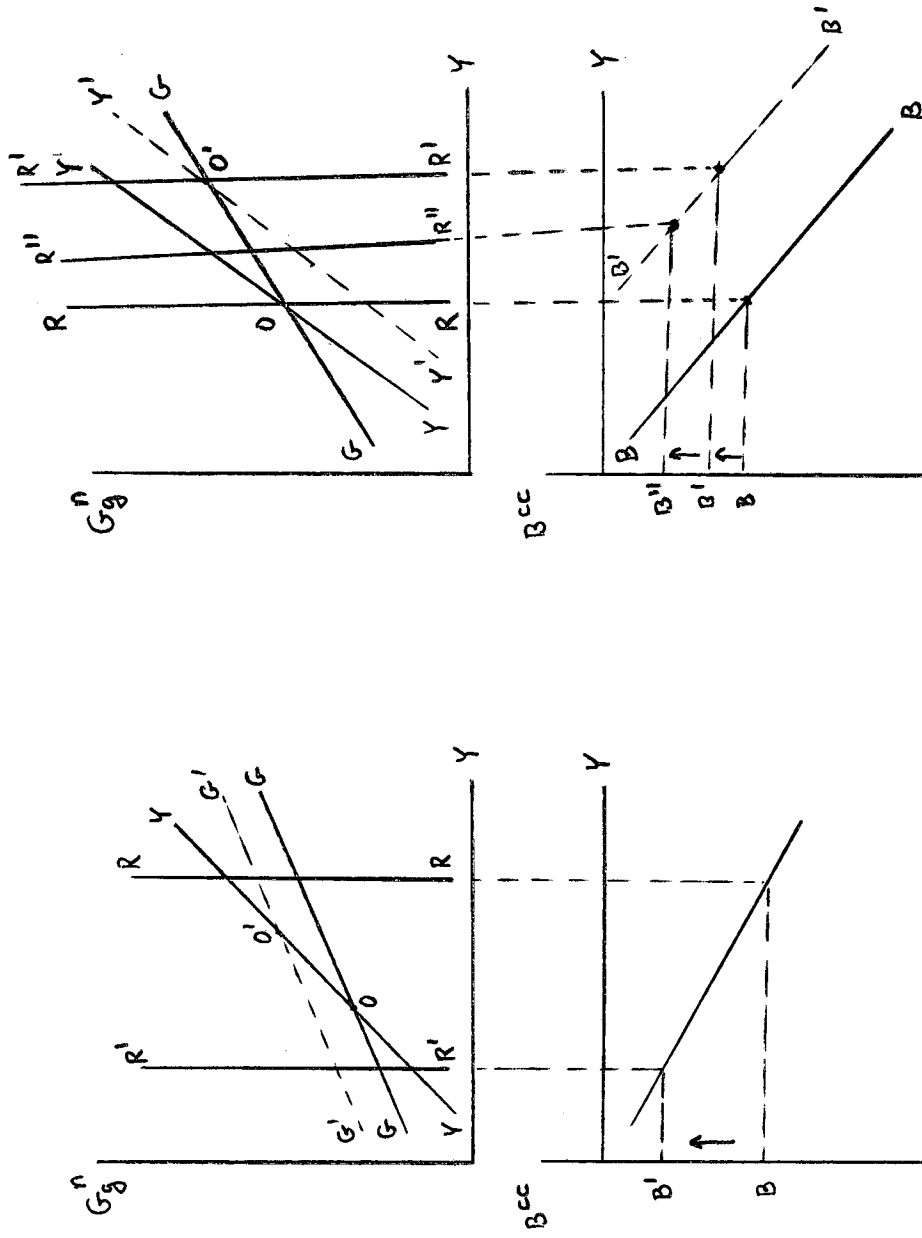
$$(14) \quad Y_p - G_p = (G_g^n - T) + e B_p^{cc}$$

Pero esta no es sino la ecuación (2) una vez más. Es decir, la curva de equilibrio real del sector privado (YY) representa también el equilibrio financiero interno ! Esto simplemente confirma la vieja apreciación keynesiana de que el sistema capitalista genera endógenamente el financiamiento del gasto público a través de cambios en el nivel de actividad económica. Desde el punto de vista de nuestro sistema de gráficos, esto indica que, dadas unas metas fiscales que se indican por medio de la curva GG, el equilibrio macroeconómico (el punto 0 en el Gráfico 5.A) genera un financiamiento adecuado. Los puntos sobre la curva GG a la izquierda de 0 se caracterizan por un financiamiento inadecuado del presupuesto, en tanto que los puntos a su derecha se caracterizan por un exceso de recursos financieros. Un intento de hacer una política fiscal expansionista (un desplazamiento de la curva GG hacia arriba) genera así un "problema de financiamiento" al nivel inicial de ingresos. No obstante, el sistema encontrará un nuevo equilibrio (0' en el Gráfico 5.A) donde el financiamiento será de nuevo adecuado.

De dónde surge entonces el problema de financiamiento del presupuesto?

GRAFICO NO. 5

EFFECTOS DE UNA RESTRICCION EXTERNA A LOS FLUJOS DE CAPITAL



A. Efectos de una restricción a la capacidad de endeudamiento o de una fuga de capitales

B. Expansión exportadora con un crecimiento en las demandas sobre la cuenta corriente

El análisis anterior supone que no existen restricciones de ningún tipo al nivel de actividad económica. Obviamente, el supuesto no es siempre válido. Los límites de capacidad productiva son un limitante que no ha sido incorporado en el análisis. Mucho más importante que lo anterior, en una economía abierta, no hemos establecido límites a las variaciones en el nivel de reservas internacionales. Este es un supuesto razonable cuando el equilibrio macroeconómico genera una acumulación de reservas internacionales, pero no cuando solo es compatible con un drenaje de ellas.

Algunos ejemplos pueden ilustrar con mayor claridad este punto. Supongamos que los flujos "autónomos" de capital permiten financiar inicialmente un déficit en cuenta corriente B en el Gráfico 5.A. Esta relación se puede establecer como una línea vertical RR en la parte superior del gráfico, que expresa el nivel de actividad económica compatible con una estabilidad en el nivel de reservas. La restricción de divisas es redundante en este caso, ya que el equilibrio macroeconómico es compatible con una acumulación de reservas. Una política fiscal expansionista no tiene así problemas de financiamiento. Para un nivel dado de crédito externo, el mayor gasto público se puede financiar con los mayores montos de deuda interna del gobierno (que el sector privado demandará cuando aumenta la actividad económica) o con mayores créditos del emisor. Esto último será posible, tanto porque la acumulación de reservas será menor en el nuevo equilibrio, como por los mayores montos de liquidez que demandará el sector privado a medida que aumente la actividad económica (Ver ecuación 9).

Supongamos, por el contrario, que la disponibilidad de crédito externo se reduce bruscamente. En este caso, solo un déficit  $B'$  puede ser financiado externamente. La línea  $RR$  se desplaza a  $R'R'$  y el equilibrio macroeconómico solo es compatible con una reducción del nivel de reservas. Si el banco central dispone de una gran abundancia de liquidez internacional, es posible seguir financiando el déficit inicial del gobierno. En efecto, el financiamiento interno ( $\Delta D_g^i$ ) en la ecuación (10) permanece inalterado, pero el crédito externo disminuye. No obstante, esta disminución puede ser compensada enteramente con mayores créditos del emisor al gobierno, dado el cambio en la situación de reservas (ecuación 9). Nótese que es enteramente falaz afirmar en este caso que el déficit fiscal genera el drenaje de reservas, ya que fué el cambio autónomo en los flujos de capital el que produjo este resultado; el gobierno simplemente compensó este efecto con un mayor crédito doméstico del emisor, evitando, por lo demás, que el cambio en los flujos de capital se manifestara sobre la liquidez del sector privado. No obstante, mientras el equilibrio macroeconómico se mantenga a la derecha de la curva  $R'R'$  habrá un drenaje de reservas. Una manera de expresarlo es que en el nivel de ingreso compatible con una posición estable de reservas (la intersección de  $YY$  y  $R'R'$ ), el presupuesto está subfinanciado (la curva  $GG$  está por encima de  $YY$ ).

Un resultado similar se obtendría si el sector privado decide sustituir activos domésticos ( $L$  y  $D_g^i$ ) por activos en moneda extranjera, o decide utilizar los primeros para cancelar su deuda externa. Una vez más, el déficit en cuenta corriente compatible con un nivel de reservas constante disminuye de  $B$  a  $B'$  y en el equilibrio ma-

croeconómico anterior solo es compatible con un drenaje de reservas. En este caso, el déficit fiscal inicial puede mantenerse sustituyendo deuda interna con créditos del emisor; los mayores recursos provendrán del drenaje de reservas generado por la fuga de capitales privados. Una vez más el financiamiento monetario del presupuesto no genera la fuga de capitales, pero el anterior equilibrio solo es compatible con el drenaje de reservas.

Estas aclaraciones son fundamentales para entender los procesos de desequilibrio que experimentaron los países latinoamericanos a comienzos de los años ochenta. Ante el colapso del crédito externo o, en algunos países, la fuga masiva de capitales, los bancos centrales terminaron financiando una mayor proporción del presupuesto público. Es cierto que, al defender el nivel de actividad económica, esta respuesta de los bancos centrales tendía a generar una caída en el nivel de reservas, pero no es válido afirmar que el financiamiento monetario al gobierno era la causa de dicha caída. Más bien ambos eran efectos de una causa común -- los desarrollos en el mercado de capitales.

Carlos Díaz-Alejandro afirmó en uno de sus últimos ensayos que "lo que podría haber sido una recesión seria pero manejable se convirtió en una grave crisis del desarrollo, sin precedentes desde los años treinta, como consecuencia del colapso del mercado financiero internacional y el cambio brusco en las condiciones y reglas que rigen la concesión de créditos internacionales" <sup>28/</sup>. Al no reconocer que la inesta-

---

<sup>28/</sup> Díaz-Alejandro, "Latin American Debt...", op. cit., p. 335.



bilidad del sistema financiero era la causa determinante de la crisis, el FMI transformó el efecto en la causa, argumentando que el crédito de los bancos centrales era el origen básico de la caída de las reservas internacionales. De esta manera obligó a los países a un ajuste procíclico, en vez de amortiguar significativamente el shock financiero. En términos de nuestros diagramas, obligó a los países a acomodarse a la nueva restricción de divisas  $R'R'$  - tratando de modificarla en parte a través de ajustes del tipo de cambio - , en vez de proporcionar cantidades significativas de recursos que permitieran un ajuste gradual a las nuevas condiciones de crédito externo. En este sentido, el sistema financiero bajo el liderazgo del FMI ha resultado definitivamente inferior como instrumento de ajuste no recesivo de las economías en desarrollo que el financiamiento privado en la década del setenta, que permitió a muchos países un ajuste expansionista a los dos shocks petroleros y a las condiciones recesivas en los países desarrollados <sup>29/</sup>.

Conviene utilizar, finalmente, el esquema anterior para complementar las consideraciones sobre las dificultades que puede generar la expansión de las exportaciones. Los problemas propiamente financieros surgen en particular del éxito del país en aumentar la transferencia de recursos al exterior cuando se expande el nivel de exportaciones. Si suponemos que las metas fiscales se fijan en términos absolutos ( $z_1=0$ ),

---

<sup>29/</sup> Sidney Dell, "Stabilization : The Political Economy of Overkill", en Williamson (ed.), op. cit. pp. 23-25; Cline, op. cit., pp. 189-90.

esto indica que la reactivación generada por las exportaciones tiende a producir un superavit privado creciente. De acuerdo con la ecuación (11), el sector privado utilizará dicho excedente para acumular activos líquidos domésticos, bonos del gobierno y también para acumular activos o cancelar pasivos en moneda extranjera.

La acumulación de reservas será equivalente a la acumulación de activos denominados en moneda nacional. En este caso, no existe un problema para financiar el déficit fiscal. Si el crédito externo al sector público permanece inalterado, la acumulación de reservas tenderá a disminuir la capacidad del banco central para financiar al gobierno. No obstante, este efecto se verá compensado en parte por la mayor demanda de liquidez del sector privado, que permite al emisor reducir el crédito al gobierno en menor cuantía que el aumento de las reservas. El faltante presupuestal será financiado exactamente por la mayor demanda de bonos generada por la reactivación.

El problema de financiamiento surge en este caso si la banca internacional ve la mejora en la cuenta corriente como una oportunidad para reducir el crédito (involuntario) al gobierno, o si el banco central ve en ella la oportunidad para mejorar la posición de reservas. En este caso, la pugna por los mayores recursos de divisas no involucra solamente la opción crecimiento vs. transferencia de recursos al exterior (parte III), sino también al banco central y al sector privado. El deseo de acumular reservas desplaza la capacidad del emisor de conceder créditos al gobierno, en tanto que los bancos internacionales restringen igualmente sus préstamos; en ambos casos,

el sector privado no puede satisfacer su deseo de reducir los pasivos netos en moneda extranjera. El déficit debe ser financiado así en cantidades desproporcionadas por la emisión de bonos. Para inducir al sector privado a comprarlos, es necesario incentivarlo, sin embargo, a través de tasas de interés crecientes <sup>30/</sup>. El problema se reduce en parte si el gobierno obliga al sector privado a utilizar parte del superavit para constituir depósitos forzosos en el emisor (F).

El problema se complica obviamente si la pugna de recursos eleva de tal forma la demanda de reservas del banco central o reduce la disponibilidad de crédito externo que en realidad el nuevo equilibrio es incompatible con las nuevas "restricciones externas". En el Gráfico 5.B la cuenta corriente compatible con el equilibrio macroeconómico aumenta de B a B', pero las demandas sobre la cuenta corriente aumentan a B". De esta manera, el nuevo equilibrio se encuentra a la derecha de la restricción externa efectiva (R"R"). En este caso, los problemas de financiamiento son similares a los que hemos analizado en esta parte del trabajo. La interpretación ortodoxa sería que hay que restringir aún más el gasto público o devaluar de nuevo el tipo de cambio. Al éxito exportador se responde así haciendo aún más severas las condiciones del ajuste! Sobra agregar que un comportamiento de esta naturaleza erosiona totalmente la racionalidad del proceso de ajuste desde el punto de vista nacional.

---

<sup>30/</sup> Persio Arida, "O Deficit Publico : Um Modelo Simples", Trabajo presentado en el Seminario de IPLAN, 1985.