

# Revista de la CEPAL

*Secretario Ejecutivo de la CEPAL*  
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Desarrollo Económico y Social*  
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Cooperación y Servicios de Apoyo*  
Robert T. Brown



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

**SUMARIO**

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	

# Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina

*Nicolás Eyzaguirre\**  
*Mario Valdivia\*\**

A partir de 1982 la afluencia de recursos externos hacia América Latina se interrumpió bruscamente, lo que obligó a los países de la región a configurar políticas económicas coherentes con la escasez de divisas. En este artículo se hace un examen crítico de las políticas aplicadas y se pasa revista a diversas opciones.

Al analizar la disyuntiva de reorientar el gasto y la producción o de comprimir la demanda interna como opciones de política frente a la restricción externa, se concluye que la vía adecuada es una combinación de ambas alternativas. La sola reducción del gasto trae consigo caídas de la producción, y paradójicamente el exceso de gasto sobre producto se enfrenta con políticas que disminuyen el producto. Por otro lado, la sola reorientación del gasto y el producto no basta para enfrentar una situación inicial de exceso de gasto.

Se examinan luego las dificultades que se encuentran al buscar una combinación adecuada de restricción y recomposición del gasto, las que están vinculadas a la evolución en el tiempo de las elasticidades pertinentes, la medición de las expectativas del público y las inflexibilidades en la transformación de la estructura productiva.

Por último, se consideran las diferencias analíticas entre el ajuste individual de una economía pequeña, y el ajuste de un conjunto de economías a la vez; se relativizan los resultados anteriores a la luz de este problema, y se concluye que el ajuste no puede concebirse separadamente de las políticas económicas de los países acreedores.

\*Experto en política monetaria de la CEPAL.

\*\*Experto en asuntos monetarios y financieros de la CEPAL.

Este estudio fue preparado bajo los auspicios del Proyecto CEPAL H.O.L./83/543 "Políticas macroeconómicas y el ajuste en América Latina", financiado con contribuciones del Gobierno de los Países Bajos.

## I Introducción

En 1982 América Latina enfrentó un corte brusco de los flujos de recursos externos que había estado recibiendo los años precedentes, con lo cual el balance financiero (es decir, la diferencia entre la afluencia neta de capital y el pago de servicios de capital) se hizo súbitamente negativo (cuadro 1). De este modo, los movimientos financieros provocaron una sangría de recursos de gran magnitud, si se la compara, por ejemplo, con el valor de las exportaciones anuales de la región. Se invirtió así una tendencia de largo plazo caracterizada por la afluencia neta hacia América Latina de recursos financieros del exterior (CEPAL, 1986). Sobra decir que esa tendencia estaba más de acuerdo con la que es dable esperar en movimientos de capitales entre países con diversos grados de desarrollo.

La repentina sangría de recursos arrasó con las reservas de divisas de la región y forzó a reducir fuertemente el gasto interno de los países latinoamericanos. Entre 1981 y 1985 el consumo por persona descendió todos los años, salvo en 1984, de modo que en 1985 fue 10% más bajo que en 1980; la inversión bajó 20% entre 1981 y 1983, con pequeñas recuperaciones en 1984 y 1985; la brusca disminución del gasto (que redujo las importaciones y liberó producción para exportar, como se verá más adelante) tuvo sin embargo efectos muy adversos sobre la producción, y el producto interno bruto per cápita de América Latina cayó 10% entre 1981 y 1983, sin que hasta 1985 hubiera logrado recuperarse apreciablemente (cuadro 1). Pero no ha sido sólo la pérdida de producción y el deterioro del nivel de vida por la reducción del consumo lo que ha debido enfrentar América Latina, sino que también ha visto comprometido su ritmo de crecimiento futuro en la medida en que ha disminuido la acumulación de capital.

La cuenta comercial del balance de pagos sufrió, en consecuencia, el efecto adverso del saldo negativo del balance financiero. Esto era inevitable debido a la magnitud y a la persistencia que alcanzó el drenaje de recursos al exterior. Las maniobras destinadas a financiar este flujo financiero mediante la utilización de reservas internacionales acumuladas previamente no podían persistir más que por breve plazo. Solamente en 1982 pudo América Latina financiar el saldo negativo del balance financiero con el exterior sin recurrir a un superávit comparable en

sus transacciones comerciales (cuadro 1). Ese año, en efecto, se perdieron reservas por 22 000 millones de dólares, equivalentes a una cuarta parte del valor exportado en el mismo período. En adelante la salida de recursos financieros se financió con un drenaje más o menos equivalente de recursos reales netos.

De este modo, y con marcados efectos recesivos, los gastos y la producción internos se ajustaron y adecuaron a la necesidad de generar la producción excedentaria requerida de bienes y servicios transables internacionalmente. A partir de 1983, América Latina produjo superávit sin precedentes en su comercio externo, a pesar de la caída de la relación de precios del intercambio (cuadro 1). El resto del mundo, principalmente el conjunto de los países industrializados, comenzó a absorber producción latinoamericana en términos netos. Este desahorro del exterior, equivalente a alrededor de un tercio del valor exportado por la región en 1983-1985, condujo a la violenta caída de la inversión ya señalada, pese a que la reducción del consumo per cápita, concordante con la caída del producto interno bruto per cápita, no sólo permitió no reducir la proporción del PIB que se ahorra, sino que también elevarla significativamente en 1985.

Uno de los efectos más dramáticos de este ajuste recesivo de las economías latinoamericanas a las

nuevas condiciones externas ha sido de índole distributiva. El descenso del producto produjo fuertes aumentos del desempleo (cuadro 2); por otra parte, en muchos países latinoamericanos los salarios reales bajaron más que el producto interno bruto per cápita (cuadro 3). Ambos hechos, permiten suponer fundadamente que han disminuido, tanto la participación del trabajo en el producto, como el nivel de bienestar de los más pobres, y refuerzan la percepción intuitiva de que el ajuste recesivo ha agudizado la pobreza que afecta a vastas capas de la población latinoamericana.

La reversión de las corrientes de recursos financieros del exterior tuvo su origen en la abrupta reducción, a cifras inusitadamente bajas, de las entradas netas de capital a partir de 1982. Por otra parte, desde fines de los años setenta y hasta 1981, se había producido un aumento sustancial de los ingresos de capital a la región, sobre todo bajo la forma de créditos externos (Massad, 1986). Como resultado, la deuda externa creció aceleradamente, triplicándose entre 1978 y 1982. En este último año superó los 300 000 millones de dólares (cuadro 4), cifra tres veces superior al valor exportado anualmente por América Latina. En tales condiciones, una tasa de interés de 10% sobre la deuda significaba destinar 30% de las exportaciones al pago de servicios financieros. Como la tasa internacional superó larga-

Cuadro 1

AMERICA LATINA (19 PAISES)<sup>a</sup>: INDICADORES DE AJUSTE, 1980-1985(Miles de millones de dólares<sup>b</sup> y porcentajes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Balance financiero <sup>c</sup>	12	10	-19	-31	-26	-30
Por unidad de valor exportado	0.13	0.10	-0.22	-0.35	-0.27	-0.33
Balance comercial <sup>d</sup>	-10	-13	-3	-26	34	30
Relación de precios del intercambio (tasas de variación)	4.2	-7.6	-8.9	-1.8	4.1	-2.9
Inversión	188	183	153	120	124	128
Tasas de variación	11.1	-2.7	-16.2	-11.6	3.6	3.2
Consumo per cápita (tasas de variación)	2.8	-1.1	-3.8	-5.4	0.6	-0.7
PIB per cápita (tasas de variación)	3.0	-1.9	-3.8	-4.8	0.9	0.3

Fuente: CEPAL.

<sup>a</sup>Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Haití, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.<sup>b</sup>La inversión, el consumo y el producto interno bruto están expresados en términos de precios de 1980.<sup>c</sup>Diferencia entre la afluencia neta de capital y el pago neto de servicios de capital.<sup>d</sup>Exportaciones menos importaciones de bienes y servicios no financieros.

Cuadro 2

**AMERICA LATINA (15 PAISES):  
DESEMPLEO URBANO, 1980-1985**

(Tasas medias anuales)

País	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Argentina	2.6	4.7	5.3	4.6	4.6	6.3
Bolivia	7.5	9.7	9.4	12.1	12.6	15.0
Brasil	7.2	7.9	6.3	6.7	7.1	5.3
Colombia	9.7	8.2	9.3	11.8	13.5	14.1
Costa Rica	6.0	9.1	9.9	8.6	6.6	6.7
Chile	11.7	9.0	20.0	19.0	18.5	17.0
Ecuador	5.7	6.0	6.3	6.7	10.5	10.4
Guatemala	2.2	2.7	4.7	7.6	9.7	12.9
Honduras	8.8	9.0	9.2	9.5	10.7	11.7
México	4.5	4.2	4.1	6.7	6.0	4.8
Panamá	9.8	11.8	10.3	11.4	11.1	11.5
Paraguay	4.1	2.2	5.6	8.4	7.4	5.2
Perú	10.9	10.4	10.6	13.9	16.4	17.6
Uruguay	7.4	6.7	11.9	15.5	14.0	13.1
Venezuela	6.6	6.8	7.8	10.5	14.3	14.3
Promedio <sup>a</sup>	6.9	7.2	8.7	10.2	10.9	11.1

Fuente: CEPAL.

<sup>a</sup>Promedio aritmético.

mente este valor a partir de 1979, los intereses de la deuda externa, en especial desde 1981, gravitaron muy pesadamente en la cuenta corriente del balance de pagos (cuadro 4). Y después de que se interrumpió la afluencia de capital en 1982, todo el penoso

esfuerzo de ajuste del comercio exterior de la región no bastó para compensar el pago de intereses: la cuenta corriente continuó en rojo y la deuda siguió creciendo (cuadro 4).

Los indicadores del ajuste y de los flujos financieros externos (cuadros 1 y 4) muestran que para comprender la evolución que ha tenido el balance de pagos de América Latina en años recientes es preciso considerar al menos dos aspectos complementarios. Uno es el mayor o menor financiamiento externo neto del que ha dispuesto la región; el otro es la forma en que las economías internas han adecuado el gasto y la producción de bienes y servicios transa-

Cuadro 3

**AMERICA LATINA (7 PAISES):  
SALARIOS REALES MEDIOS,  
1980-1985**

(Tasas porcentuales de variación)

País	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Argentina	11.8	-10.6	-10.4	29.3	26.9	-9.9
Brasil	1.5	6.0	9.8	-8.6	-0.1	9.7
Colombia	0.8	1.4	3.7	5.0	7.5	-3.7
Chile	9.0	9.1	-0.4	-10.6	0.3	-6.5
México	-4.3	2.4	5.2	-27.7	-4.2	-0.6
Perú	12.4	-8.6	2.0	-7.3	-13.5	-20.5
Uruguay	-0.4	7.5	-0.3	-20.7	-9.1	12.6

Fuente: CEPAL.

Cuadro 4

**AMERICA LATINA: INDICADORES DE FLUJOS FINANCIEROS EXTERNOS,  
1973-1985**

(Miles de millones de dólares)

	1973- 1979 <sup>a</sup>	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Ingresos netos de capital	17.6	29.5	37.3	19.8	3.0	10.3	4.7
Deuda externa	102.3	222.5	277.7	318.4	344.0	360.4	368.0
Intereses pagados <sup>b</sup>	7.6	17.9	27.1	38.7	34.2	36.1	35.1
LIBOR <sup>c</sup>	8.8	14.0	16.8	13.6	9.9	11.3	8.6
Balance de la cuenta corriente	-12.2	-28.1	-40.4	-40.6	-7.4	-1.0	-4.4

Fuente: CEPAL.

<sup>a</sup>Promedios anuales.

<sup>b</sup>Incluye intereses de deuda externa y utilidades de inversiones directas.

<sup>c</sup>Tasa anual para operaciones en dólares en Londres, a 180 días.

bles internacionalmente a la restricción del financiamiento.

El primer aspecto se refleja en el saldo de la cuenta de capitales del balance de pagos, incluidos los flujos netos de intereses y utilidades. En los últimos años el problema medular en este terreno ha derivado de la deuda externa, por su gran magnitud, el alza de la tasa de interés internacional y la menor disponibilidad de créditos nuevos.

El segundo aspecto ha guardado relación con la necesidad de compatibilizar el saldo de la cuenta comercial con el saldo negativo del balance financiero. Por cierto, este ajuste de la cuenta comercial se da en el marco de condiciones del comercio mundial que también pueden estar experimentando bruscas mutaciones (deterioro de la relación de precios del intercambio, aumento de restricciones cuantitativas a las exportaciones latinoamericanas en los países industrializados, y otras).

En general, si se aplica el conocido esquema que distingue entre dos tipos de bienes y servicios, los transables internacionalmente (T) y los no transables internacionalmente (N), esto puede plantearse así: si G es gasto, Y es producto y P es el precio de los bienes y servicios N con respecto a los T, entonces por definición:

$$G - Y = G_T - Y_T + P (G_N - Y_N)$$

Ahora bien,  $G_T - Y_T$  corresponde al saldo de la cuenta comercial del balance de pagos, el cual debe ser equivalente al saldo del balance financiero (BF). Este último a su vez equivale a la entrada neta de capitales (dD), descontados los pagos por servicios de capital externo (rD), en que D es el acervo neto de capital y r la tasa media de interés devengada por éste.<sup>1</sup> Es decir:

$$G - Y + P (Y_N - G_N) = BF$$

$$BF = dD - rD$$

En rigor, BF no es una variable que no pueda ser considerada, en principio, como parte constitutiva de los procesos de ajuste<sup>2</sup> o susceptible de ser modi-

ficada por las políticas de ajuste. Si bien D y r deben ser consideradas como datos para la política económica interna,<sup>3</sup> no puede sostenerse lo mismo, en principio, de las entradas de capital dD. A fin de cuentas existen teorías no poco desarrolladas sobre la cuenta de capitales del balance de pagos.<sup>4</sup> Estas teorías muestran que determinadas variables económicas internas contribuyen a explicar la magnitud que adquieren las entradas netas de capital.

En general, si i es la tasa de interés interna, r la tasa de interés internacional y e es la variación esperada del tipo de cambio, entonces

$$i - e - r$$

representa el incentivo en favor de la entrada de capitales que deriva de la diferencia de retornos. En la medida en que i y e son variables sensibles a la política de ajuste, dD también debería serlo.

Ahora bien, estas teorías que tratan al mercado de crédito como un mercado más y a la tasa de interés como un precio de equilibrio cualquiera han sido objeto de mucha discusión y crítica (Aliber, 1973; Dufey y Giddy, 1978; Stiglitz y Weiss, 1981; Fernández, 1983; Sarmiento, 1985; Eyzaguirre, 1987a; Zahler y Valdivia, 1987). Más allá de eso está el hecho empírico evidente de que en los últimos años América Latina ha enfrentado una oferta de fondos externos notablemente rígida (Massad, 1985). De esta manera, existe un plazo no necesariamente corto, durante el cual BF debe ser considerado como una variable exógena y que condiciona el proceso de ajuste.<sup>5</sup> El propio esquema de ajuste del FMI da un tratamiento de este tipo a la entrada neta de capitales dD (Zahler, 1986). Esto parece coherente con el hecho de que ni siquiera los acuerdos con el FMI han provocado reanudaciones significativas de corrientes financieras desde el exterior (Abramovic, 1985).

En lo que sigue se desarrollan tres visiones del problema del ajuste. La primera de ellas es la con-

<sup>1</sup>Las reservas de divisas pueden ser consideradas inversiones financieras en el exterior; por lo tanto, sus variaciones están incluidas en el saldo del balance financiero. Otra opción es suponer que el nivel de esas reservas se mantiene constante. En momentos de ajuste ante un choque externo prolongado, cuando tales reservas han llegado a límites inferiores difícilmente franqueables, ambas posibilidades son prácticamente equivalentes.

<sup>2</sup>Con mayor razón si se admiten los movimientos de las reservas de divisas como parte de BF. De acuerdo con lo señalado antes, estos movimientos serán excluidos del análisis.

<sup>3</sup>O, más bien, como parámetros que pueden modificarse a través de negociaciones políticas, pero que no pueden ser manipulados por la política económica en cuanto tal. Es decir, D y r representan los valores de la deuda y de la tasa de interés de ésta, a los cuales deben adecuarse las políticas de ajuste.

<sup>4</sup>Véase una excelente revisión de ellas en Meller, 1987.

<sup>5</sup>Más adelante se vuelve sobre este tema, en lo que se refiere al comportamiento de los prestamistas internacionales a lo largo de los ciclos económicos internos y externos.

ceptualización ortodoxa o de ajuste de mercado. La segunda es una crítica a esa conceptualización en función de las rigideces internas de las economías que se ajustan. La última toma en cuenta considera-

ciones externas a las economías en proceso de ajuste, y plantea la necesidad de tratar el problema del ajuste desde una perspectiva global, que incluya las políticas económicas de deudores y acreedores.

## I

### El esquema sintético de ajuste en condiciones de plena flexibilidad

El esquema de ajuste del balance de pagos empleado más comúnmente en la actualidad para elaborar las políticas de ajuste es una síntesis del enfoque de absorción, que hace hincapié en los excesos de gasto global, y del enfoque basado en los precios relativos, que subraya el problema de la desalineación del tipo de cambio real. Cuando el conjunto de bienes y servicios producidos se divide entre importables y exportables, este último enfoque se denomina "de las elasticidades". Se ha preferido aquí —está indudablemente más de actualidad— la partición entre bienes y servicios transables internacionalmente, y bienes y servicios no transables internacionalmente (Dornbusch, 1980).<sup>6</sup> (El tema de los diversos modelos de ajuste del balance de pagos se examina en Meller, 1987.)

La siguiente es una interpretación neoclásica de tal esquema sintético, que supone la existencia de plena flexibilidad de precios en los diversos mercados.

Utilizando la terminología ya explicada, la identidad macroeconómica básica es la siguiente:

$$G - Y + P(Y_N - G_N) = BF$$

Dado un cierto balance financiero, la economía se encuentra en equilibrio si todo lo que se produce se vende y todas las demandas son satisfechas en ambos sectores. Vale decir, existe un exceso de gasto global equivalente al balance financiero, exceso de gasto que debe concentrarse en el mercado de bienes y servicios transables, puesto que en el de los no

transables, de haber equilibrio, debe igualarse gasto y producto:

$$\begin{aligned} G - Y &= BF \\ P[Y_N - G_N] &= 0 \end{aligned}$$

El ajuste es un proceso de corto plazo. Se supone, en consecuencia, que el acervo de capital está fijo en cada uno de los sectores productivos, tanto de bienes y servicios transables como de los no transables. De ser así, ambas funciones de oferta ( $Y_N$ ,  $Y_T$ ) están sujetas a rendimientos decrecientes, o sea, tienen costos marginales crecientes. Por lo tanto, puede aceptarse que  $Y_T$  y  $Y_N$  dependen exclusivamente de los precios relativos ( $P$ ).<sup>7</sup> Las funciones de demanda ( $G_N$ ,  $G_T$ ), por su parte, dependen de  $P$  y del gasto global ( $G$ ).

En el gráfico 1 se sintetizan los equilibrios sectoriales y globales mencionados. En los cuadrantes I y III se han dibujado ofertas y demandas de bienes y servicios transables y no transables, respectivamente. En el cuadrante II se ha dibujado una hipérbola equilátera para transformar  $P$  en  $P^{-1}$ . En el cuadrante IV aparece, como resultante, la curva de transformación o de potencialidades productivas.

Dado el precio relativo  $P$ , el punto A sobre la frontera de producción refleja un equilibrio en ambos mercados, en  $A_N$  y  $A_T$ , y por lo tanto un equilibrio global entre gasto y producto, o sea,  $BF = 0$ . En el punto B existe un exceso de gasto global, dado que al precio  $P$  el mercado de bienes no transables está equilibrado en  $A_N$ , dicho exceso de gasto se

<sup>6</sup>Por razones de brevedad, en adelante nos referiremos a los bienes y servicios transables internacionalmente como bienes transables, y a los bienes y servicios no transables internacionalmente como bienes no transables.

<sup>7</sup>También dependen, obviamente, de los respectivos acervos de capital y del total de trabajo disponible.

Gráfico 1

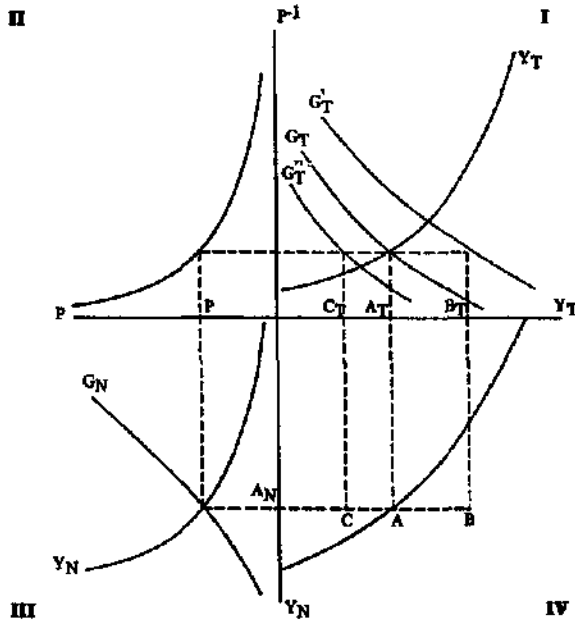
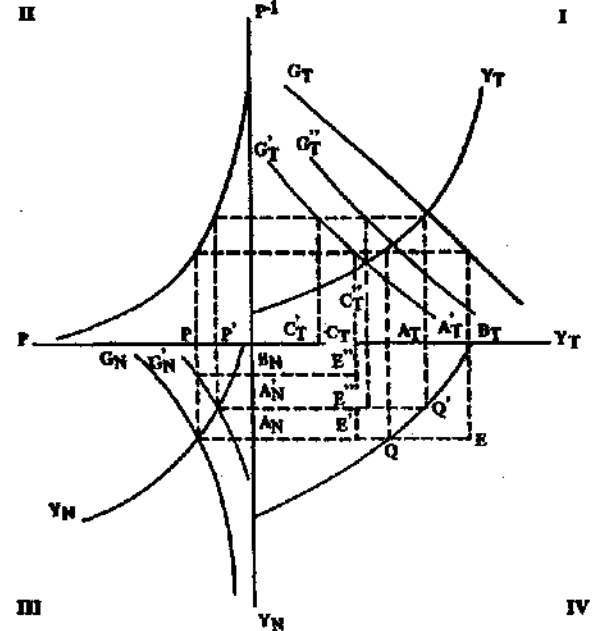


Gráfico 2



da en el mercado de bienes transables (equivalente a  $B_T - A_T$ ). La demanda y la oferta internas de transables no se igualan; sin embargo, si existe un financiamiento externo disponible  $BF = G - Y = B_T - A_T = dD - rD$ , entonces el punto B es de equilibrio en el sentido de que toda oferta encuentra su demanda y toda demanda encuentra su oferta. En el caso de los bienes transables esa oferta es en parte interna ( $A_T$ ) y en parte internacional ( $B_T - A_T$ ). En el punto C existe un exceso de producto global y de bienes transables equivalente a  $A_T - C_T$ . En este caso  $BF = Y - G = A_T - C_T = dD - rD$  es negativo: los intereses acumulados de la deuda externa son mayores que los ingresos de nuevos créditos. El punto C es de equilibrio en el sentido de que el superávit de bienes transables  $A_T - C_T$  encuentra una demanda externa.

Si se enfrenta un choque financiero negativo, es decir, una disminución brusca del volumen de financiamiento externo (BF se reduce) la economía interna se ajusta obligatoriamente.<sup>8</sup> Supóngase (gráfico 2) que se parte de una situación en que al precio relativo P se equilibra el mercado de bienes no transables en  $A_N$  y se produce un exceso de gasto en el

mercado de bienes transables equivalente a  $B_T - A_T$ . Esta situación es sostenible si existe un financiamiento externo  $BF = B_T - A_T$ . La economía se encuentra produciendo en  $Q = (A_N, A_T)$ , sobre su frontera de producción, y se encuentra gastando en  $E = (A_N, B_T)$ , por encima de sus posibilidades productivas. Acéptese ahora que, sea por un aumento de  $r$  o por una reducción de la entrada de capital  $dD$ , se produce una reducción de BF, variable que se hace negativa y equivalente a  $C_T - A_T$ .

Supóngase provisoriamente que la disminución del financiamiento externo se enfrenta sin modificar P. En tal caso, las cantidades ofrecidas en ambos sectores se mantienen inalteradas,  $Q = (A_N, A_T)$  y el producto Y no cambia. En consecuencia, el ajuste de BF ante la merma del financiamiento se da exclusivamente por el lado de la reducción del gasto. Bastaría, en rigor, con disminuir el gasto en bienes transables de  $B_T$  a  $C_T$ , bajando la demanda de  $G_T$  a  $G'_T$ . Si el precio P está fijo, esto solamente puede hacerse modificando la canasta de gasto total de  $E$  a  $E' = (A_N, C_T)$ .

Ahora bien, la reducción del gasto total se expresará en una reducción equivalente del gasto en bienes transables sólo si T y N son perfectamente sustituibles. En caso contrario, lo que es obviamente más realista, la reducción del gasto total arrastrará

<sup>8</sup>En el apéndice se analiza lo que sigue en términos matemáticos.



consigo también a la demanda de bienes no transables (por ejemplo, de  $G_N$  a  $G_N'$ ). Si  $P$  se mantiene fijo, la posición del gasto total cae a  $E'' = (B_N, C_T)$ . Esta es una reducción excesiva, puesto que junto con satisfacerse la restricción externa  $BF = C_T - A_T$  se genera un exceso de oferta ( $A_N - B_N$ ) en el mercado de bienes no transables.

El desequilibrio en el mercado de estos bienes no puede persistir si los precios son flexibles:  $P$  se reducirá hasta  $P'$  mientras el exceso de oferta persista. Debido a esto, la producción de los no transables se contraerá hasta  $A_N'$  en tanto que la de los transables aumentará hasta  $A_T'$ . De haber plena flexibilidad, la economía se trasladará instantáneamente del punto  $Q = (A_N, A_T)$  al punto  $Q' = (A_N', A_T')$ , en la frontera de sus posibilidades productivas. El efecto final sobre el producto global dependerá de las unidades en las cuales éste se mida. En unidades de bienes transables, el producto se reducirá; lo contrario ocurrirá si se expresa en unidades de bienes no transables. Por lo tanto, si se utiliza un deflactor que pondere los precios de ambos grupos de bienes de acuerdo con la participación de las respectivas producciones en el producto total, el producto real no tiene por qué caer como resultado del ajuste. Esta es una consecuencia fundamental del esquema sintético de ajuste en condiciones económicas de tipo neoclásico. Y lo mismo ocurre con el empleo: tanto  $Q$  como  $Q'$  son puntos de empleo pleno.

Al precio  $P'$  el mercado de bienes no transables se encuentra nuevamente en equilibrio, ahora en  $A_N'$ . En el mercado de los transables, la producción aumenta a  $A_T'$ , como ya se señaló, y el gasto se reduce a  $C_T'$  si la función de demanda es  $G_T'$ . Se ve pues que el exceso de oferta en este mercado ( $A_T' - C_T'$ ) es superior a las exigencias impuestas por las nuevas condiciones financieras externas  $BF = C_T - A_T$ . Esto quiere decir que la reducción de la demanda de  $T$  no tiene por qué ser tan pronunciada. Por ejemplo, una reducción hasta  $G_T''$  sería suficiente. Como  $A_T' > A_T$ , entonces  $C_T'' > C_T$ . Por lo tanto  $E''' = (A_N', C_T'')$  constituye un gasto total mayor en ambos tipos de bienes que  $E'' = (B_N, C_T)$ .

Ahora bien, la condición de equilibrio global ( $G - Y = BF$ ) muestra que, al reducirse  $Y$  (el producto medido en unidades de bienes transables), el gasto medido en esas mismas unidades debe caer más que el saldo del balance financiero. Lo contrario ocurre si todo se expresa en unidades de bienes no transables. Si se utiliza el deflactor mencionado

antes, el gasto real se reduce en la misma medida en que cae el saldo real del balance financiero.

En condiciones muy amplias de "buen comportamiento" de las funciones de demanda y oferta, existirán precios relativos  $P$  y un nivel de gasto total que harán que se reequilibren el mercado de bienes no transables y la economía en su conjunto. En otra palabras, si los equilibrios en ambos mercados son estables, la economía se ajustará ante la caída del financiamiento externo, recuperando el equilibrio. En esta nueva posición el producto real se mantiene constante, el pleno empleo no se modifica, el gasto real se reduce tanto como se reduce el saldo del balance financiero, el precio relativo de los bienes transables sube y se eleva la participación de ellos en la producción global. El ajuste siempre es costoso en términos de bienestar, por la reducción del gasto, pero no tiene por qué serlo en términos de reducción del producto y el empleo. Al menos así se desprende del esquema presentado, cuando imperan condiciones de tipo neoclásico; o sea, cuando las funciones de oferta dependen exclusivamente de los precios relativos, y éstos son totalmente flexibles.

En la vida real, por cierto, los precios relativos se materializan a través de relaciones entre precios absolutos expresados en unidades de cuenta o monedas. En este caso, además, se trata de unidades distintas. El precio de los bienes transables se expresa en moneda extranjera, el de los no transables, en moneda nacional. En consecuencia, el tipo de cambio (es decir, el precio en moneda nacional de la moneda extranjera) es una variable clave en la determinación del precio relativo  $P$ .

En efecto, si  $P_T^*$  es el precio de los productos  $T$  expresado en moneda extranjera y  $t$  es el tipo de cambio:<sup>9</sup>

$$P = P_N/P_T = P_N/(t P_T^*)$$

En la medida en que  $P_T^*$  y  $P_N$  son fijos, la devaluación reduce  $P$ . Esto se consigue aumentando el equivalente en moneda nacional ( $P_T$ ) del precio internacional de los bienes transables. Tal cosa exige, por cierto, que los mercados internos tengan la flexibilidad suficiente como para acomodar estos cam-

<sup>9</sup>Nótese que la igualdad que se ha empleado implícitamente ( $P_T = tP_T^*$ ) no es una equivalencia definicional. Si  $P_T$  y  $P_T^*$  son los precios interno y externo de los bienes transables, entonces aquélla corresponde a una condición de equilibrio entre ambos mercados. Como se sabe, recibe el nombre de "ley de un solo precio".

bios en las relaciones entre los precios  $P_T$  y  $P_N$ . En este caso, que  $P_N$  no "siga" los aumentos de  $P_T$ .

Por otra parte, si  $P_T^*$  y  $t$  son fijos, la reducción de  $P$  requerida por el choque externo negativo solamente puede realizarse si  $P_N$  se reduce. Es decir, una política de tipo de cambio fijo permite el ajuste de la economía sólo si los precios internos de los bienes no transables son suficientemente flexibles a la baja.

En suma, cualquiera sea la política cambiaria con la cual se enfrente un choque externo negativo (tipo de cambio fijo o flexible), la modificación de la relación de precios  $P$  exige flexibilidad en los mercados internos. En un caso, que los precios de los bienes no transables sean flexibles a la baja. En el otro, que los precios de esos bienes puedan aumentar proporcionalmente menos que los precios en moneda nacional de los transables. Se trata, como es obvio, de dos exigencias muy distintas. El ajuste de precios relativos al alza no parece presentar habitualmente problemas insuperables (salvo la presencia de una indización generalizada). En cambio, el ajuste por cambios a la baja en precios absolutos parece punto menos que imposible. Esta es una razón muy importante por la que los tipos de cambio fijos no son muy duraderos en América Latina.

Antes de concluir la presentación del esquema ideal de ajuste, conviene señalar que la disminución brusca del financiamiento externo ha sido uno de los problemas más importantes enfrentados por América Latina en los últimos años, pero no ha sido el único. Las variaciones en la relación de precios del intercambio también han perjudicado a la región (cuadro I).

La clasificación en bienes transables y no transables, siendo la más adecuada para analizar el deterioro del financiamiento externo, no lo es tanto para examinar los impactos derivados de modificaciones en la relación de precios del intercambio. Ob-

viamente la división de los bienes transables entre importables y exportables sería más adecuada para este propósito; sin embargo, complicaría innecesariamente este trabajo sobre ajuste ante dificultades externas que han sido predominantemente de carácter financiero.

Interesa destacar aquí lo siguiente. En las condiciones neoclásicas o de flexibilidad plena que hasta ahora se han considerado, el deterioro de la relación de precios del intercambio no es necesariamente incompatible con la existencia de equilibrio en la cuenta comercial del balance de pagos. Esto se debe a que en general no ha habido restricciones a la magnitud ni a la velocidad del ajuste de los gastos y de las producciones respectivas. En todo caso, el poder adquisitivo del producto en términos de bienes importables se reduce debido al cambio en los precios relativos internacionales.

El caso más interesante y más probable es aquél en el cual el deterioro en la relación de precios del intercambio tiende a crear un déficit en la cuenta comercial del balance de pagos. Es decir, si se mantiene constante el nivel del gasto real, el nuevo equilibrio (posterior al ajuste) del mercado de bienes no transables sólo es posible si se genera un déficit en las transacciones comerciales con el exterior. Si no se logra financiamiento (ya sea perdiendo reservas u obteniendo créditos del exterior) ello equivale a un choque negativo en el balance financiero. La economía debe ajustarse reduciendo el gasto real global y elevando el precio relativo de los bienes transables por encima de aquel punto de equilibrio que no pudo sostenerse por falta de financiamiento.

Se ve así por qué este esquema simple de ajuste frente a la disminución brusca del financiamiento externo también se utiliza para comprender los efectos de deterioros en la relación de precios del intercambio.

## II

## Dificultades y problemas del esquema ideal de ajuste

El esquema ideal examinado precedentemente plantea difíciles problemas a las políticas de ajuste. Testimonio de esto son las recesiones que generalmente acompañan al ajuste en la práctica y que, de acuerdo con la teoría esbozada, no deberían existir.<sup>10</sup> Los problemas del ajuste son de algún modo conocidos por la teoría económica desde hace mucho tiempo, aunque algunos de ellos han adquirido renovada relevancia por la crisis externa peculiarmente aguda que enfrenta América Latina en la actualidad.

Por una parte, está el problema de definir la combinación adecuada de políticas cambiarias<sup>11</sup> y de gasto, la mezcla precisa de medidas de reducción y desplazamiento del gasto y de cambios en la composición de la producción. No es fácil decidir cuánto debe reducirse el gasto y cuánto deben modificarse los precios relativos, puesto que las elasticidades pertinentes no son conocidas con precisión. Se trata de elasticidades que vinculan los cambios en las producciones y los gastos sectoriales con las variaciones de los precios relativos y del gasto global. En rigor, ni siquiera puede suponerse con seguridad que ellas sean estables. Además, en las condiciones en que se aplican las políticas en la práctica, el cambio en los precios relativos, y sobre todo la reducción del gasto, rara vez son uniformes. Por lo tanto, habría que conocer un conjunto de elasticidades específicas cada vez que se enfrentara el efecto adverso de circunstancias externas. Claramente éste es un problema de ausencia irremediable de información que afecta a las políticas de ajuste aun en el caso de que la economía opere con la flexibilidad que supone el esquema ideal.

<sup>10</sup>Marcelo de Paiva Abreu y Dionisio Dias Carneiro (1987) presentan un caso de ajuste ortodoxo con resultados recesivos en Brasil entre 1982 y 1984.

<sup>11</sup>Este no es el lugar indicado para analizar por qué el tipo de cambio libre como estrategia cambiaria no se ha aplicado en América Latina. La norma ha sido el control cambiario. En consecuencia, la necesidad, la oportunidad y la magnitud de las devaluaciones han sido candentes problemas de la política económica en momentos de shocks externos (Ffrench-Davis, 1978; Dornbusch, 1981).

Por otra parte, nunca puede existir plena seguridad del efecto que tendrá sobre los precios relativos (P) una determinada decisión de política cambiaria. Una devaluación nominal elevará los precios internos de los bienes transables (PT). Esto generará presiones directas sobre los costos en el mercado de bienes no transables, presiones que se verán redobladas si la economía, particularmente en lo que toca a los salarios y los activos y pasivos financieros, está indizada. La devaluación puede terminar en nada en términos reales y los precios relativos pueden mantenerse constantes.<sup>12</sup>

La existencia de mecanismos muy generalizados de indización (herencia típica de las inflaciones crónicas de las economías latinoamericanas de los años sesenta) ha esterilizado más de alguna política cambiaria. En tales condiciones, la devaluación no resuelve problema alguno. Menos aún, por cierto, los resuelve la alternativa de no devaluar; en este caso el ajuste de precios relativos exige reducir el precio de los bienes no transables (PN), lo que es prácticamente imposible, con mayor razón aún en presencia de precios indizados. Los esquemas exitosos de devaluación han significado desindizar las economías, cuando menos en lo que toca a los salarios y los activos y pasivos financieros.<sup>13</sup> Esto no resuelve por sí mismo el problema de eliminar el efecto inflacio-

<sup>12</sup>No se tratan en este trabajo los problemas inflacionarios que, siendo distintos de los problemas del ajuste externo, no pocas veces los acompañan (Ramos, 1986).

<sup>13</sup>Existe una extendida tradición en teoría económica que considera al mercado del trabajo como particularmente sujeto a intervenciones y distorsiones derivadas de la organización sindical o similares. En consecuencia, el salario aparece habitualmente como el principal culpable de impedir el ajuste flexible de precios relativos. La experiencia reciente en muchos países latinoamericanos que han experimentado fuertes crisis financieras internas, ha contribuido a poner de relieve las ineficiencias, distorsiones y manipulaciones que ocurren en el mercado de títulos financieros. Puede suponerse que, en presencia de una sobreexpansión de la actividad financiera, la variación de los precios de los pasivos financieros de las empresas constituye un impedimento mucho más significativo al ajuste flexible de los precios relativos que la rigidez salarial (Zahler, 1985; Eyzaguirre, 1987b).

nario de una modificación de la paridad cambiaria, pero al menos permite suponer que una devaluación real es algo posible.

Ahora bien, si  $P = PN/PT$  es excesivamente alto, es decir, si se devalúa insuficientemente en términos reales ante una caída brusca del financiamiento externo, el balance de pagos puede equilibrarse mediante una reducción suficiente del gasto. Tal reducción, sin embargo, creará tensiones innecesarias en el consumo o la inversión y producirá excesos de oferta en el mercado de bienes no transables. Estos excesos de oferta harán bajar la producción de esos bienes y con ello causarán una merma innecesaria del producto global. En rigor, la reducción del gasto puede ser tan pronunciada como para conducir a un ajuste excesivo de la cuenta comercial del balance de pagos; en este caso, la reducción excesiva del gasto irá acompañada de una acumulación no deseada de reservas internacionales.<sup>14</sup> Puede ocurrir también, por cierto, que la reducción del gasto sea insuficiente para equilibrar el balance de pagos; en este caso, se perderán reservas a una velocidad no deseada: una situación insostenible.<sup>15</sup>

Por otra parte, si  $P = PN/PT$  es excesivamente bajo, o sea si se devalúa excesivamente en términos reales ante una caída brusca del financiamiento externo, el balance de pagos puede equilibrarse mediante una reducción relativamente menor del gasto. Tal reducción, sin embargo, producirá en el mercado de no transables un exceso de demanda que presionará sobre sus precios. Si estos precios no suben, la oferta no crecerá y el producto global será inferior al producto potencial. Se puede, desde luego, equilibrar el mercado de bienes no transables reduciendo suficientemente el gasto global. En este caso, la caída en el consumo o la inversión es excesiva, el producto global se reduce y se acumulan reservas internacionales a una velocidad no deseada.

En cambio, si  $P$  adquiere su nivel de equilibrio, la reducción insuficiente del gasto desacumula excesivamente las reservas (lo que es insostenible) y

causa excesos de gasto y presiones de precios en el mercado de bienes no transables. Por el contrario, si el gasto se reduce en exceso, ambos sectores sufren de excesos de oferta y el producto cae innecesariamente.

En todos los casos se enfrentarán situaciones de inestabilidad en las reservas de divisas, en el mercado de bienes no transables y en el tipo de cambio real. El producto tenderá a caer por debajo de sus niveles potenciales.

En suma, existe una sola combinación de devaluación y reducción del gasto global que permite ajustar la economía a la alteración brusca del financiamiento externo y mantenerla en equilibrio. Encontrar esa combinación no es tarea trivial. Además de las dificultades derivadas de las necesidades de información para la aplicación práctica del esquema ideal de ajuste, dicho esquema tiene problemas en sí mismo. Uno de ellos es que carece de una dinámica definida. En efecto, si bien en él las relaciones de comportamiento son claras y coherentes entre sí, y también las condiciones de equilibrio (y de estabilidad de éste) están definidas precisamente, nada se plantea acerca de la velocidad con la cual las diversas variables alcanzan tal equilibrio.

En efecto, es al parecer razonable esperar que las diversas variables económicas no se ajusten de manera instantánea e isocrónica ante cambios en los parámetros pertinentes. Por un lado, demandas y ofertas pueden reaccionar en tiempos diversos ante cambios en los precios relativos; las demandas probablemente en forma rápida, las ofertas más lentamente. Por otro lado, las ofertas pueden reaccionar con rapidez ante la reducción de precios relativos (disminuyendo en muy corto plazo los niveles de producción) y con lentitud ante aumentos de precios relativos (ya que los aumentos de producción implican traslado de recursos y la organización de ellos). Esta relativa lentitud de los incrementos de producción puede ser muy significativa en el caso de los bienes exportables. Rara vez son éstos perfectos sustitutos de la producción para el mercado interno, por razones de calidad, especificaciones, etc. En consecuencia, no sólo los aumentos de la producción requieren inversión de tiempo y recursos en proyectos adecuados, sino que la baja del gasto en bienes en principio transables no necesariamente crea excedentes efectivamente exportables. Por último, los impactos adversos de mayores cantidades de bienes en las funciones de oferta pueden operar a corto plazo con más fuerza que las variaciones fá-

<sup>14</sup>Si este aumento de reservas se trata como un aumento de los créditos concedidos al exterior, el exceso de reducción del gasto equivale a un aumento de la magnitud del choque en el balance financiero.

<sup>15</sup>Esta pérdida de reservas puede ser tratada, por cierto, como una reducción de la magnitud del choque financiero externo.

variables de los precios relativos. Así, por ejemplo, una brusca reducción del gasto global puede conducir a corto plazo a caídas generalizadas de la producción, aun en sectores que están recibiendo simultáneamente incentivos de precios por la vía de la devaluación, como puede suceder con los bienes transables.

Todo esto conduce a generar caídas en la producción a corto plazo, caídas que no tienen por qué ser tan pronunciadas (en rigor, no tienen por qué existir necesariamente) a plazos mediano o largo.

En efecto, las variaciones del producto interno expresado en unidades de bienes transables dependen de las variaciones de las producciones físicas en ambos sectores y de las variaciones del precio relativo de los bienes no transables con respecto a los transables. O sea, si

$$Y = Y_T + PY_N$$

Entonces:

$$dY = dY_T + PdY_N + Y_NdP$$

En el caso de una devaluación,  $dP < 0$ . Si la reducción en la producción de bienes no transables es rápida,  $dY_N < 0$ . Si, por otra parte, el aumento de la producción de bienes transables toma tiempo, entonces  $dY_T = 0$  a corto plazo. En consecuencia, el producto cae:  $dY < 0$ .

Esto quiere decir que la devaluación tiene efectos recesivos en el corto plazo. Mientras más tiempo tarde la oferta de bienes transables en ajustarse ante la devaluación, más persistente será este efecto recesivo (Solimano, 1984).

Aún más, si en el corto plazo la función de oferta de bienes no transables es sensible a alteraciones del gasto, se tiene que:

$$Y_T = Y_T(P) \quad \text{y} \quad Y_N = Y_N(P, G/P)$$

El ajuste implica en este caso una devaluación y una reducción del gasto. La devaluación, al igual que en el caso anterior, reduce a corto plazo la producción de bienes no transables y el equivalente en unidades de bienes transables. El descenso del gasto, por su parte, también disminuye la producción de bienes no transables (si la reducción del gasto en ellos es proporcionalmente mayor que la devaluación). El efecto recesivo, por lo tanto, es aún más pronunciado que en el caso anterior.

Demás está señalar que las caídas bruscas en el producto interno crearán fuerte desempleo cualquiera sea la flexibilidad que puedan tener los salarios nominales (Meller, 1978). El impacto sobre el empleo será tanto mayor cuanto mayor sea el impacto negativo en el producto.

Todo esto significa que, para no tener efectos destructivos sobre el producto (y el empleo), el ajuste necesita tiempo, lo que equivale a decir que necesita financiamiento. Este parece ser el factor clave para superar los esquemas de ajuste recesivos y poner en práctica ajustes que sean expansivos o que, por lo menos, no provoquen caídas tan significativas del producto. Se trata de reducir la velocidad a la cual debe enfrentarse el cambio brusco de un balance financiero BF a uno menor BF'. Para esto se requiere obtener de alguna fuente alternativa financiamiento especial para distribuir en el tiempo el impacto de dicho cambio. De este modo, la producción de bienes transables tendría el tiempo suficiente para compensar la caída de la producción de bienes no transables que se produciría como resultado de las devaluaciones.

Vinculado a lo anterior está el problema adicional de que el esquema de ajuste examinado carece de un modelo explícito de expectativas. Opera, en efecto, como si el valor efectivo de las variables fuera el valor esperado de éstas, aunque se sabe que en la práctica por lo general no es así.

De hecho el ajuste se da en un contexto internacional cuya evolución es muy incierta. La demanda externa de los bienes transables es incierta, y también lo son los precios internacionales, la tasa de interés y la disponibilidad de créditos externos. De otro lado, el ajuste involucra cambios de política económica que pueden ser muy costosos en términos de bienestar y, por lo tanto, pueden desatar conflictos políticos. En consecuencia, también existe incertidumbre respecto al grado de permanencia en el tiempo de esos cambios (por ejemplo, modificaciones del valor real del tipo de cambio, del nivel del gasto público, de la política arancelaria, etc.).

La incertidumbre puede contribuir mucho a introducir rigidez, inestabilidad y rezagos en el ajuste de los gastos y las producciones de los agentes económicos. Así, por ejemplo, no habrá nuevas inversiones en bienes transables si se desconfió de la política cambiaria y existe incertidumbre excesiva acerca de la evolución de los precios internacionales. Por el contrario, en este caso el gasto puede desplazarse hacia fines especulativos.

La incertidumbre sobre la naturaleza (permanente o transitoria) de los cambios de política y de las modificaciones del contexto económico internacional puede generar pérdidas de producto y empleo, y retrasar los efectos reequilibradores que se esperan de tales políticas. La falta de esquemas que

permitan aclarar esas expectativas es una insuficiencia muy importante del modelo de ajuste.

Cabe preguntarse aquí si la enorme magnitud de la recesión que afecta a los países latinoamericanos puede ser realmente explicada por las dificultades y problemas del esquema ideal de ajuste que se han planteado. ¿Es éste un "modelo" de ajuste básicamente adecuado que, como cualquier modelo, tiene problemas de información para su aplicación práctica? Las dificultades, ¿proviene principalmente, o siquiera en medida importante, de la falta de conocimiento preciso de algunas elasticidades o de los efectos reales de una devaluación nominal? ¿Pueden achacarse recesiones de la magnitud de las que se han dado a demoras del proceso de ajuste en equilibrar las producciones sectoriales? Todo parece indicar que esto no es así. En consecuencia, conviene verificar si el esquema de ajuste no tiene en sí mismo algunas fallas fundamentales.

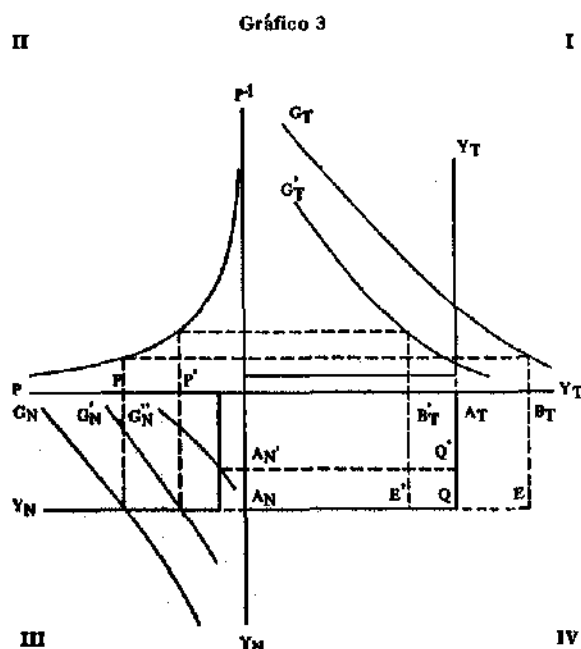
La caída del producto no proviene, en rigor, de la incapacidad de aumentar a corto plazo la producción de bienes transables, sino que de la caída a corto plazo de la producción de bienes no transables. De acuerdo con el esquema de ajuste examinado, esto ocurre debido a la reducción del precio de estos últimos. Como se opera en condiciones de igualdad de precios y costos marginales, y éstos son crecientes, existe una relación directa de uno a uno entre precios y cantidades producidas. La hipótesis tecnológica implícita, como ya se señaló, es que se opera con un acervo de capital fijo y con cantidades variables de mano de obra. Los rendimientos de este último factor son decrecientes debido al factor fijo, lo que genera costos marginales cada vez mayores.

En este modelo, en consecuencia, el cambio de la estructura de la producción es parte crucial del ajuste. Y en particular lo es la baja de la producción de bienes no transables debido a la modificación de los precios relativos. Se desocupa mano de obra y la intensidad de uso del acervo de capital fijo se reduce. La mano de obra liberada permite aumentar la producción de bienes transables, sector en el cual los nuevos precios relativos permiten hacer uso más intensivo del capital. Dado que el modelo de ajuste supone ocupación plena, la producción de bienes transables sólo puede aumentar si se desocupa mano de obra en la producción de los no transables; es decir, si la producción de ellos disminuye. Se puede apreciar que, dentro de este modelo, la única razón que puede justificar una caída de la producción, es la existencia de rezagos en el ajuste de la

producción de bienes transables, a causa de fricciones introducidas por los costos de movilidad de la mano de obra.

Cuestionar la validez empírica de esta hipótesis tecnológica es perfectamente razonable. A corto plazo, no sólo el acervo de capital puede ser fijo, sino que también la combinación técnica de factores en las diversas actividades que componen cada sector productivo. Los niveles de producción, en consecuencia, son proporcionales al grado de uso del acervo de capital. De este modo, dada una demanda suficiente, ambos sectores operarán a un nivel dado por su capacidad instalada, a un costo unitario fijo y, por tanto, con una cierta tasa de ganancia dada. En este caso, la baja del precio relativo en un sector disminuirá su tasa de ganancias, pero no reducirá necesariamente su producción.

En el gráfico 3 se ha intentado analizar una situación como la descrita. Ambas funciones de oferta,  $Y_T$  y  $Y_N$ , son completamente rígidas a partir de ciertos puntos,  $A_T$  y  $A_N$  respectivamente, que corresponden al uso pleno de las dotaciones de capital sectoriales. Para producciones inferiores a éstas, las cantidades ofrecidas dependen de las respectivas demandas. La curva de potencialidades productivas tiene la forma señalada en el cuadrante IV. El punto  $Q = (A_N, A_T)$  es el único punto de producciones máximas. Corresponde a ocupación plena del capital existente, pero sólo por casualidad implicará



ocupación plena de la mano de obra. Con toda probabilidad existirá desempleo de carácter estructural.

Dadas las demandas  $G_N$  y  $G_T$ , el mercado de bienes no transables se equilibra en  $A_N$  al precio relativo  $P$ . A este precio, el mercado de transables tiene un exceso de gasto equivalente a  $B_T - A_T$ . La combinación de producción es  $Q = (A_N, A_T)$ ; la combinación de gasto  $E = (A_N, B_T)$ . Si  $BF$  se reduce y se hace negativo y equivalente a  $B_T' - A_T$ , la economía debe ajustarse, reduciendo las demandas a  $G_N'$  y  $G_T'$  y subiendo el precio relativo  $P'$ . La producción continúa en  $Q$  pero el gasto pasa a  $E' = (A_N, B_T')$ . Además, las tasas de ganancias sectoriales se modifican: se reducen en la producción de  $N$  y aumentan relativamente en la producción de  $T$ . Como consecuencia, la inversión neta modificará los acervos de capital en ambos sectores, aumentando la oferta  $Y_T$  y reduciendo  $Y_N$ . Por lo tanto, la modificación de la estructura de la producción es un asunto de largo plazo, derivado del cambio de comportamiento de la inversión como resultado del ajuste. En el corto plazo, el ajuste es exclusivamente un asunto de reducción del gasto del punto  $E$  al  $E'$ .

Puede apreciarse que en este contexto tecnológico es muy importante la selectividad con la cual se reduzca el gasto. Esto tiene particular importancia en lo que se refiere al gasto gubernamental. Mientras

más se reduzca el gasto en bienes transables frente a la reducción del gasto en no transables, menor posibilidad existe de provocar efectos recesivos. Por el contrario, una selectividad insuficiente (o mal dirigida) puede reducir, por ejemplo,  $G_N$  a  $G_N'$  y traer como resultado una inútil pérdida de producto desde  $Q = (A_N, A_T)$  hasta  $Q' = (A_N', A_T)$ , con el consiguiente efecto sobre el desempleo. Este efecto es de esperar, en principio, exclusivamente con estas hipótesis tecnológicas. Si las funciones de oferta son flexibles ante cambios en los precios relativos, la ausencia de selectividad en la reducción del gasto no provocará, en principio, efectos recesivos, sino que solamente una trayectoria más pronunciada del tipo de cambio.

Este argumento depende sobre todo de que se den dos hechos. Por una parte, que el nivel de la oferta de los bienes y servicios no transables no dependa del precio relativo de ellos. Segundo, que pueda desplazarse el gasto entre los bienes transables y los no transables. La existencia de desplazamiento indica que la estructura de la demanda se puede modificar con independencia del precio relativo de los productos. Si éste no fuera el caso, el gasto no sería desplazable hacia los bienes no transables y sólo podría modificarse su nivel global. Es perfectamente razonable esperar que el gasto del sector público pueda desplazarse selectivamente en forma independiente de las variaciones en  $P$ .

### III

## Necesidad de enfoques internacionales globales

Los problemas del ajuste se enfrentan en la actualidad en el marco de una crisis económica internacional que afecta, aunque con distinta magnitud y con características diversas, tanto al mundo industrial como a los países de menor desarrollo económico relativo. Esta crisis se desató a comienzos de los años ochenta con la detención del crecimiento económico de los países industriales, el alza explosiva de las tasas internacionales de interés, la reducción del comercio mundial y la interrupción de las corrientes de capital hacia los países de menor desarrollo. En consecuencia, la situación externa impactó de manera simultánea y generalizada al conjunto de países

de América Latina, lo que ha tenido a su vez efectos indirectos sobre los países industrializados.

Los efectos que nacen de la interdependencia de un conjunto de países que ajustan sus economías simultáneamente, así como de las relaciones recíprocas de ese conjunto de países con la economía mundial no pueden ser ignorados. Sin embargo, se les olvida sistemáticamente en el modelo de ajuste utilizado, en el cual se hace uso abundante de los supuestos de "*ceteris paribus*" (con relación a la actividad económica mundial, los precios internacionales, los flujos financieros, etc.) y de "economía pequeña".

La hipótesis de economía pequeña, como se sabe, plantea que el tamaño de los países comparado con el mercado mundial, es infinitesimal y que, por lo tanto, el efecto de sus transacciones sobre los precios internacionales es nulo. En general, plantea que los países que deben ajustar sus cuentas externas enfrentan ofertas y demandas infinitamente elásticas de los bienes y servicios que compran y venden internacionalmente. Sin embargo, cuando un conjunto de países aplica medidas de ajuste simultáneas, esta hipótesis aparece muy discutible. Aún más, en el contexto de una crisis global, suponer que el ajuste en una serie de países debe efectuarse sin exigir un cambio coherente en la situación económica mundial y de los países industrializados, implica aceptar una determinada asignación de los costos de resolver dicha crisis (Massad, 1984).

Este tipo de supuestos o hipótesis del esquema de ajuste son injustificadamente restrictivos o falsos, y deben ser cuestionados. Se requieren enfoques globales que tomen debidamente en cuenta las interdependencias existentes y la necesaria simetría que deben tener los costos y los esfuerzos nacionales de ajuste.

Considérese por una parte el interrogante siguiente: ¿quién debe efectuar ajustes para resolver una crisis de pagos global? ¿Debe hacerlo el conjunto de países que tiene déficit en el balance de pagos, aceptando como constante la situación correspondientemente superavitaria de los demás países, o deben cooperar activamente estos últimos en la corrección de los desequilibrios? Los primeros deberán reducir su gasto interno y devaluar su moneda en términos reales; los segundos deberán aumentar su gasto interno y revaluar su moneda en términos reales. El efecto final global de una u otra política puede ser, por cierto, el mismo. Sin embargo, lo más probable es que el costo de una y de otra para las diversas economías nacionales, en términos de pérdidas de bienestar, de producto y de empleo, sea muy distinto.

Puesto de otro modo, el modelo de ajuste que hace hincapié en las políticas económicas internas surge de un marco conceptual en el cual una economía particular y pequeña debe ajustar sus desequilibrios externos, pero estando el resto de las economías en equilibrio.<sup>16</sup> En esta situación el mo-

delo aludido puede considerarse apropiado y eficientes las políticas que surgen de él. Pero el contexto mundial es precisamente el opuesto. Desde su génesis, el endeudamiento externo de América Latina ha sido el resultado de desequilibrios en la economía mundial. En efecto, la necesidad de reciclar petrodólares surgió del modo particular en que las economías del centro se ajustaron a la primera alza brusca de los precios del petróleo (Sachs, 1981). El superávit de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no fue compensado con un déficit en los países del centro, por lo que el equilibrio se obtuvo con déficit en los países del tercer mundo: es decir, las economías en desarrollo se endeudaron.<sup>17</sup> Asimismo, la crisis de la deuda, desatada por la interrupción de los flujos financieros hacia América Latina, fue provocada por la alteración posterior de las políticas de demanda interna de los Estados Unidos. La generación y ampliación del déficit comercial en dicho país desvió hacia su economía las corrientes financieras provenientes de las economías superavitarias y que antes se habían destinado parcialmente a América Latina. Así, la génesis y crisis de la deuda externa latinoamericana emanaron de las evoluciones de la política económica a nivel mundial. Difícilmente podemos, entonces, encontrar su solución exclusivamente en las políticas económicas de los países latinoamericanos, como está implícito en los esquemas de ajuste que hemos analizado.

La crisis de la deuda externa es un fenómeno global y su solución debe tener el mismo carácter; las políticas económicas de los países deudores sólo pueden ser parte de un conjunto integrado de políticas a nivel mundial que permitan dar una solución eficiente al problema. Es imposible que América Latina genere los superávits comerciales necesarios para servir la deuda, a menos que los países del centro, en conjunto, tengan un saldo deficitario significativo. Serán las políticas económicas de los países industriales y no las políticas de los países latinoamericanos, las que determinen la generación de ese déficit. Los esquemas de ajuste que se basan sólo en la contención de la demanda interna y la devaluación real de la moneda de los países deudores, están destinados al fracaso en ausencia de un esquema global de ajuste, ya que presuponen que

<sup>16</sup>Si la economía en cuestión es marginal su desequilibrio externo no implica el desequilibrio de las demás.

<sup>17</sup>Esto no exime en modo alguno de responsabilidad por los errores cometidos en las políticas de endeudamiento de cada país, como tampoco por el uso dado a los recursos.



puede inducirse un déficit en los países del centro sobre la base de abaratar los productos que exporta la periferia. En la práctica, lo que se ha logrado con dichos esquemas es que las exportaciones deben trocar cada vez más precio por cantidad.<sup>18</sup>

En efecto, si se considera un conjunto de países que ajustan simultáneamente sus economías ante un cambio adverso en las condiciones de financiamiento externo, el supuesto de que la relación de precios del intercambio de estos países pueda considerarse constante durante el proceso de ajuste debe ser cuestionado. Si bien cada país por separado puede mirarse como una economía pequeña, no puede hacerse lo mismo con el conjunto de esos países. Por ejemplo, muchos de ellos son productores del mismo tipo de bienes, habitualmente primarios; en consecuencia, el conjunto no enfrenta una demanda infinitamente elástica de esos bienes. Una devaluación simultánea en el conjunto de países puede conducir a expansiones significativas (con respecto al tamaño del mercado mundial) de exportaciones de ciertos productos y por ende a reducir el precio internacional de ellos.<sup>19</sup>

De este modo, si la relación de precios del intercambio cae suficientemente, los países, luego de ajustarse y pagar todos los costos del caso en materia de bienestar, pueden terminar con problemas aún peores de balance de pagos. El esquema de ajuste, por los efectos de la agregación, se derrota a sí mismo.

El mismo tipo de efecto negativo que emana de la agregación de economías interdependientes en proceso simultáneo de ajuste, puede derivar de los encadenamientos recesivos que se produzcan. En efecto, la reducción del gasto en importaciones de una economía que se ajusta a un cambio externo brusco tiene efectos recesivos en las actividades exportadoras de las economías con las cuales comercia. Estos pueden tender a reducir la producción en dichas economías, con lo cual baja su gasto. La baja del gasto puede afectar adversamente las actividades exportadoras de la primera economía, y así sucesivamente. Los efectos multiplicadores de segundo o mayores órdenes pueden ser insignificantes si se trata de una economía nacional que aplica medidas

de ajuste en un contexto internacional normal. Pero pueden adquirir mayor peso si se trata de un conjunto de economías que comercian significativamente entre sí y que enfrentan al mismo tiempo un cambio adverso en el financiamiento externo.<sup>20</sup> Asimismo el Fondo Monetario Internacional (FMI, 1986) ha reconocido que la reducción de las importaciones del conjunto de América Latina ha tenido fuertes efectos recesivos en los países industriales, al mismo tiempo que achaca al estancamiento de estas economías la depresión de los precios de exportación de América Latina.

El carácter global de la crisis económica actual crea, además, problemas específicos de financiamiento para los países en proceso de ajuste. En efecto, la oferta de financiamiento de los bancos internacionales tiende a ser procíclica: expansiva en los momentos de auge y contractiva en los períodos de recesión. Esto significa que en los momentos en que la situación del comercio internacional es (cíclicamente) más difícil para los países de menor desarrollo relativo, el financiamiento externo disponible para ellos es más bajo (desde una perspectiva de mediano o largo plazo). De esta manera, una parte excesiva del problema externo se carga sobre el ajuste de la cuenta comercial del balance de pagos, en ausencia de financiamiento compensatorio.

El carácter procíclico del financiamiento bancario deriva de dos hechos (Massad, 1985). Por una parte, tanto las rentabilidades esperada y efectiva de los proyectos como el valor real de los activos recibidos en garantía por los bancos fluctúan directamente con el ciclo; por otra, la disposición a prestar a un país depende de su situación de liquidez en divisas y de la percepción que se tenga de su "voluntad" de pagar. Ambas variables están correlacionadas inversamente con los ciclos de la economía internacional. En efecto, debido a vinculaciones tanto "de precios" como "de cantidades" entre los países industriales y los de menor desarrollo relativo, la cuenta corriente del balance de pagos de estos últimos tiene un comportamiento procíclico. A igualdad de otras condiciones, esto hace perder reservas, debilitando los indicadores de liquidez internacional de los países deudores; asimismo, en la medida en que conduce a ajustarse reduciendo el gasto interno, se producen pérdidas de bienestar que

<sup>18</sup>Como es obvio que debe ocurrir si el déficit comercial neto de los países industriales se mantiene constante.

<sup>19</sup>Klaus Schmidt-Hebbel y Felipe Montt (1987) presentan información sobre este problema en el caso de dos bienes primarios: café y cobre.

<sup>20</sup>Joaquín Vial (1987) estudia este problema en el caso de las economías latinoamericanas durante la presente crisis económica internacional.

imponen costos sociales a la voluntad de pagar. Por lo tanto, dicha voluntad puede hacerse muy difícil de mantener.

En suma, la disponibilidad de financiamiento externo privado no parece estar vinculada a la capacidad de pago de largo plazo de las economías de menor desarrollo relativo. Más que la solvencia externa, los bancos privados tienden a considerar los indicadores de liquidez internacional de los países a los cuales conceden préstamos. En momentos de recesión económica en los países industriales, los indicadores de liquidez tienden a deprimirse más que los de solvencia, vinculados estos últimos a un desempeño más normal de la economía mundial. El financiamiento disponible, en consecuencia, tenderá a ser menor que el recomendado por consideraciones de mediano o largo plazo, agudizando la necesidad de ajuste y exacerbando el ciclo.

Así, el ajuste se efectúa sin que los países industriales desarrollen políticas económicas tendientes a crear un déficit comercial neto coherente con el superávit que necesitan los países deudores para poder servir su deuda. Tampoco se dispone de financiamiento privado que permita lograr un equilibrio global sobre la base de un superávit menor de los países latinoamericanos. Enfrentados a estas tremendas restricciones, estos países intentan administrar la crisis haciendo uso de políticas económicas que generen un mayor superávit de bienes transables. Para ello comprimen sus importaciones, con el consiguiente costo en producción y empleo, y promueven sus exportaciones. El éxito de estas políticas es escaso, toda vez que la estrechez del mercado externo deteriora los precios de exportación, con lo que las economías latinoamericanas truecan cantidad por precio.<sup>21</sup>

El costo de esta estrategia generadora de divisas no sólo alcanza a las pérdidas presentes en materia de empleo y relación de precios del intercambio. El dilema de generar divisas, siendo estrechos los mercados de exportación, hace retroceder a América Latina hacia formas anteriores de inserción internacional. Cada vez se exportan más productos que hacen uso intensivo de recursos naturales y tienen menos valor agregado, con lo cual se especializa la producción interna en bienes con escasa proyección futura.

<sup>21</sup>José Alberro y Jorge Gambiaso (1987) examinan la ocurrencia de estos problemas en el caso del ajuste de la economía mexicana.

Por último, es necesario hacer una evaluación crítica del papel desempeñado por los organismos multilaterales, muchos de ellos creados precisamente para aliviar las tensiones causadas por desequilibrios en los balances de pagos a nivel internacional. Una posible solución al *impasse* creado por la contradicción entre el déficit neto de los países industriales y el superávit que deben generar los países latinoamericanos deudores, hubiera sido la provisión de recursos financieros por parte de los organismos multilaterales, para permitir un equilibrio global exigiendo menos generación de superávit en la región. Esto no ha ocurrido; por el contrario, las transferencias netas de recursos de organismos multilaterales hacia América Latina han sido cada vez menores.<sup>22</sup>

La actual institucionalidad financiera mundial basada en el FMI tiene capacidad de influir sobre las políticas de los países a los que provee de ayuda financiera frente a dificultades de pago, pero carece de influencia ante los países superavitarios. Los que se ajustan son los deficitarios, sin que haya modificaciones complementarias en las políticas y realidades económicas de los países excedentarios.<sup>23</sup>

Esta marcada asimetría ha quedado particularmente de manifiesto con el problema de la deuda externa latinoamericana. A pesar de que el valor de mercado de los bonos de la deuda externa debería ser significativamente menor que su valor nominal, la actual institucionalidad financiera mundial no ha podido estructurar un mercado para esa deuda. Por lo tanto, en consecuencia, no se ha reducido el valor de mercado de ella, y los países deudores han debido asumir todos los costos del sobreendeudamiento.

En resumen, cuando la crisis es global, resulta totalmente inadecuado el modelo de ajuste concebido para el caso de un país pequeño que se ajusta individualmente en el marco de una situación económica internacional normal. Lo que se necesita son enfoques más globales que tengan en cuenta el carácter general de la crisis y las interdependencias recíprocas que se generan en este contexto. Junto con

<sup>22</sup>A modo de ejemplo, los recursos netos transferidos por el Banco Mundial a América Latina cayeron de alrededor de 1 200 millones de dólares en 1985 a aproximadamente 200 millones en 1986.

<sup>23</sup>Con la importante excepción de Estados Unidos, país que a pesar de ser deudor o deficitario, no es "condicionado" por los organismos multilaterales por ser su moneda, el dólar, medio de pago internacional.

tales enfoques se precisa una institucionalidad financiera internacional que permita la coordinación global de las políticas económicas de los países y, por

lo tanto, la aplicación de esquemas de ajuste más simétricos y equilibrados entre las partes involucradas.

### Apéndice

Utilizando los subíndices N y T para denotar bienes y servicios no transables y transables, respectivamente, tenemos:

$$1) P = P_N/P_T$$

$$2) Y = Y_T + PY_N$$

en que Y es el producto en unidades del bien transable;

$$3) G = G_T + PG_N$$

en que G es el gasto en unidades del bien transable; de (2) y (3) tenemos:

$$4) G - Y = G_T - Y_T + P(G_N - Y_N)$$

Sabemos que  $P_T(G_T - Y_T)$  es el saldo (negativo) de la cuenta comercial del balance de pagos. Podemos notar entonces que el déficit en la cuenta comercial equivale a un exceso de gasto sobre el producto, sólo si el mercado de bienes no transables está en equilibrio.

Se define el balance financiero (BF) como la diferencia entre el ingreso de capital extranjero (dD) y el pago de intereses sobre el acervo de capital ingresado (rD). Así, por ejemplo, una disminución de las existencias de reservas internacionales se contabilizará como un egreso de capital extranjero. En símbolos,

$$5) BF = dD - rD \text{ medido en unidades del bien transable.}$$

Los eventuales desequilibrios entre el gasto y la producción de bienes transables deben ser financiados. La contrapartida de dichos desequilibrios es justamente el saldo del balance financiero. Así,

$$6) BF = G_T - Y_T$$

de (4) y (6) tenemos:

$$7) G - Y - P(Y_N - G_N) = BF$$

La economía estará en equilibrio interno cuando  $Y_N = G_N$ , o bien cuando  $G - Y = BF$ .

Postulemos las siguientes funciones implícitas de comportamiento:

$$8) G = G(P), \text{ es decir un cambio en los precios relativos tendrá un impacto en el gasto. El signo de la correlación no puede ser especificado a priori; este problema se trata, en otra partición de bienes, a través de lo que se conoce como las condiciones de Marshall-Lerner.}$$

$$9) G_T = G_T(P, G), G_{T1} > 0, G_{T2} > 0$$

$$10) G_N = G_N(P, G), G_{N1} < 0, G_{N2} > 0$$

La correlación positiva del gasto en ambos tipos de bienes con el gasto global señala que asumimos normalidad para dichos bienes.

Las elasticidades de los gastos sectoriales están sujetas a restricciones que vienen dadas por la ecuación (3).

Diferenciando (3) para P constante tenemos:

$$dG = \frac{\partial G_T}{\partial G} dG + P \frac{\partial G_N}{\partial G} dG$$

Reordenando dicha expresión escribimos:

$$11) E_{G_T, G} \frac{G_T}{G} + E_{G_N, G} \frac{PG_N}{G} = 1 \text{ donde } E_{x,y} = \text{elasticidad de } x \text{ respecto de } y.$$

Ahora, diferenciando totalmente (3) tenemos:

$$\frac{\partial G}{\partial P} dP = \frac{\partial G_T}{\partial P} dP + \frac{\partial G_T}{\partial G} \frac{\partial G}{\partial P} dP + G_N dP + P \frac{\partial G_N}{\partial P} dP + P \frac{\partial G_N}{\partial G} \frac{\partial G}{\partial P} dP$$

Reordenando, escribimos:

$$12) E_{G_N, P} \frac{G_T}{G} + (E_{G_N, P} + 1) \frac{PG_N}{G} = 0$$

Finalmente postulamos que la oferta de bienes comercializables y no comercializables es función de los precios relativos de dichos bienes. Así,

$$13) Y_N = Y_N(P) \quad Y_{N1} > 0$$

$$14) Y_T = Y_T(P) \quad Y_{T1} < 0$$

Nos abocamos ahora a investigar el proceso de ajuste de la economía ante una perturbación inducida por una reducción en BF.

Supongamos inicialmente que P se mantiene fijo. Tal sería el caso en que el precio de los bienes no comercializables es inflexible a la baja y en que la autoridad económica no reacciona devaluando la moneda.

Usando (7) tenemos:

$$15) dBF = dG - dY + P dY_N - P dG_N$$

dado que Y,  $Y_N$  son sólo funciones de P, y  $dP = 0$ , tenemos que (inicialmente)  $dY_N = dY = 0$ .

luego:

$$dBF = dG - P dG_N = dG \left( 1 - E_{G_N, G} \frac{PG_N}{G} \right) = dG E_{G_T, G} \frac{G_T}{G}$$

de donde:

$$16) dG = \frac{dBF}{E_{G_T, G} (G_T/G)}$$

para valores plausibles de la elasticidad-gasto de los bienes comercializables,  $dG > dBF$ .

La ecuación (16) representa la reducción necesaria en el gasto global ante el cambio en BF (o, en otros términos, el nivel de gasto en bienes transables compatible con la producción interna de ellos y la disponibilidad neta de financiamiento externo).

Sin embargo la reducción de gasto implícita en (16) perturba el equilibrio interno; en efecto:

$$17) dG_N = \frac{\partial G_N}{\partial G} dG = \frac{E_{G_N, G}}{E_{G_T, G}} \frac{G_N}{G_T} dBF$$

Una reducción del financiamiento externo  $dBF < 0$ , implicará entonces, si  $dP = 0$ , una reducción en el gasto en bienes no transables. Dado que  $dY_N = 0$ , el ajuste se traduce en un exceso de oferta de estos bienes; como es lógico las empresas que producen estos bienes no acumulan inventarios indefinidamente sino que reducen la producción y el empleo. Caemos así en la siguiente paradoja: la economía se ajusta a un exceso de gasto sobre la producción, precisamente reduciendo la producción.

Dado que la pérdida de producto se activa por el exceso de oferta de bienes no transables inducido por la reducción del gasto, una adecuada política de ajuste debe procurar absorber la disminución del financiamiento externo sin alterar el equilibrio en el mercado de los bienes no transables. Para ello la autoridad económica puede recurrir a movimientos de los precios relativos: calculemos así el cambio necesario en P para absorber esa disminución de financiamiento y preservar el equilibrio interno.

Definimos el equilibrio interno por  $P(Y_N - G_N) = 0$ ; dado que  $P \neq 0$ , podemos también expresar dicho equilibrio simplemente a través de la condición  $Y_N = G_N$ .

De la identidad contable (7) surge directamente la siguiente expresión:

$$18) BF = G - Y_T - PG_N$$

$$\text{luego } dBF = dG - dY_T - d(PG_N)$$

Introduciendo la condición  $Y_N = G_N$ , tenemos que  $dBF$  no alterará el equilibrio interno si:

$$19) dBF = dG - dY_T - d(PY_N)$$

Diferenciando totalmente (19) respecto de P tenemos:

$$20) \text{dBF} = \frac{\partial G}{\partial P} \text{dP} - \frac{\partial Y_T}{\partial P} \text{dP} - P \frac{\partial Y_N}{\partial P} \text{dP} - Y_N \text{dP}$$

Reordenando términos, escribimos:

$$\text{dBF} = E_{G,P} G \hat{P} - E_{Y_T,P} Y_T \hat{P} - (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N \hat{P}$$

en que:

$$21) \hat{P} = \frac{\text{dBF}}{E_{G,P} G - (E_{Y_T,P} Y_T + (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N)}$$

La expresión (21) requiere un análisis aclaratorio. Si la economía se encuentra en pleno empleo de recursos con anterioridad a la alteración financiera, el término entre paréntesis en el denominador de la expresión (21) se anula. Esto porque la suma ponderada de las elasticidades precio de la oferta, contenida en el paréntesis aludido, se anula sobre la así llamada "frontera de producción" o "curva de transformación". (La demostración matemática de dicha proposición es una aplicación directa del teorema de la envolvente.) Así, con pleno empleo inicial, la magnitud del cambio requerido en los precios relativos para preservar el equilibrio en el mercado de bienes no transables será inversamente proporcional al efecto de dicho cambio sobre el gasto global. Señalamos con anterioridad que el efecto de los precios relativos sobre el gasto es de signo ambiguo; es más, intuimos que su magnitud es pequeña. Esto significa que la absorción de disminuciones del financiamiento externo en condiciones de pleno empleo, no puede efectuarse únicamente con políticas de precios relativos. La expresión (21) recomendaría devaluaciones o revaluaciones de P de enormes magnitudes. En el extremo, si  $E_{G,P} = 0$ , no existe solución.

La intuición económica es la siguiente. Si la economía se encuentra en pleno empleo el mercado de bienes no transables necesariamente se desequilibrará con un cambio en los precios relativos, a igualdad de otras condiciones. Ello porque la baja en P, necesaria para ajustar el déficit del sector transable a la menor disponibilidad financiera externa, aumentará la demanda de bienes no transables. La demanda adicional no puede ser satisfecha en el contexto de una economía con empleo pleno que, adicionalmente, requiere movilizar recursos hacia el sector de bienes transables.

La conclusión entonces, es que para absorber un cambio financiero adverso, es preciso alterar los precios relativos, política que debe ser complementada con una reducción del nivel del gasto interno si la economía se encuentra inicialmente en situación de empleo pleno.

Formalmente, para precisar la combinación de políticas que permite absorber la disminución de financiamiento externo sin pérdida de empleo, debemos alterar ligeramente la ecuación del gasto agregado, de modo de captar el impacto directo de políticas que afectan al nivel del gasto, que son típicamente las políticas monetaria y fiscal.

22)  $G = G(X, P)$  en que X representa la intensidad monetario-fiscal.

Así, la ecuación (20) se ve ahora sustituida por:

$$22) \text{dBF} = E_{G,P} G \hat{P} + E_{G,X} G \hat{X} - E_{Y_T,P} Y_T \hat{P} - (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N \hat{P}$$

en que  $E_{G,X}$  representa el efecto multiplicador, mientras que  $\hat{X}$  es la tasa de cambio en la intensidad monetario-fiscal.

Así,

$$23) \hat{P} = \frac{\text{dBF} - E_{G,X} G \hat{X}}{E_{G,P} G - [E_{Y_T,P} Y_T + (1 + E_{Y_N,P}) P Y_N]}$$

o simplemente

$$\hat{p} = \frac{dBF - E_G \cdot X \cdot G \hat{X}}{E_G \cdot p \cdot G}$$

si la economía se encuentra inicialmente en situación de pleno empleo.

En suma, el análisis precedente permite concluir que para absorber con eficiencia alteraciones financieras adversas es preciso aplicar conjuntamente políticas destinadas a modificar tanto el nivel del gasto, como su composición entre bienes transables y no transables. Las políticas que sólo buscan disminuir la absorción producen pérdidas innecesarias de empleo; aquellas centradas sólo en los precios relativos producen el problema contrario, a saber, exceso de demanda en el sector que produce bienes no transables.

Cabe destacar que lo anterior sucede sólo si la economía que se ajusta es pequeña y no existen efectos de interdependencia. De lo contrario, es preciso introducir un esquema de equilibrio general del cual pueden derivar restricciones a las elasticidades descritas más arriba, en función del comportamiento de los países deficitarios que deben absorber el superávit comercial.

#### Referencias bibliográficas

- Abramovic, D. (1985): Las deudas a principios de 1985: un punto muerto institucional. *Revista de la Planificación del Desarrollo*, N° 16. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.
- Alberro, J.L. y J.E. Cambiaso (1987): Características del ajuste de la economía mexicana. *América Latina en los años ochenta: desequilibrio externo y políticas macroeconómicas* (en proceso de publicación).
- Alber, R. (1973): The interest rate parity theorem: a reinterpretation. *Journal of Political Economy*, vol. 81, N° 6, noviembre/diciembre, pp. 1451 a 1459.
- CEPAL (1986): *América Latina y el Caribe: balance de pagos 1950-1984* (LC/G.1418). Serie Cuadernos Estadísticos de la CEPAL, N° 10. Santiago de Chile: Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.86.II.G.9.
- Dias Carneiro, D., y M. de Paiva Abreu (1987): La posición externa de Brasil y las políticas de estabilización en la década de 1980. *América Latina en los años ochenta: ...*, op.cit.
- Dornbusch, R. (1980): *Open economy macroeconomics*. Nueva York: Basic Books, cap. 6.
- \_\_\_\_\_ (1981): Exchange rate rules and macroeconomic stability. J. Williamson. *Exchange rate rules. Theory, performance and prospects of the crawling peg*. Londres: The Macmillan Press.
- Dufey G. e I. Giddy (1978): The linkages that tie together international interest rates. *Euromoney*, noviembre.
- Eyzaguirre, N. (1987a): El impacto de shocks macroeconómicos sobre la situación financiera de las empresas. *Deuda interna y estabilidad financiera*. Volumen I: *Aspectos analíticos*. C. Massad y R. Zahler, eds. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.
- \_\_\_\_\_ (1987b): La deuda interna chilena 1975-1985. *Deuda interna y estabilidad financiera*. Volumen II: *Estudio de casos*. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano (en prensa).
- Fernández, R. (1983): La crisis financiera argentina 1980-1982. *Desarrollo económico*, vol. 23, N° 89, abril-junio, pp. 79 a 97.
- Ffrench-Davis, R. (1978): Alternativas de política cambiaria. *Estudios CIEPLAN*, N° 21, febrero.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1986): *World economic outlook*, septiembre.
- Massad, C. (1984): *Ajuste recesivo, ajuste expansivo y condicionalidad*. Preparado con ocasión del quincuagésimo aniversario del Banco Central de Reserva de El Salvador, San Salvador, 19 de junio.
- \_\_\_\_\_ (1985): La deuda: un panorama general. *Revista de la Planificación del Desarrollo*, N° 16. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.
- \_\_\_\_\_ (1986): *Debt and debt crisis in Latin America*. Documento preparado para el Economic Development Institute del Banco Mundial, junio, mimeo.
- Meller, P. (1978): Enfoques sobre demanda de trabajo: relevancia para América Latina. *Estudios CIEPLAN*, N° 24, junio.
- \_\_\_\_\_ (1987): Revisión de enfoques teóricos sobre ajuste externo y relevancia para América Latina. *América Latina en los años ochenta: ...*, op.cit.
- Ramos, J. (1986): Políticas de estabilización. *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*. René Cortázar, ed. Santiago de Chile: CIEPLAN.
- Sachs, J. (1981): The current account and macroeconomic adjustment in the 1970s. *Brookings Papers on Economic Activity*, N 1. Washington, D.C.: Brookings Institution.

- Sarmiento, E. (1985): *The failures of the capital market: a Latin American view*. Documento presentado al workshop on "Financial Liberalization and the Internal Structure of Capital Markets: Objectives, Results and Alternatives", Universidad de las Naciones Unidas y CEPAL, Tokio, 22 al 24 de abril. [Este artículo apareció en la *Revista de la CEPAL*, N° 27 (LC/G.1368), Santiago de Chile, diciembre de 1985.]
- Schmidt-Hebbel, K. y F. Montt (1987): Shocks externos agregados, devaluaciones y precios de materias primas. *América Latina en los años ochenta: ...*, *op.cit.*
- Solimano, A. (1984): *Devaluation, unemployment and inflation: essays on macroeconomic adjustment*, Massachusetts Institute of Technology, tesis doctoral.
- Stiglitz, J. E. y A. Weiss (1981): Credit rationing in markets with incomplete information. *American Economic Review*, vol. 71, N° 3, junio.
- Vial, J. (1987): Ajuste e interdependencia en América Latina. Un ejercicio de simulación. *América Latina en los años ochenta: ...*, *op.cit.*
- Zahler, R. (1985): Las tasas de interés en Chile: 1975-1982. *El desarrollo financiero de América Latina y el Caribe, 1985*. Caracas: Instituto Interamericano de Mercados de Capital.
- \_\_\_\_\_ (1986): Política monetaria y financiera. *Políticas macroeconómicas: una ...*. René Cortázar, ed., *op.cit.*
- Zahler, R. y M. Valdivia (1987): Asimetrías de la liberalización financiera y el problema de las deudas interna y externa. *Deuda interna y estabilidad financiera. Volumen I: aspectos analíticos*. Buenos Aires: Grupo Editor Latinoamericano.