

# Revista de la CEPAL

*Secretario Ejecutivo*

Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Desarrollo Económico y Social*

Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Cooperación y Servicios de Apoyo*

Robert T. Brown

*Director de la Revista*

Raúl Prebisch

*Secretario Técnico*

Adolfo Gurrieri

*Secretaria Adjunta*

Rosa Nielsen



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, ABRIL DE 1985

**SUMARIO**

La economía latinoamericana durante 1984: un balance preliminar. <i>Enrique V. Iglesias</i>	7
Las empresas transnacionales y el comercio internacional de América Latina. <i>Eugenio Lahera</i>	45
El papel subsidiario de la inversión externa directa en la industrialización: el sector manufacturero colombiano. <i>Michael Mortimore</i>	67
Políticas de estabilización y ajuste en el Cono Sur, 1974-1983. <i>Joseph Ramos</i>	85
Desarrollo rural y programación urbana de alimentos. <i>Manuel Figueroa L.</i>	109
Sociedades dependientes y crisis en América Latina: los desafíos de la transformación político-social. <i>Germán W. Rama y Enzo Faletto</i>	127
Cultura, discurso (autoexpresión) y desarrollo social en el Caribe. <i>Jean Casimir</i>	147
Aspectos legales de la deuda pública latinoamericana: la relación con los bancos comerciales. <i>Gonzalo Biggs</i>	161
Publicaciones recientes de la CEPAL	191

## Políticas de estabilización y ajuste en el Cono Sur, 1974-1983

*Joseph Ramos\**

Durante muchos decenios Argentina, Chile y Uruguay habían aprendido de alguna manera a convivir con la inflación. La indización y el reajuste eran de uso generalizado y la mayoría de los agentes económicos hacía tiempo que pensaba en términos reales y no nominales. Sin embargo, esos instrumentos perdieron gran parte de su eficacia cuando la tasa anual de alza de los precios llegó a los tres dígitos: 600% en Chile (1973), 300% en Argentina (1975) y casi 100% en Uruguay (1973). Los costos de esta situación y el miedo a que se desatara una hiperinflación obligaron, sobre todo en los primeros dos países, a dar máxima prioridad desde un comienzo a las políticas de estabilización.

No sólo sufrían una inflación sin precedentes, sino también graves desequilibrios externos: el déficit en cuenta corriente, al iniciarse estas experiencias, variaba del equivalente a 20% del valor de las exportaciones de bienes y servicios (Chile) a 27% (Uruguay) y 37% (Argentina); y su relación de deuda externa a exportaciones estaba ya entre las más altas de América Latina: 1.7% (Uruguay), 1.9% (Argentina) y 2.5% (Chile).

El objeto de este trabajo es analizar las políticas de estabilización y ajuste seguidas por cada país; establecer con qué costo productivo y distributivo se corrigieron esos desequilibrios; y determinar en qué medida éstos eran o no inevitables, y en caso de no serlo, a qué políticas específicas podría atribuirse su fracaso.

Por cierto que una política económica no es jamás puramente de estabilización o de ajuste. A menudo deben enfrentarse a la vez desequilibrios internos y externos, como fue el caso en esas experiencias neoliberales. No obstante, no es una simplificación exagerada decir que en los primeros años, y sobre todo en Argentina y Chile, el objetivo central era la estabilización sujeta a la restricción externa; mientras que en los últimos (de 1980-1981 en adelante) era el ajuste a un desequilibrio externo, sujeto a una restricción inflacionaria. Este análisis recalcará así los aspectos de estabilización de los primeros años y el proceso de ajuste de los años recientes.

\*Funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

## I

### El enfoque neoliberal: la inflación como fenómeno monetario

Tradicionalmente en el debate sobre las causas de la inflación en estos países se enfrentaban dos escuelas: la monetaria y la estructuralista.<sup>1</sup> Los partidarios de la primera atribuían el fenómeno a una expansión desmedida de la oferta monetaria, normalmente a raíz de déficit fiscales. El remedio consistía, evidentemente, en corregir esos desajustes y moderar la expansión crediticia. Los estructuralistas, por su parte, no cuestionaban la relación general entre déficit fiscal, expansión monetaria y precios, sino que afirmaban que tal expansión era endógena. Es decir, la autoridad monetaria se veía obligada a incrementar la cantidad de dinero para evitar caídas en el producto, originadas en cuellos de botella más profundos (estructurales): por ejemplo, la baja elasticidad-precio de las exportaciones y de la producción agrícola hacía que esas economías fueran muy sensibles a los desequilibrios en estos mercados. De ahí que el intento por superar los efectos de estos estrangulamientos en el resto de la economía generase presiones para expandir el crédito. Por lo tanto, todo intento de eliminar la inflación sin resolver los estrangulamientos estructurales habría de tener resultados efímeros o desembocaría en una recesión.

Aunque, como arguyen los monetaristas en el Cono Sur, ha habido a largo plazo una estrecha relación entre ritmo inflacionario y crecimiento del dinero, a corto plazo no siempre ha sido así (cuadro 1).

En ello se basan los estructuralistas para argumentar que no basta reducir el déficit fiscal y desacelerar la expansión monetaria para frenar la inflación, pues la velocidad del dinero podría fluctuar en forma compensatoria y, de existir rigideces y estrangulamientos, la desaceleración en el incremento de la demanda global ( $Mv$ ) podría reducir tanto la inflación ( $P$ ) (que es lo que se

<sup>1</sup>Buena parte del debate económico se concentró en torno a la inflación hasta fines del decenio de 1960. La literatura es vasta. Véanse por ejemplo, Oliveira Campos (1961), Félix (1961), Grunwald (1961), Baer y Kertenetzky (comp.) (1964) y CEPAL (1962).

Cuadro I  
PAISES DEL CONO SUR: EVOLUCION DEL DINERO, LOS PRECIOS Y EL  
PRODUCTO INTERNO BRUTO, 1950-1970  
(Tasas de crecimiento)

	Argentina			Chile			Uruguay		
	Dinero	Precios al consumidor	PIB	Dinero	Precios al consumidor	PIB	Dinero	Precios al consumidor	PIB
1950	23.2	26.0	1.6	16.4	15.1	4.8	22.0	-7.1	3.1
1951	22.7	30.8	3.9	32.1	22.6	5.3	-1.3	15.4	8.2
1952	13.2	41.2	-5.1	37.0	23.1	3.4	9.0	15.6	-0.4
1953	25.7	5.0	5.4	53.0	25.0	7.1	12.9	5.8	6.5
1954	19.7	16.0	4.1	47.0	71.0	0.7	7.3	14.5	5.7
1955	18.0	14.3	7.1	63.0	84.2	2.7	5.8	7.9	1.6
1956	16.6	12.5	2.8	38.0	37.5	0.7	11.9	7.4	1.7
1957	13.0	25.9	5.1	25.0	25.0	2.6	8.4	13.7	1.0
1958	22.8	32.4	6.1	33.3	30.8	4.8	20.4	18.1	-3.6
1959	50.7	100.0	-6.4	37.5	37.4	6.9	35.0	39.8	-2.8
1960	34.9	20.0	7.8	18.1	13.6	5.1	40.8	37.2	3.5
1961	17.9	16.7	7.1	27.8	9.0	6.1	25.3	23.4	2.9
1962	7.1	28.6	-1.6	25.0	12.9	4.6	7.2	10.8	-2.2
1963	20.0	22.2	-2.4	33.9	44.6	5.1	16.0	21.0	0.5
1964	38.9	22.7	10.3	41.1	50.0	4.2	70.7	42.4	2.0
1965	32.0	25.9	9.1	55.2	22.2	5.0	56.0	56.7	1.1
1966	30.3	35.3	0.6	51.4	27.3	7.0	70.1	73.3	3.4
1967	34.9	28.3	2.7	28.4	21.4	2.4	51.1	89.3	-4.1
1968	32.8	15.3	4.3	30.1	23.5	3.0	86.5	125.4	1.6
1969	16.9	8.8	8.6	24.0	28.6	3.5	69.2	21.0	6.1
1970	12.2	12.2	5.4	58.1	33.3	3.6	31.3	16.3	4.7
1950-1970	24.3	23.8	3.7	37.7	30.3	4.2	29.5	29.4	1.8

Fuente: FMI (1976 y 1980); CEPAL (1983).

busca) como la producción (Q) (lo que no se desea).<sup>2</sup>

Tal vez por la mayor simplicidad del modelo monetarista o acaso por ser el enfoque estructuralista poco operacional, el hecho es que las políticas de estabilización seguidas en los decenios de

1950 y 1960 en estos países se ciñeron a la primera orientación. Por tener resultados casi invariablemente recesivos, estas políticas cayeron en desgracia.

El planteamiento monetarista resurgió en el decenio de 1970. Primero se enriqueció teóricamente. Admitía ahora que la velocidad (el recíproco de la demanda de dinero) variaba, postulándose, eso sí, que lo hacía en forma estable o predecible, y no en forma automáticamente compensatoria de la expansión monetaria. Por otra parte, reconociendo no distinguir claramente cómo una desaceleración en la demanda global nominal se dividiría a corto plazo entre un descenso de la inflación y una recesión,<sup>3</sup> se argüía que esta última podría evitarse en la medida en que se

<sup>2</sup>La identidad cuantitativa equivale a que dinero (M) multiplicado por velocidad (v) es igual al nivel de precios (P) multiplicado por el volumen de producto (Q). En consecuencia, es cierto, por definición y diferenciación que  $M/M + v/v = P/P + Q/Q$ . La teoría cuantitativa simple afirma que v es relativamente constante. Por lo tanto,  $M/M = P/P + Q/Q$ . Si suponemos que el producto permanece constante,  $M/M = P/P$  (la fórmula más conocida de la teoría cuantitativa). Como muestra el cuadro I, la teoría cuantitativa mostró excelente poder explicativo para los tres países en el período 1950-1970. Conociéndose el incremento en el dinero y el producto, habría predicho una inflación media en Argentina de 20% (frente al 24% registrado); en Chile de 33% (frente a 30%); y en Uruguay de 20% en comparación con 29%.

<sup>3</sup>El propio Friedman (1970) reconoció que éste es el principal problema por resolver en la macroeconomía actual.

previera correctamente la variación del nivel de precios futuros. En segundo lugar, y más decisivo en la práctica, frente a la urgencia de combatir una inflación de tres dígitos, parecía ocioso atribuir causalidad significativa a factores estructurales e insistir en su remoción como condición imprescindible para evitar la hiperinflación.

Dada la preferencia del neoliberalismo por el mercado y su aversión a los controles administra-

tivos, no es de extrañar que se haya adoptado inicialmente en estos países el enfoque monetarista (para una economía cerrada). Con el tiempo, y al abrirse crecientemente la economía, el concepto fue objeto de modificaciones y el instrumento clave llegó a ser la política cambiaria. Sin embargo, a lo largo de toda la experiencia se mantuvo la tónica de minimizar la intervención administrativa.

## II

### Primera fase: el monetarismo de economía cerrada

#### 1. *La lógica del enfoque*

En su formulación dinámica, la identidad cuantitativa ofrece una buena base de sustentación para explicar la orientación inicial que tuvo la primera fase de estabilización de las tres experiencias neoliberales del Cono Sur:  $\dot{M}/M + \dot{v}/v = \dot{P}/P + \dot{Q}/Q$ . Si se desea desacelerar la inflación, debe desacelerarse el crecimiento de la demanda nominal ( $Mv$ ). Sin embargo, el impacto relativo que ha de tener esa desaceleración en la demanda nominal, ya sea sobre los precios o sobre la producción, dependerá en alto grado de las expectativas inflacionarias.<sup>4</sup> Si éstas son bastante uniformes entre los distintos agentes económicos y coinciden con la meta inflacionaria implícita en la política monetaria, la desaceleración de la demanda nominal global recaerá exclusivamente sobre los precios (que es lo que se desea). En cambio, en la medida en que haya una diferencia considerable entre las expectativas inflacionarias del público y la meta inflacionaria implícita en la política monetaria y fiscal, la desaceleración de la demanda nominal global recaerá también sobre la producción (lo que no se desea). En teoría, pues, para detener una inflación —por alta que

sea— no debe necesariamente deprimirse la producción.<sup>5</sup> Los problemas surgen cuando hay rigideces, sobre todo en materia de expectativas, que entran el ajuste oportuno a las nuevas condiciones que la política económica pretende establecer.

Dicho de otra manera, si la inflación no es sino “un exceso de dinero en procura de bienes demasiado escasos”, no es claro por qué para reducirla sea necesario producir aún menos bienes. A menudo, sin duda, las estrategias de estabilización terminan en recesión, pero ello no es inevitable, sino tan sólo resultado de un intento frustrado por armonizar las expectativas del público con la meta inflacionaria implícita en las políticas monetarias y fiscales.

Las tres experiencias procuraron evitar la formación de expectativas ‘erróneas’. Durante la primera fase, los esfuerzos se centraron en el mercado laboral, pues se temía que éste se volviera rígido si en los contratos laborales se incorporaban expectativas ‘erróneas’, basadas en la infla-

<sup>4</sup>La demanda de dinero no depende exclusivamente de las expectativas inflacionarias, sino también, entre otras cosas, de sus usos alternativos. En concreto, la apertura del mercado interno de capitales crearía instrumentos financieros de alta liquidez a buen interés, lo que afectaría la demanda de dinero. Por otra parte, la oferta de dinero tampoco es muy fácil de controlar.

<sup>5</sup>Thomas Sargent (1981) hace explícito este aspecto al argüir que los costos de detener la inflación son proporcionales, no a la tasa de inflación pasada (la teoría del momento inflacionario), sino a la esperada (expectativas racionales). De ahí que cuando el público cree que se ha producido un cambio de régimen (permanente) en cuanto a déficit fiscal y política monetaria, y no sólo un cambio transitorio, los costos pueden ser escasos. Como ejemplos cita el caso de la detención abrupta de cuatro hiperinflaciones después de la primera guerra mundial (Alemania, Austria, Hungría y Polonia), casos en que el costo recesivo fue escaso o nulo.

ción pasada. Así, por ejemplo, si tanto los empresarios como los trabajadores esperan una inflación superior a la postulada por el gobierno, los costos laborales se reajustarán en función de esas expectativas. Si el gobierno persiste en su meta inflacionaria y sigue una política monetaria y fiscal consecuente, los salarios reales se elevarán por encima de lo esperado, deteriorándose así el empleo y la producción. Al no actuar sobre las expectativas inflacionarias implícitas en los reajustes salariales, la política económica tendrá inevitablemente que enfrentarse a la disyuntiva de o validar estas expectativas erradas (abandonando el intento de estabilización y aflojando su política monetaria y fiscal), o mantener sus metas y política económica restrictiva, pero a costa de una recesión.

Podría denominarse la variante neoclásica (a diferencia de la neokeynesiana) de la recesión, pues el desempleo y la caída del producto se atribuirían en este caso a un alza real en el costo de la mano de obra; o sea, serían reflejo de un desequilibrio en el mercado de trabajo y no, como en la variante neokeynesiana, en el de bienes. Por lo tanto, para los neoliberales todo programa de estabilización que pretenda evitar la recesión y el desempleo forzosamente habrá de incluir controles salariales para armonizar los reajustes con la inflación deseada. Por sí solo, el mercado no ajustará los salarios a la inflación futura, pues no puede saber con qué seriedad el gobierno se propone aplicar su política de estabilización. Las dudas al respecto se traducen inevitablemente en rigideces de expectativas, lo que conduce a la recesión.

Por consideraciones de esta naturaleza, el neoliberalismo justificó el uso de controles administrativos sobre los salarios para ajustar expectativas.<sup>6</sup> En cambio, las dudas sobre la ca-

pacidad del mercado para ajustarse en forma expedita a situaciones de transición no llevaron a la adopción de medidas intervencionistas en otros mercados (como el de bienes o el financiero).<sup>7</sup> Se confiaba en que la competencia aseguraría ajustes rápidos y convergentes en los precios de los bienes y la tasa de interés, al creerse que los desequilibrios en estos mercados serían muy transitorios.

## 2. Las medidas

Al considerar que la inflación era fundamentalmente un fenómeno monetario, el instrumento predilecto para reducirla fue el control de la oferta monetaria. Para evitar (o minimizar) los costos recesivos, se adoptó al mismo tiempo una política de control salarial. Por último, era inevitable que la desaceleración en el incremento de las variables monetarias supusiera una reducción del déficit fiscal, dadas las magnitudes que éste registraba (entre 4% y 10% del PIB) al inicio de la experiencia neoliberal, lo que entrañó en los tres países la elevación de las tarifas públicas, el aumento de los impuestos y la reducción del gasto corriente (salarios) y en Chile, además, el descenso de la inversión pública.

Según el planteamiento monetarista estas medidas eran indispensables para reducir la inflación. Fueron acompañadas de otras dos de gran importancia para entender la evolución posterior de esas economías. Los tres países enfrentaban, al comienzo de esta experiencia, desequilibrios en sus cuentas externas que exigieron una devaluación real (Chile y Uruguay) o mantener un tipo de cambio alto recién reajustado (Ar-

to era algo más verosímil en Argentina, pues los salarios reales habían subido en 11% entre 1970 y 1975, y el producto per cápita sólo en 8%. Aunque fuera cierto, no obstante, por las pequeñas magnitudes envueltas, el ajuste necesario habría sido mínimo. Finalmente, no cabe duda de que se veía con malos ojos el poder sindical, por razones tanto políticas —había sido sostén importante del gobierno anterior en Argentina y Chile— como ideológicas, ya que los neoliberales consideraban al sindicato fundamentalmente como instrumento de control monopólico. Por ello tendían a creer que los salarios habían llegado a niveles artificialmente altos hacía mucho tiempo.

<sup>7</sup>El control cambiario se justificó por otras razones: la necesidad de contar con cierto precio de referencia básico en la economía, con respecto al cual todos los demás precios pudieran ajustarse libremente.

<sup>6</sup>Esto no implica que los controles salariales no hayan obedecido a otras intenciones. Por ejemplo, en Uruguay se sostuvo en forma explícita que los salarios deberían bajar a corto plazo para ampliar el margen de utilidad y así elevar los insuficientes niveles de ahorro e inversión. También es posible que se haya considerado que los salarios reales habían sobrepasado los niveles de equilibrio durante el período de Perón en Argentina y Allende en Chile (justo antes del advenimiento del neoliberalismo). No obstante, empíricamente no era ése el caso en Chile, ya que en el último año del gobierno de Allende los salarios reales habían ya descendido en más de 15% por debajo de su nivel de 1970. Este argumento

gentina). Nuevamente cabe señalar que, para generar un superávit en el balance comercial, no es necesario deprimir la producción interna para rebajar las importaciones. De lo que se trata, más bien, es de reducir el gasto interno y reasignar producción (por la vía de la devaluación y/o una política comercial adecuada) hacia los productos comerciables (sustituyendo importaciones y estimulando exportaciones).

En general y en la medida en que sea necesario comprimir el gasto interno (y el ingreso) cabe esperar una caída proporcional en el salario real. El deterioro de su relación de precios del intercambio que sufrieron en un principio Argentina y Uruguay, y Chile desde fines de 1974, debía pues traducirse en cierta caída, aunque fuese relativamente pequeña, de los salarios reales.<sup>8</sup>

Por su parte, los tres países aplicaban un sistema general de control de precios, que había distorsionado los precios relativos (al deprimir los de los alimentos con respecto a los de los bienes industriales) y había reprimido la inflación.<sup>9</sup> De ahí que en los tres países se optó por liberar (o 'sincerar') los precios. Esta política fue abrupta en Chile, muy gradual en Uruguay, e irregular en Argentina.

La política seguida desde un comienzo en estos tres países no se limitó pues a luchar contra la inflación o a atender problemas de corto plazo. En distinto grado en cada país, se procuró restablecer también el equilibrio de las cuentas externas y normalizar el distorsionado sistema de precios relativos.

### 3. Los resultados

Durante la primera etapa se logró mejorar las

<sup>8</sup>En ninguno de los casos analizados el efecto de la baja de la relación de precios del intercambio llegó al 6% del PIB. Pudo haberse mantenido, pues, la neutralidad distributiva con un descenso similar en el salario real. Como el deterioro resultó ser muy superior, otros tienen que ser los factores —y no sólo el ajuste a la crisis externa— que explican, en su mayor proporción, la caída en los salarios.

<sup>9</sup>Sobre todo en Chile a fines de 1973: tan fuerte fue la represión inflacionaria, que se desencadenó un desabastecimiento generalizado de productos, no tanto porque hubiera menguado la producción, sino por haber exceso de dinero, capaz de comprar mucho más de lo que la economía estaba en condiciones de ofrecer al nivel de precios imperante (controlado).

cuentas externas y reducir la inflación, aunque con mayor lentitud que lo previsto y a costa de una caída estrepitosa en los salarios reales (del orden de 25% a 30% con respecto a sus niveles normales o históricos) y de una severa recesión (Chile) o estancamiento (Argentina). Sólo Uruguay evitó el deterioro de su nivel de actividad, gracias al fuerte incremento de la inversión pública y de las exportaciones, que compensaron holgadamente el menor consumo interno.

En cuanto a la inflación, las medidas adoptadas permitieron una reducción importante del déficit fiscal y la expansión monetaria (cuadro 2). Como porcentaje del PIB, el déficit fiscal descendió de 9% a 3% en Argentina (1975-1976 y 1978); de 25% a 2% en Chile (1973 y 1976), y de 4% a 1% en Uruguay (1973-1974 y 1978). A su vez, en los mismos períodos, el crecimiento del dinero ( $M_1$ ) se desaceleró en tasas anuales —de 250% a 140% en Argentina; 260% a 220% en Chile, y 70% a 55% en Uruguay. A consecuencia de las políticas monetaria, fiscal y salarial restrictivas, el ritmo anual de inflación se frenó: en Argentina, de niveles cercanos al 300% en el último año anterior a la política neoliberal, al 175% al finalizar la primera fase (1978); en Chile, de 440% a 230% (1973 y 1976); y en Uruguay, de cerca de 90% (1973-1974) a 45% (1978).

Como era de esperar, hubo una relación significativa entre el déficit fiscal, la expansión monetaria y la tasa de inflación (gráfico 1): a altas tasas de inflación correspondieron fuertes déficit fiscales y acelerada expansión monetaria; con las tasas bajas, en cambio, coincidieron déficit fiscales pequeños y una expansión monetaria moderada. No obstante, a corto plazo estas relaciones fueron bastante elásticas.

En períodos de aceleración inflacionaria, las expectativas que ésta suscita seguramente elevan la velocidad de circulación del dinero, de tal modo que la inflación supera el crecimiento de las variables monetarias. No obstante, en este período y sobre todo en Chile los precios parecen haber subido, no sólo por presión de la demanda (la menor preferencia de que goza el dinero se vuelca hacia el mercado de bienes), sino por decisiones que adoptaron los propios productores previendo una demanda de bienes que no se concretó. Así, el alza de los precios en el primer año de la experiencia neoliberal chilena (1974) excedió en casi 50% a la expansión monetaria.

Cuadro 2  
PAISES DEL CONO SUR: INDICADORES MONETARIOS Y MACROECONOMICOS, 1973 A 1983

	Argentina					Chile					Uruguay				
	Tasas de crecimiento					Tasas de crecimiento					Tasas de crecimiento				
	Devaluación nominal anual	Precio al consumidor	Dinero	PIB	Déficit público/ PIB	Devaluación nominal anual	Precio al consumidor	Dinero	PIB	Déficit público/ PIB	Devaluación nominal anual	Precio al consumidor	Dinero	PIB	Déficit público/ PIB
1973	14.6	61.2	86.3	3.6	4.4	455.0	441.0	259.1	-5.6	24.7	55.4	97.0	63.5	0.4	1.2
1974	-5.3	23.3	93.0	6.2	5.4	649.5	497.8	314.6	1.0	10.5	39.0	77.2	80.0	3.1	3.8
1975	311.2	182.5	90.5	-0.8	10.3	490.3	379.2	239.2	-12.9	2.6	89.1	81.4	50.1	5.9	4.3
1976	282.5	443.2	399.4	-0.5	7.2	165.8	232.8	216.0	3.5	2.3	47.7	50.6	67.9	4.0	2.0
1977	191.1	176.1	176.2	6.4	2.8	64.9	113.8	156.7	9.9	1.8	39.9	58.2	45.3	1.2	1.3
1978	95.2	175.5	142.8	-3.0	3.2	47.0	50.0	81.2	8.2	0.8	28.9	44.5	53.0	5.3	0.9
1979	65.5	159.5	131.4	7.1	2.7	17.7	33.4	60.0	8.3	-1.7	29.3	66.8	99.5	6.2	—
1980	39.5	100.8	115.8	1.1	3.6	4.7	35.1	62.6	7.8	-3.1	15.7	63.5	34.9	5.8	0.3
1981	139.6	104.5	53.9	-5.9	11.3	—	19.7	23.4	5.7	-1.6	18.7	34.0	33.9	-1.3	1.5
1982	488.8	164.8	195.7	-5.7	7.5	30.5	9.9	-5.5	-14.1	2.4	36.2	19.0	-0.8	-10.0	14.0
1983	306.2	343.8	287.7	2.8	...	54.9	27.3	28.3	-0.7	...	148.3	49.2	17.2	-4.7	...

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales y del Fondo Monetario Internacional.



Al invertirse el proceso inflacionario, tendría que haber sucedido lo contrario. La expectativa de una desaceleración en el aumento de precios haría subir la demanda de dinero, de modo que la inflación descendería más rápidamente que la expansión monetaria. Pero no fue así ni en Argentina ni en Chile. Por el contrario, en los años siguientes de la primera fase, la inflación perdió fuerza, pero siguió superando el crecimiento monetario (gráfico I). Así, en los tres años que duró la primera fase de estabilización, el alza en los precios excedió la expansión monetaria en 114% (Chile) y 25% (Argentina).

Esta resistencia al descenso en la tasa de elevación de los precios es atribuible a que el sector empresarial albergó expectativas de inflación superiores a las metas previstas por el gobierno en sus políticas monetaria, fiscal y salarial. Las fuertes devaluaciones, la súbita liberación de precios, las tasas de interés internas inesperadamente altas y la incertidumbre general despertada por tantos desequilibrios y cambios de política, dislocaron las expectativas inflacionarias de los empresarios, quienes, debido a la escasa competencia que enfrentaban, dispusieron de amplio margen para imponerlas en los precios.

Es decir, la mezcla de los objetivos de equilibrar las cuentas externas y corregir las distorsiones en el sistema de precios relativos, por una parte, y de conseguir la estabilización, por la otra, frustró el intento de frenar la inflación sin provocar una recesión. No es que ella fuese inherente a la persecución de estos objetivos, sino que, más bien, la combinación de éstos con la utilización para alcanzarlos de instrumentos haciendo caso omiso de sus repercusiones sobre los demás objetivos, entrañaba el peligro de que la desaceleración en la demanda recayera no sólo sobre la inflación, sino sobre el nivel de actividad.

El supuesto de que las expectativas inflacionarias se traducen, sólo o principalmente, en el mercado de trabajo por la vía de presiones para lograr reajustes salariales es bastante controvertible desde el punto de vista teórico. Pero perdió aún más validez al pretenderse a un mismo tiempo: i) efectuar una devaluación real, lo que implicaba elevar el precio relativo de los productos comerciables mediante una fuerte devaluación nominal; y ii) elevar, gracias a la liberalización, los precios relativos de los bienes anteriormente más controlados (en general, alimentos). Ade-

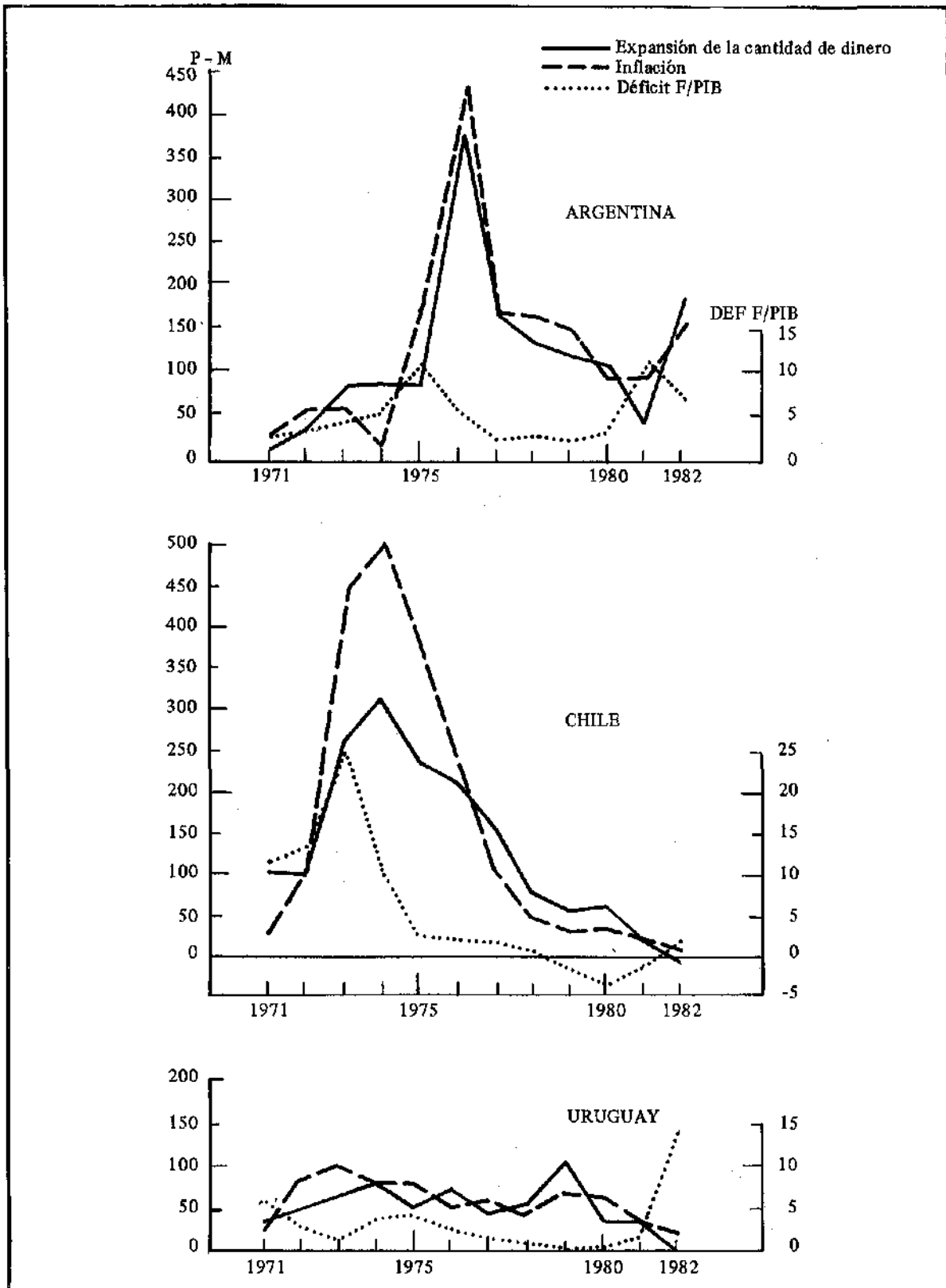
más, como el público ignoraba en qué medida la devaluación nominal sería real (o sea, cuánto correspondería a una mejora relativa) o nominal (aumento inflacionario), y cuánto duraría la política de liberación de precios (Argentina reinstauró los controles de precios al año), es comprensible que los productores hayan fijado sus precios, no de acuerdo con los costos salariales ni la demanda del momento, sino en función de lo que esperaban que fuesen en el futuro. Naturalmente, sobre estas variables influyen no sólo el costo de la mano de obra,<sup>10</sup> sino también las previsiones en cuanto a los costos de importar, el ritmo de devaluación, la tasa de interés real, la evolución de los precios de los servicios públicos y la de los precios anteriormente más controlados, el comportamiento de los demás precios, etc.<sup>11</sup>

En la medida en que las expectativas inflacionarias de los productores excedieron en grado significativo la meta inflacionaria implícita en la política monetaria y fiscal, la desaceleración de la demanda nominal global recaería sobre la producción (lo indeseado), y no sólo sobre los precios. La política monetaria y fiscal de estabilización resultaría así demasiado restrictiva, lo que efectivamente sucedió. En consecuencia, tendió a haber: i) demasiado poco dinero para el nivel de precios que rigió en la práctica (o sea, el interés real fue alto); ii) un nivel de salarios real muy bajo, y iii) un volumen de producción (y empleo)

<sup>10</sup>Los altos intereses afectaban no sólo las expectativas inflacionarias, sino también directamente los costos, ejerciendo una presión alcista sobre los precios, al menos en una fase inicial. A corto plazo, en vez de alentar la liquidación de inventarios, los altos intereses y costos financieros crecientes tendieron a traspasarse a los precios (Cavallo, 1977).

<sup>11</sup>Citando a Frenkel (1979) y Ramos (1977), Foxley (1982) señala: "En Argentina, Chile y Uruguay se registraron antes y durante los primeros años del programa de estabilización tasas anuales de inflación de dos y tres dígitos. Es precisamente, el tipo de contexto en el que la información imperfecta, la incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios, y el alto riesgo que ella trae consigo se transforman en elementos determinantes de las decisiones de precios que adoptan las empresas. El margen de ganancia sobre los costos se hace una función de la inflación esperada, potenciada por un factor que implícitamente se establece por concepto de la incertidumbre y el riesgo imperantes. Durante la fase de elevada inflación, de máxima incertidumbre y desequilibrio en el mercado, los precios asumen cierto grado de autonomía respecto no sólo de la demanda, sino también del incremento de los costos."

Gráfico I  
 INFLACION (P), EXPANSION DE LA CANTIDAD DE DINERO (M)  
 Y DEFICIT FISCAL (DEF F/PIB)



inferior a la capacidad productiva del país (es decir, recesión).<sup>12</sup>

De haberse corregido rápidamente estos desajustes entre la inflación implícita en la política económica y las expectativas inflacionarias del público, la contracción de la demanda interna no habría sido grave. En cambio, las expectativas inflacionarias se ajustaron lentamente —prolongándose e intensificándose así los efectos recesivos—, en la medida en que la redistribución del ingreso en favor de los productores aminoró (cuando no compensó) los costos de la errada política de precios que éstos aplicaban.<sup>13</sup> Es decir, lo que los productores perdieron por concepto de menores ventas, lo recuperaron con el cobro de precios (y márgenes) superiores a los de equilibrio. Esto es lo que explica la larga duración del desajuste entre las expectativas inflacionarias y la inflación implícita en la política económica (cuadro 3).

Por efecto de esta 'rigidez' en las expectativas inflacionarias, el nivel de precios se mantuvo por encima del de equilibrio, con lo que la demanda interna fue insuficiente para absorber la capacidad productiva instalada. La economía tendió entonces a la recesión. Este efecto se agudizó en Chile por la fuerte caída de la inversión autónoma (la del sector público) y de la demanda externa, ya que el volumen de exportaciones no creció lo suficiente como para compensar el marcado deterioro de la relación de precios del intercambio. Las trayectorias del consumo (por efecto de la baja de los salarios), de la inversión (por recorte de la inversión pública y repliegue de la privada), y de la demanda externa se potenciaron para generar un efecto netamente contractivo. De ahí que el PIB per cápita en Chile descendió en 13%

<sup>12</sup>Los productores agrícolas tuvieron menores posibilidades de fijar sus precios según las expectativas inflacionarias, ya sea porque ofrecen bienes perecibles, cuyo costo de almacenamiento y conservación es a menudo alto, o porque en ese sector la competencia es mayor. El hecho es que la mejora relativa en los precios agrícolas no se dio en la magnitud esperada.

<sup>13</sup>Esta no es una situación que pueda mantenerse a largo plazo en mercados competitivos, pues cada empresa puede ganar más si, con la reducción de sus precios, logra aumentar sus ventas. Sin embargo, en situaciones recesivas como la que se vivía entonces, con precios desequilibrados, este efecto se da lentamente, pues la empresa tiende a ver su demanda como mucho menos elástica al precio de lo que realmente es (Ramos, 1980).

entre 1973 y 1976. En cambio, esos efectos se vieron apenas compensados en Argentina, o contrarrestados con creces en Uruguay, por fuertes aumentos en la inversión pública y el volumen de las exportaciones. Así, en estos dos países se reorientó la demanda interna desde el consumo hacia la inversión y aumentaron las exportaciones; pero no se contrajo la demanda global.

Cuadro 3  
PAISES DEL CONO SUR:  
INDICADORES DE DISTRIBUCIÓN DE INGRESO  
(Índices, 1970 = 100)

	Argentina		Chile		Uruguay	
	A	B	A	B	A	B
1971	98.3	98.8	116.3	113.0	106.3	106.5
1972	81.1	81.9	108.9	105.7	88.3	89.1
1973	84.1	86.4	84.1 <sup>a</sup>	82.2 <sup>a</sup>	84.2	87.0
1974	97.9	94.5	64.9	63.6	86.4	86.9
1975	95.9	95.8	71.8	65.0	—	—
1976	64.4	64.3	71.1	64.2	75.2	73.1
1977	61.4	60.8	73.7	65.7	70.4	69.0
1978	64.2	63.5	77.5	68.7	62.3	61.5
1979	69.2	69.1	81.8	71.6	57.4	57.2
1980	76.9	77.5	86.1	74.1	58.1	57.7
1981	73.2	73.2	92.6	78.5	65.7	64.7
1982	70.4	69.8	99.1	78.5	70.3	69.2

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Nota: Las variaciones en los índices reflejan la participación de los trabajadores en el ingreso interno bruto, si ha mejorado (mayor que 100) o empeorado (menor que 100) con respecto al año base.

A = Índice definido como:  $\frac{(SR)}{Y} \cdot (O)$  en que SR = salario real; O = índice de número de empleados; Y = ingreso bruto (producto interno bruto ajustado por el efecto de la relación de precios del intercambio de bienes y servicios).

B = Índice igual al anterior (A), salvo que en vez del ingreso interno bruto, se utilizó el producto interno bruto.

<sup>a</sup> Primeros 8 meses de 1973.

Los diferentes comportamientos del empleo en esta fase en los tres países se explican fundamentalmente por la muy distinta evolución de sus productos respectivos y no por la trayectoria, muy similar en todos, de los salarios reales (fuerte baja). Lo que sucede es que en situaciones de desequilibrio del mercado de productos, en que al precio (inflado) vigente no se puede vender

todo lo que se desea, la demanda de trabajo ya no es función (inversa) del costo de la mano de obra,<sup>1</sup> sino más bien del volumen de las ventas. En la medida en que éstas decayeron (Chile) o no crecieron (Argentina), también descendió o dejó de subir la demanda de trabajo, pues por mucho que hubiesen bajado los salarios reales, era casi cero el costo de oportunidad de mantener ociosas las fábricas. Así pues, el efecto principal de la baja en los salarios fue reducir la demanda interna de bienes, más que provocar una mayor contratación de mano de obra por su bajo costo. Esto explicaría por qué en años posteriores las mejoras en el empleo en Chile coinciden con alzas, y no con caídas, en los salarios reales. A la inversa, en el Uruguay, donde —pese al decaimiento del consumo interno— creció la producción, el em-

pleo también evolucionó favorablemente. Es decir, la desocupación que se generó en esta fase no fue síntoma de un desequilibrio en el mercado de trabajo —cuya resolución hubiera exigido salarios aún más bajos— sino consecuencia de un desequilibrio en el mercado de bienes (precios inflados, con ventas deprimidas). En consecuencia, el problema del empleo no podía resolverse mientras no se superara el desequilibrio básico imperante en el mercado de bienes.<sup>14</sup> Pese a la alta tasa de inflación, se trataba de un desempleo que se originaba en la insuficiencia de la demanda global. El problema radicaba en la inflexibilidad no de los precios, sino de las expectativas, que hacía que la tasa de inflación descendiera más lentamente que la implícita en las políticas monetarias, fiscales y salariales.

### III

## Segunda fase: el enfoque monetario del balance de pagos

#### 1. *La lógica del enfoque*

El concepto estabilizador fue variando por la lentitud con que se ajustaban las expectativas inflacionarias, lo que limitaba la desaceleración monetaria que podía imponerse sin incurrir en costos excesivos en términos de recesión, y por lo difícil que resultaba controlar la oferta monetaria. Los esfuerzos estabilizadores se centraron en una política cambiaria activa, en tanto que la monetaria se transformaba en pasiva, determinándose por la evolución del saldo en el balance de pagos. El tipo de cambio se devaluaría en adelante de acuerdo con un programa preestablecido, y no pasivamente en función de la inflación pasada. Se pensaba así condicionar las expectativas, adecuándolas rápidamente a la meta inflacionaria. El objetivo inmediato de la política cambiaria fue controlar la inflación, y no mantener un tipo de cambio real.

No es que se creyera que la meta de atenuar la inflación exigía bajar el tipo de cambio real, o sea, reducir el efecto que los mayores costos de los insumos importados tenían sobre los precios,

sino que se suponía que el anuncio y el cumplimiento de esa política cambiaria demostrarían a los agentes económicos cuán seriamente estaba empeñado el gobierno en alcanzar su inflación límite. Las expectativas inflacionarias tenderían entonces a moverse rápidamente en consonancia con la tasa de devaluación. Como ésta se preveía declinante, se esperaba que la inflación bajara al ritmo de la devaluación (o meta inflacionaria).<sup>15</sup> De funcionar así las cosas, la corrección del desajuste de los precios se lograría sin incurrir en recesión, manteniéndose el tipo de cambio real.

Más aún, se esperaba que la política cambiaria influyera sobre los precios no sólo por efecto

<sup>14</sup>El problema del empleo fue menos agudo en Argentina, ya que la producción no cayó sino que sólo se estancó. Además, en Argentina obraron otros factores, más específicos, para atenuar el problema del empleo —a saber, el desplazamiento de la mano de obra importada y el fuerte aumento del trabajo por cuenta propia.

<sup>15</sup>En rigor, la inflación bajaría al ritmo determinado por la suma algebraica de la devaluación y la inflación internacional. Esta suma sería equivalente a la meta inflacionaria.

de la moderación de las expectativas, sino en forma directa: por lo menos en el caso de los bienes comerciables, se limitaría el alza de los precios de los productos nacionales al que registrarán los de las importaciones competitivas. A estas alturas, las tres economías habían ampliado su apertura externa, de tal modo que los precios internos tenían ya un tope dado por el precio internacional del producto importado correspondiente, más el costo del transporte, el arancel y la comercialización interna. Este tope era la llamada "ley del precio único". Estuviera éste de acuerdo o no con las expectativas inflacionarias de los productores, el precio del bien nacional tendería a la larga a converger hacia él. Sin embargo, con la apertura del mercado interno de capitales se habían creado sucedáneos del dinero, con lo que se hizo más difícil el control de la oferta monetaria. Estas dificultades se agudizaron al liberalizarse en forma progresiva la entrada de capitales, con la mayor apertura financiera hacia el exterior. Las operaciones cambiarias —y no sólo la expansión del crédito interno privado o el financiamiento de tesorería— comenzaron así a generar buena parte de la expansión monetaria. El hecho de que la gestión monetaria se tornara cada vez más compleja allanó el camino para la adopción de la nueva política.

El fundamento teórico subyacente deriva del enfoque monetario del balance de pagos. Según éste, los desequilibrios entre demanda y oferta de dinero se resuelven por la vía del balance de pagos (y no por medio de la producción). Por ejemplo, dada cierta demanda de saldos monetarios, si se contrae la oferta interna de crédito sube la tasa interna de interés. Posteriormente, obran en forma automática dos mecanismos de ajuste. Si está abierta la cuenta de capitales, entra capital, incrementándose así las reservas internacionales, con lo que la oferta de dinero se iguala a la cantidad demandada y la restricción monetaria inicial termina influyendo no sobre el monto de la oferta monetaria, sino sólo sobre su composición (entre crédito interno y externo). Si, por el contrario, la cuenta de capitales está cerrada, el alza de intereses hace caer la demanda de bienes. Por un lado, disminuyen las importaciones y se genera un superávit en la cuenta comercial, lo cual incrementa las reservas y la oferta monetaria; por el otro, mientras no suceda lo anterior, caen los precios de los bienes internos, de modo

que se produce un superávit comercial, un incremento en las reservas y una expansión monetaria. El supuesto implícito en este planteamiento —sea con cuenta de capitales abierta o cerrada— es que los desequilibrios entre oferta y demanda de dinero se resuelven en forma directa y expedita por la vía de los precios, del balance de pagos o de ambos a la vez. El descartar o minimizar la posibilidad de que el ajuste se haga en alguna medida a costa del nivel de actividad es punto de coincidencia entre este enfoque y la teoría cuantitativa, tanto en su versión simple como en la moderna, y es el elemento que lo diferencia de otras opciones. Por cierto, de la rapidez con que la vigencia de la "ley del precio único" logre acercar<sup>16</sup> la tasa de interés interna a la externa, y los precios internos a los internacionales dependerá la validez del supuesto implícito de que las variaciones en el producto son un mecanismo de segundo orden para ajustar desequilibrios monetarios. La alta liquidez internacional imperante en 1975-1979 hacía posible el cumplimiento de la primera condición; la mayor apertura comercial de los tres países del Cono Sur (al menos en cuanto a eliminar las barreras no arancelarias) permitía satisfacer la segunda.

## 2. Las medidas

Con este enfoque teórico, el instrumento crucial para la estabilización fue la política cambiaria. La inflación interna debería converger con la externa, más la devaluación. Es más, los precios internos habrían de aproximarse a los internacionales. Al término de la primera fase, sin embargo, la diferencia entre unos y otros seguía siendo muy grande, aun tomando en cuenta los ajustes por concepto de transporte, aranceles y comercialización. En la nueva fase, la inflación interna tendría que ser incluso menor que la internacional (más la devaluación), hasta que se igualaran los precios internos y externos. Este supuesto era trascendental, pero tendieron a descuidarlo los responsables de la política económica.

<sup>16</sup>Se trata de acercar, y no igualar, pues para los intereses habría que agregar cierto recargo por concepto de riesgo por país y quizá otro pequeño recargo por los mayores costos de intermediación financiera interna. En el caso de los bienes, habría que considerar los fletes, los aranceles y los costos de comercialización interna.

De todos modos, se esperaba que la inflación se ajustaría rápidamente al ritmo menor y decreciente de las devaluaciones. Por cierto que no podía fijarse de inmediato una devaluación igual a cero, pues mientras la inflación siguiera alta y las fuentes internas de expansión monetaria continuaran abiertas, los agentes económicos la considerarían una situación casi insostenible. Por ejemplo, si  $M_1$  equivalía a 10% del PIB y se preveía un déficit público del orden de 5% del PIB, la expansión monetaria resultante sería del orden del 50%, con una inflación interna parecida; por lo tanto, no sería digna de crédito una devaluación muy inferior al 40% anual (suponiendo una inflación externa del 10%). Sin embargo, una vez eliminado el déficit público, no habría razón, según este concepto, para no fijar el cambio de modo que la inflación interna se equiparara rápidamente con la internacional. Aún más, al adherir al enfoque, habría que fijar el cambio para bajar la inflación al ritmo internacional. La política clave consistió pues en devaluar a ritmos decrecientes (para afectar las expectativas), según un calendario anunciado con anticipación (generalmente seis meses). Esta política fue iniciada parcialmente en Chile a mediados de 1976, y en Argentina y Uruguay a fines de 1978. El déficit fiscal fue eliminado en Chile en 1979, por lo que, de acuerdo con el enfoque adoptado, se procedió a fijar la paridad cambiaria. Pese a que también en Uruguay el déficit fiscal desapareció (en 1979), las autoridades prefirieron no fijar el cambio, pues la inflación interna aún superaba el 60% (frente al 33% en Chile y el 10% internacional).

Al mismo tiempo, durante esta segunda fase de estabilización, y en un ambiente de creciente liquidez internacional, los tres países ampliaron su apertura financiera al exterior, la cual, supuestamente, facilitaría la convergencia entre las tasas internas y externas de interés. Simultáneamente, aunque en menor medida, se incrementó la apertura comercial (Chile en alto grado, Argentina medianamente, Uruguay casi nada), como medio de estimular la competencia externa, lo cual promovería la convergencia entre los precios internos y externos.

### 3. Los resultados

Mientras se mantuvo esta política de estabiliza-

ción, tanto Chile (1981) como Uruguay (1982) lograron bajar su inflación a los ritmos internacionales, resultado muy espectacular en Chile, en que había superado el 200% hacia seis años. En Argentina se redujo casi a la mitad en comparación con los primeros años del período neoliberal, pero nunca descendió del 100% al año (cuadro 2).

La incapacidad argentina para controlar su déficit público explica por qué no pudo lograr un mayor progreso en este plano. Su déficit no bajó de 3% del PIB en 1980, el año de menor inflación (100%) y volvió a aumentar, a casi 4%,<sup>17</sup> lo que no podía menos que influir negativamente sobre la confianza en el mantenimiento de la política cambiaria. De hecho, como sostiene Rodríguez (1983), no era digno de fe un ritmo programado de devaluación del orden de 1% mensual (de julio de 1980 a mayo de 1981), en circunstancias que la inflación quintuplicaba esa tasa y el déficit público proyectado era del orden de 6% a 7% del PIB (lo cual implicaba una inflación anual del orden de 80%).

Aunque se dio un componente de mera recuperación, el crecimiento del producto en los tres países fue muy superior al de la primera fase. En la Argentina, el producto per cápita subió a un ritmo superior al 2% anual en 1979-1980, frente al -0.9% anual en 1976-1978; en Chile se registró un 6% anual en 1977-1981, en comparación con una caída superior al 4% anual en 1974-1976; y en el Uruguay se dio más de un 5% anual en 1979 y 1980, frente a 3.6% anual en 1975-1978. O sea, la política de estabilización de la segunda fase no acarreó una recesión, por lo menos en sus primeros años.

La tasa de inflación, sin embargo, descendió con bastante menos lentitud que la de la devaluación, planteando un problema de creciente gravedad. Entre el comienzo y el final de la segunda fase, el ritmo de la inflación interna superó por amplio margen al de la internacional más la tasa de devaluación, de modo que los precios internos quedaron muy por encima de los internacionales. Por efecto de este 'atraso cambiario', al finalizar la segunda fase, justo antes de las máxi-

<sup>17</sup>Las cifras del cuadro 2, a las que alude el texto, corresponden al déficit del gobierno central. Si incluimos los gobiernos provinciales —muy importantes en Argentina—, estos déficit suben en más de 50%.

devaluaciones no programadas, los precios de los productos internos se habían encarecido considerablemente en relación con sus similares inter-

nacionales: 50% en Argentina entre 1978 y 1980; y casi 30% en Chile entre 1976 y 1981 y en Uruguay entre 1978 y 1981 (cuadro 4).

Cuadro 4  
PAISES DEL CONO SUR: INDICES DEL TIPO DE CAMBIO  
REAL EFECTIVO<sup>a</sup>  
(1980 = 100)

	Deflactados por el índice de precios al por mayor			Deflactados por el índice de salarios		
	Argentina	Chile	Uruguay	Argentina	Chile	Uruguay
1970	144.6	133.2	110.5	166.6	80.5	62.9
1971	137.2	122.4	101.7	157.6	54.9	53.4
1972	155.2	128.4	125.7	210.8	54.0	117.1
1973	148.5	142.8	107.5	177.4	99.5	81.5
1974	126.9	124.5	103.6	130.0	164.0	80.4
1975	194.1	133.4	119.3	217.6	224.6	95.9
1976	127.9	116.0	127.1	234.6	181.0	108.4
1977	164.9	112.4	126.1	277.6	166.3	116.2
1978	148.8	130.2	122.9	227.7	129.7	120.5
1979	111.7	116.4	103.9	143.0	124.1	120.5
1981	125.8	89.8	95.8	144.3	76.1	82.4
1982	163.2	105.1	110.8	281.7	85.5	90.8

Fuente: CEPAL (1982).

<sup>a</sup> Mientras más bajo el índice, más baratas las importaciones en moneda nacional, y más costosas las exportaciones.

Más aún, los productos nacionales que podrían sustituir importaciones perdieron mucho más capacidad de competencia, porque durante ese período bajaron los aranceles (sobre todo en Chile), lo que abarató aún más los precios en moneda nacional de los productos importados. Por otra parte, los salarios reales, tal vez un indicador más adecuado de la trayectoria de los costos internos, tendieron a recuperarse durante esta fase. Realizados estos ajustes, el encarecimiento relativo de los productos internos durante la segunda fase superó el 50% en Uruguay, y el 100% en Argentina y Chile (Cuadro 4).<sup>18</sup>

<sup>18</sup>Si el atraso cambiario se hubiese compensado con una mejora equivalente en la relación de precios del intercambio, no habría habido problemas, pues los mayores costos de producción interna se habrían compensado con el alza del precio internacional de las exportaciones, manteniéndose así su capacidad de competencia. Si bien hubo cierta mejora en la relación de precios del intercambio de Argentina en este período, no pudo contrarrestar el gran encarecimiento de sus costos. En cambio, en Chile empeoró esa relación y el proble-

ma tendió a agudizarse. En Uruguay, se mantuvo casi constante.

Es un hecho que se produjo un atraso cambiario. Examinaremos algunas hipótesis sobre sus causas y las razones por las cuales no cayó la inflación interna rápidamente, al mismo ritmo que la devaluación (más la tasa de inflación internacional), sino que la excedió en amplio margen.

i) La ley del precio único se refiere directamente a los bienes comerciables que representan apenas la mitad del producto. Es probable que muchas actividades ligadas al comercio y la distribución de las importaciones, el sistema financiero y la construcción hayan experimentado una sobredemanda durante esta fase, elevándose así los precios de los bienes no comerciables. En la medida en que los comerciables trataran de mantener su relación habitual de precios o de equilibrio con los no comerciables, ello puede haber ejercido una presión alcista sobre los precios de algunos comerciables.

ii) En cuanto a éstos, existía cierto margen

ma tendió a agudizarse. En Uruguay, se mantuvo casi constante.

de protección excedente en los aranceles, de modo que su reducción no se tradujo en una presión directa proporcional sobre los precios internos.

iii) Asimismo, los elevados fletes (para productos de alto volumen y escaso valor) y los mayores costos financieros (para productos importados de bajo movimiento) hacían que el precio interno no tuviera que igualarse con el externo, sino con el internacional más el costo del transporte, el costo financiero y el arancel. El precio del producto interno pudo, en consecuencia, fluctuar entre ciertos márgenes antes de la importación o la exportación.<sup>19</sup>

iv) Al comenzar el proceso de importación era dable esperar que los importadores pequeños fijaran el precio del producto importado no al nivel del precio internacional más el arancel, sino al mismo nivel del precio interno, y algo menos. De ese modo, se subía hacia el precio interno y no se bajaba hacia el precio internacional.

v) En una segunda fase, era razonable suponer que muchos importadores ofrecieran productos diferenciados que no existían antes en el mercado interno (por ejemplo, whisky) y que, aunque le arrebataban mercado al producto interno más equiparable (por ejemplo, el aguardiente local), no afectaban mayormente su precio. En efecto, difícilmente podía el imperfecto sucedáneo nacional evitar la pérdida de buena parte de su mercado bajando el precio, ya que el producto importado atraía a los consumidores por su calidad, variedad o, simplemente, novedad, y no por su precio.<sup>20</sup>

<sup>19</sup>Por ejemplo, y sólo refiriéndonos a flete y arancel, un producto cuyo precio era 100 dólares en Nueva York, costaba 110 puesto en el Cono Sur, una vez pagado el transporte. Si a ello se agrega el arancel (digamos 18%), su precio interno no podía ser menos que el equivalente a 130 dólares. En cambio, si se quería exportar un producto nacional equivalente, era necesario que llegara a Nueva York a un precio no superior a 100 dólares, lo cual implica un costo no mayor de 90 en el Cono Sur. Y tendría que costar menos aún si es que había un arancel en los Estados Unidos. Existía pues una amplia franja de precios entre 90 y 130 dólares en la cual el precio del producto nacional podía moverse sin que se pudiese exportar y sin que se enfrentara realmente con la competencia de los productos importados.

<sup>20</sup>Habría que recordar, por lo demás, que gracias a la fuerte entrada de capitales y la alta demanda global resultan-

vi) A su vez, gran parte de la importación fue organizada por los mismos productores del artículo nacional en competencia. De esta manera, en la medida que controlaban el mercado, controlaban el precio, el que seguiría siendo superior al internacional más el arancel mientras no hubiera suficiente competencia en la importación y la distribución, condición que sólo se lograría en productos bastante estandarizados y de alta rotación, como los televisores, las radios y los tocassettes.

Hay que reconocer que todas estas razones explican por qué los precios internos pueden superar a los internacionales más el arancel durante algún tiempo, aunque ninguna obsta a que a la larga se produzca la convergencia, que puede ser demorada y costosa.

En los países del Cono Sur, por esa demora fue cada vez más probable que, antes de permitir una recesión para hacer bajar los precios internos, el gobierno se vería obligado a abandonar su política. La presión se tornó irresistible cuando se vio que el gobierno sólo podía perseverar con su política cambiaria si podía mantener sin interrupción una entrada masiva de capitales extranjeros, lo que era dudoso. Así, los agentes económicos tendieron a buscar una ganancia rápida (por la vía de los precios altos) antes que un beneficio lento y de mayor inversión (mayores ventas a menor precio), haciendo efímero el éxito antinflacionario de la política cambiaria.

Evidentemente, la pérdida de competitividad resultante del atraso cambiario repercutió negativamente sobre el balance de pagos, desalentando las exportaciones y estimulando las importaciones, pero sus efectos perniciosos no se hicieron sentir de inmediato (cuadro 5). Durante algún tiempo, el creciente déficit en cuenta corriente, atribuible al atraso cambiario, pudo financiarse con una cuantiosa afluencia de créditos externos. Sin embargo, a largo plazo no podía sostenerse una afluencia de capitales del orden del 5% al 10% del PIB anual. Al perderse la confianza en el mantenimiento de la política cambiaria vigente, fue preciso ofrecer tasas exageradas de interés, del orden del 3% a 4% real mensual, para atraer al capital externo o impedir la salida del capital nacional.

te, la producción interna tendió a subir, en términos absolutos, pese a que perdía participación en el mercado.



Cuadro 5  
PAISES DEL CONO SUR: INDICADORES DE LAS CUENTAS EXTERNAS

	ARGENTINA											
	1950-1970	1971-1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983		
1. Déficit en cuenta corriente / exportaciones de bienes y servicios		-9	-14	-17	-25	6	48	43	28	21		
2. Relación de precios del intercambio	109	119	93	89	90	98	110	100	89	86		
3. Deuda externa/exportaciones de bienes y servicios		1.9	1.8	1.5	1.7	2.1	2.8	3.3	4.3	4.5		
4. Comerciables/PIB		44	43	43	42	42	40	38	40	...		
5. Tasas de crecimiento anual de exportaciones												
a) Valor	2.1	10.7	32	43	14	23	8	10	-17	3		
b) Volumen	2.6	-3.2	32	41	6	-3	-10	15	-6	11		
	CHILE											
	1950-1970	1971-1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
1. Déficit en cuenta corriente/exportaciones de bienes y servicios		29	13	27	-5	22	38	26	34	88	49	23
2. Relación de precios del intercambio	67	81	88	55	59	54	49	55	52	45	40	41
3. Deuda externa/exportaciones de bienes y servicios		2.7	1.9	2.6	1.9	2.0	2.3	1.8	1.9	2.8	3.4	3.8
4. Comerciables/PIB		45	47	45	46	45	43	43	42	41	40	...
5. Tasas de crecimiento anual de exportaciones												
a) Valor	7.7	5.4	59	-21	31	8	13	58	29	-8	-9	4
b) Volumen	3.0	1.8	18	9	19	7	8	24	15	1	9	-
	URUGUAY											
	1950-1970	1971-1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	
1. Déficit en cuenta corriente/exportaciones de bienes y servicios		10	36	12	21	15	30	47	28	15	7	
2. Relación de precios del intercambio	104	115	80	79	85	89	97	95	89	88	88	
3. Deuda externa/exportaciones de bienes y servicios		2.1	1.9	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.8	2.8	3.3	
4. Comerciables/PIB		44	43	43	43	42	42	40	39	32	...	
5. Tasas de crecimiento anual de exportaciones												
a) Valor	-0.4	15.0	-23	32	43	14	23	8	10	-17	3	
b) Volumen	-	-0.3	-11	32	41	6	-3	-10	15	-6	11	

Fuente: CEPAL sobre la base de fuentes oficiales.

## IV

## Tercera fase: el ajuste (forzado) al desequilibrio externo

1. *La lógica del enfoque*

En verdad, nunca es indispensable aplicar una política de estabilización pues se puede tolerar la inflación, si así se desea. En cambio, quiérase o no, deben enfrentarse los desequilibrios externos y aplicarse las correspondientes políticas de ajuste. En el caso particular del Cono Sur no hubo una política de ajuste deliberada (salvo en los primeros meses de esta tercera fase); el ajuste fue más bien impuesto por las circunstancias.

El atraso cambiario, que rebajaba crecientemente los precios internacionales con respecto a los nacionales, más la extraordinaria tasa de interés interna, sistemáticamente socavaban la demanda interna. A esto se agregaba una inminente crisis financiera interna de gran envergadura. No era posible que las empresas pagaran indefinidamente tasas reales de interés del orden de 20% por año, como venían haciendo en años anteriores de mediano crecimiento, sin arriesgar su solvencia y poner en peligro a todo el sistema financiero. Por el deseo natural de las empresas de aplazar esa crisis, la demanda de crédito se hizo cada vez más inelástica, lo que, junto con el descrédito de la política cambiaria, hizo subir las tasas de interés real (a 26% en Argentina, a 40% en Uruguay y a 58% en Chile) en el año anterior a sus maxidevaluaciones.

Finalmente se reconoció que era indispensable una depreciación real para corregir el desequilibrio externo. La discusión se centró en los medios más apropiados para lograrlo: elevar el precio (en moneda nacional) de los productos importados en relación con los bienes nacionales mediante una devaluación o bajar el precio de los bienes nacionales a nivel de los importados por efecto de una deflación, manteniendo así la política cambiaria.

En teoría, ambas modalidades de lograr una devaluación real son equivalentes, pero en la práctica se corren riesgos diferentes. La devaluación, aunque sólo tuviera por finalidad corregir la distorsión de los precios relativos, podría fomentar expectativas de una mayor inflación, de-

sencadenando así una nueva espiral inflacionaria antes que un aumento de una sola vez en los precios. Por otro lado, con la deflación se corre un alto riesgo de provocar una recesión y no simplemente el de bajar los precios; este riesgo era tanto mayor cuanto se trataba de corregir un enorme atraso cambiario del orden de 30% a 50%. Por lo agudo del desequilibrio, era difícil esperar que toda la caída de la demanda nominal global se absorbiera de inmediato mediante una fuerte desaceleración de los precios (el objetivo), y no, en parte al menos, por un deterioro en el nivel de actividad (lo que no se buscaba).

2. *Las medidas*

Con todo, las autoridades económicas prefirieron mantener su política cambiaria antes que devaluar, pues temían un nuevo y fuerte repunte inflacionario. Y, después de todo, la baja de la inflación era uno de sus grandes logros. De allí que ellas cifraron todas sus esperanzas en el llamado 'ajuste automático';<sup>21</sup> es decir, que la desaceleración en el crecimiento del dinero frenaría rápidamente la inflación, hasta llegar a un ritmo inferior al de la devaluación más la inflación internacional. Es de señalar que esta opción no implicaba acción alguna: simplemente, se mante-

<sup>21</sup>También en el período de transición se observaba una asimetría, tanto teórica como práctica, entre las dos opciones. La opción del ajuste automático (deflación) estaba limitada por el hecho de que la tasa de interés nominal no puede ser negativa (ya que la posesión de dinero en sí reditúa un interés nominal de cero). Esta inflexibilidad intrínseca en la tasa de interés nominal implicaba que la deflación elevaría automáticamente la tasa de interés real, pues el interés nominal sería positivo. En la medida, entonces, en que cayera el nivel de precios internos (por la deflación), serían mayores los intereses reales y los costos financieros. Así, la deflación crearía su propio freno en la tasa de interés real, lo cual contribuiría a que el ajuste a la contracción monetaria se diera más bien en la producción que en los precios. Este problema sería tanto más grave cuanto más fuerte fuese la necesidad de corregir aceleradamente el atraso cambiario y, por lo tanto, en la medida en que se requiriera un descenso absoluto muy marcado en el nivel de precios.

nía la política cambiaria. Si el balance de pagos entraba en déficit, la expansión monetaria se frenaría automáticamente. Asunto aparte era el impacto de estas medidas, ya fuera que repercutiesen sobre los precios solamente o afectaran también el nivel de actividad.

Se confiaba en que el grueso, si no todo el impacto de una desaceleración de la demanda nominal global, recaería sobre la inflación más bien que sobre la producción, produciéndose así una depreciación real.

### 3. Los resultados

La contracción de la demanda nominal global desaceleró la inflación en los tres países, pero la devaluación real lograda así tuvo escasa significación y fue demasiado lenta (varios puntos porcentuales en el semestre) para corregir marcadamente el gran atraso cambiario acumulado. La mayor parte de la contracción en la demanda nominal global influyó no sobre los precios, sino sobre la producción. Se redujeron así las importaciones 'automáticamente', pero a costa de una gravísima recesión en los tres países.

La severidad de la recesión aumentó las presiones de los productores nacionales sobre el gobierno para abandonar su política cambiaria y devaluar masivamente, con lo cual se corregirían rápidamente los precios relativos. Esta presión fue irresistible una vez que se vio en forma patente que la única manera de sostener la política cambiaria sin una recesión aún mayor era mantener una entrada masiva de capitales. Sin embargo, esta afluencia comenzó a disminuir. La caída de la actividad económica, la desaceleración de las exportaciones y los crecientes síntomas de una crisis financiera interna se conjugaron para crear un clima de desconfianza entre los acreedores externos con respecto a la capacidad de estos países para servir su deuda externa. De ahí que se contrajera súbita y fuertemente la entrada de capitales: 60% en Argentina en 1981; 75% en Chile en 1982; y más de 100% en Uruguay en este mismo año (cuadro 6, línea 1).

Difícilmente podría exagerarse el impacto negativo que tuvo esa contracción en la entrada de capitales. Una vez restados los pagos por concepto de intereses y servicio de factores, en lugar de ser importadores netos de recursos, los tres países del Cono Sur se convirtieron en exporta-

dores netos en el año en que finalmente se vieron obligados a efectuar maxidevaluaciones (cuadro 6, línea 3). La transferencia neta de recursos fue negativa y equivalente en los tres países a cerca de 20% del valor de sus exportaciones (cuadro 6, línea 4), después de haber sido muy positiva en los anteriores.

Dicho de otra manera, el cambio de signo en la transferencia neta de recursos en el año de las maxidevaluaciones equivalía a un deterioro en la relación de precios del intercambio de 25% en Argentina, 50% en Uruguay y 80% en Chile. Para Chile, por ejemplo, ello supuso que en lugar de poder importar 80% más de lo que recibía por sus exportaciones, gracias a la entrada neta de recursos en 1981, en 1982, por efecto de la transferencia negativa de recursos, pudo importar apenas el equivalente al 75% de sus exportaciones (gráfico II).

Por el atraso cambiario y la inusitada contracción en las entradas de capital, así como la grave recesión y crisis financiera internas, no hubo otra alternativa que devaluar masivamente. No sólo se había perdido confianza en el mantenimiento de la política cambiaria, sino que, una vez que mermó la entrada de capitales, se agotaron rápidamente los recursos internos (las reservas de divisas) que permitían sostener la política de deflación y ajuste automático.

A las maxidevaluaciones siguió un fuerte recrudescimiento de la inflación en los tres países. Su ritmo fue muy inferior al de la devaluación, de modo que el tipo de cambio real mostró un fuerte mejoramiento y se recuperó parte importante de la capacidad de competencia perdida durante la segunda fase (cuadro 4).<sup>22</sup>

<sup>22</sup>Si se insiste en este punto es porque, aun reconociendo la existencia de un considerable atraso cambiario, algunos argüían que la devaluación sería ineficaz, pues rápidamente sería absorbida por un aumento similar de la inflación. Sin embargo, esto es así sólo si se parte de una situación de equilibrio. En ese caso, el intento de mejorar el balance comercial aplicando una devaluación topa con una capacidad productiva plenamente ocupada, con lo cual los precios se elevan con rapidez para eliminar la ventaja transitoria generada por la devaluación. Tampoco una deflación mejorará el balance comercial, pues los precios más bajos conducirán a una mayor demanda; como se parte de equilibrio y pleno empleo, los precios volverán a subir, anulando la deflación y la mejoría transitoria en la capacidad de competencia internacional y en el balance comercial.

Una devaluación nominal o deflación relativa será efi-

Cuadro 6  
PAISES DEL CONO SUR: EVOLUCION DE LA DISPONIBILIDAD NETA DE RECURSOS FINANCIEROS  
Y SU IMPACTO RELATIVO EN LA ECONOMIA, 1980 A 1983  
(Millones de dólares y por cientos)

	Argentina				Chile				Uruguay			
	1980	1981	1982	1983	1980	1981	1982	1983	1980	1981	1982	1983
1. Flujos netos de capital	2 176	1 519	1 807	1 900	3 345	5 008	1 096	440	811	494	-182	40
2. Pagos de intereses y otros factores	1 607	3 701	4 755	4 800	1 028	1 464	1 921	1 620	100	74	197	320
3. Transferencias netas de recursos financieros (1-2)	569	-2 182	-2 948	-2 900	2 317	3 544	-825	-1 180	711	420	-379	-280
4. Transferencias netas de recursos financieros en % del valor de las exportaciones de bienes y servicios	6	-20	-33	31	39	64	-16	-25	47	-25	-25	-22
5. Variación de la relación de precios del intercambio en % del valor de las exportaciones de bienes y servicios	12	-9	-11	-3	-5	-14	-11	9	-2	-6	-1	-
6. Incremento de la capacidad para importar por mejoramiento 4 y 5	18	-29	-44	-34	34	50	-27	-16	45	19	-26	-22
7. Tasa de crecimiento del cuántum de las importaciones	40	-12	-44	-17	13	20	-36	-18	-16	-11	-19	-39
8. Tasa de crecimiento del PIB	1.1	-5.9	-5.7	3.0	7.8	5.7	-14.1	-0.5	5.8	-0.1	-8.7	-5.5

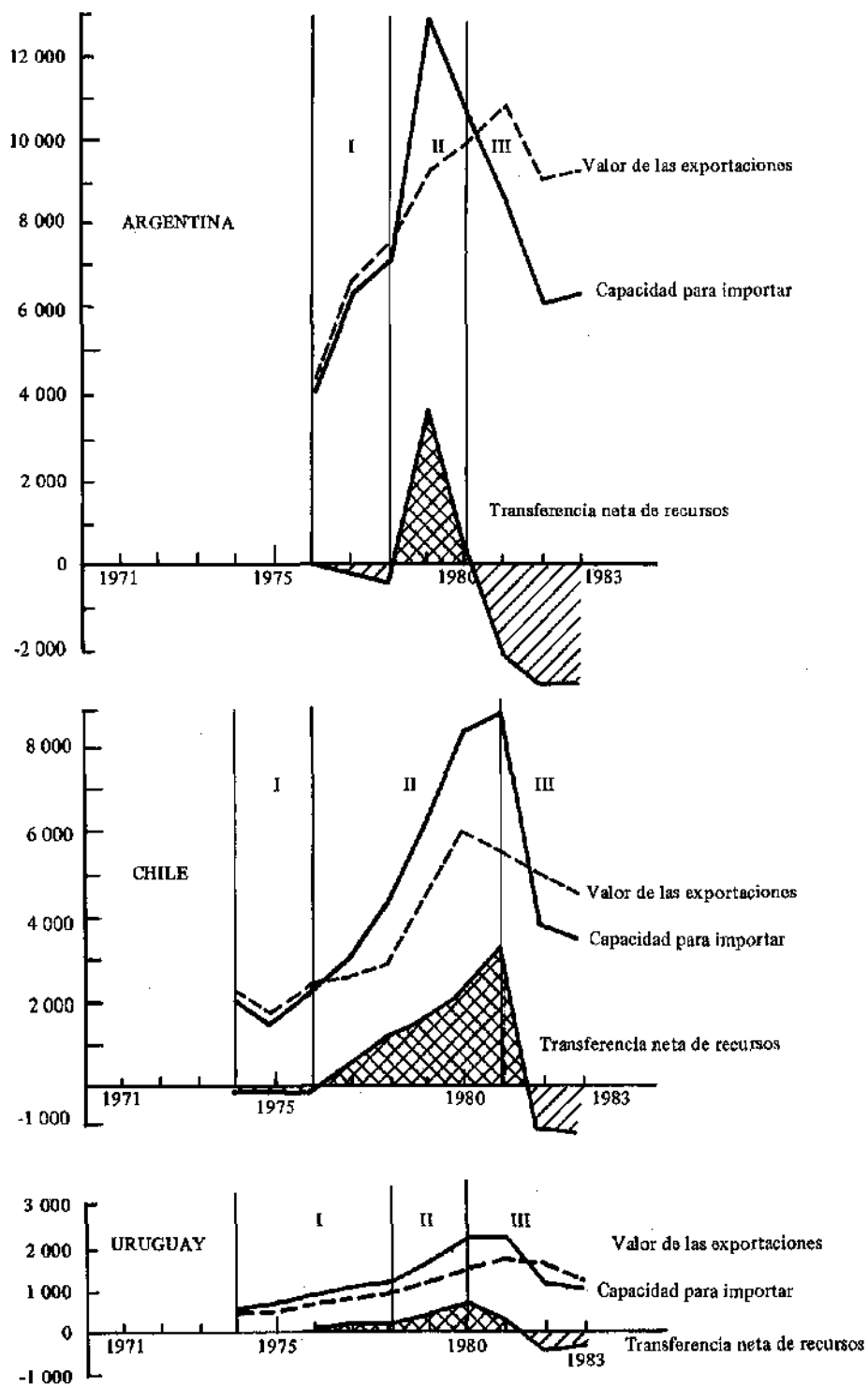
Fuente: CEPAL, sobre la base de fuentes oficiales.

Gracias sobre todo a la recesión, el cuántum de las importaciones se redujo a tal punto que ya en 1983 el déficit en cuenta corriente había bajado notablemente: en Chile de casi 90% del valor de las exportaciones en 1981 a menos de 25% en 1983; en Uruguay de casi 50% en 1980 a 7% en 1983; en Argentina de más de 40% en 1980-1981

caz, en cambio, si se parte de una situación inicial de desequilibrio, en que los precios internos están altos con relación a los internacionales. La resolución de este desequilibrio implica una devaluación real, sea que se la logre con una elevación del precio interno de los productos importados (devaluación) o una caída del precio de los productos internos (deflación). La discusión era hasta cierto punto bizantina, pues se basaba en la premisa de un equilibrio continuo, lo cual era, precisamente, lo que cuestionaba la afirmación de la existencia de un atraso cambiario.

a poco más de 20% en 1983. Más aún, en los tres países el balance comercial, que arrojaba un déficit importante en 1980-1981, registró un superávit en 1983. De nuevo cabe señalar que la mayoría de estas mejoras se debió a la extraordinaria reducción en el cuántum de las importaciones que supuso la recesión. En los dos años de 1982 y 1983, esta reducción fue de 45% en Chile, 55% en Argentina y 63% en Uruguay. La recesión es, por cierto, un arbitrio sumamente expedito para cortar las importaciones, pero supone una grave contracción de la producción. De ahí que en los dos o tres años que duró esta tercera fase de ajuste en el Cono Sur, el producto decayera en alrededor del 10% en los tres países (en comparación con 4% en el resto de la región) y el desempleo subiera marcadamente.

Gráfico II  
 EXPORTACIONES, TRANSFERENCIAS NETAS DE RECURSO Y  
 CAPACIDAD PARA IMPORTAR



Por último, pese a que la entrada de capitales disminuyó considerablemente en esos años, la deuda externa a fines de 1983 era altísima; la relación de deuda a exportaciones variaba de un mínimo de 3.3 en Uruguay a un máximo de 4.5 en Argentina, frente a un 2.7 para el resto de la región. Por cierto que los países del Cono Sur habían estado antes entre los más endeudados de la región, cuando se inició la experiencia neoliberal. Lo extraordinario es que no hayan frenado su ritmo de endeudamiento en los ocho a diez años siguientes con fuerte crecimiento de las exportaciones y una firme adhesión a los principios de una estricta disciplina financiera. Que aún en 1983 figuraran entre los países más endeudados de la región habla mal de las políticas de liberalización que siguieron, y, en particular, de la liberalización financiera.

Esta parece haber acentuado, en lugar de reducir, su dependencia del ahorro externo y, por consiguiente, los volvió más vulnerables a los

vaivenes de la economía internacional. Ahora necesitaban no sólo compensar las fluctuaciones de su relación de precios del intercambio sino inesperados vuelcos en sus cuentas de capital. Una liberalización financiera que avanzara sólo en la medida en que el endeudamiento relativo alcanzara niveles más moderados podría haberles proporcionado mayores radios de manobra para enfrentar eficazmente los desequilibrios externos de los últimos años. En cambio, la rápida liberalización financiera efectuada cuando el volumen de su endeudamiento era aún muy alto se sumó como factor crítico para acentuar y no amortiguar los movimientos inesperados de sus cuentas externas. Por consiguiente, en lugar de ganarles grados de libertad, la liberalización financiera se los redujo. El ajuste (severa recesión más maxidevaluación) fue más bien obligado y no fruto de una decisión deliberada. El sobreendeudamiento de la segunda fase dio lugar a la postre al trastocamiento en el movimiento de capitales y al sobreajuste de la tercera fase.

## V

### Conclusiones

Deben distinguirse claramente dos tipos de programas de estabilización: los que tienen como finalidad principal superar un desequilibrio interno (inflación y recesión), y los diseñados para resolver un desequilibrio externo (asociado con el déficit en el balance de pagos). La diferencia más importante entre ambos radica en que el primero no tiene que enfrentarse: se puede convivir indefinidamente con la inflación. En cambio, el desequilibrio externo tiene, forzosamente, que resolverse. El balance de pagos impone una restricción ineludible, parecida a una limitación presupuestaria.

Precisamente porque se puede convivir con la inflación, según sea la tolerancia del país, no hay razón, al menos en teoría, para que una política de estabilización tenga que reducir la producción. La recesión es a menudo el resultado (indeseado) de una política antinflacionaria, pero no es un efecto intrínseco. En cambio, los programas de ajuste a un desequilibrio externo

tienen un costo ineludible para el país, pues exigen reducir el cuántum de bienes y servicios de que dispone para su uso interno, a fin de liberarlos para el servicio de sus compromisos externos. Pero no es necesario —aunque a menudo acompañe los procesos de ajuste— que también descienda el producto, ya que una baja de la producción no puede ser condición necesaria ni aconsejable para reducir los bienes disponibles de uso interno. Por el contrario, el ajuste óptimo exige mantener o incrementar la producción al máximo, reorientándola, sí, del uso interno al externo: aumentarían las exportaciones y decaerían las importaciones, siendo reemplazadas por la producción interna; asimismo, descendería la producción de bienes comerciables en la medida en que aumentara la producción de los no comerciables. Así pues, si bien un ajuste supone una caída, o al menos un ritmo más lento de elevación del nivel de vida, no implica un menor crecimiento del producto. De ahí que el desafío

que enfrentaron los países del Cono Sur durante el período neoliberal fue el de evitar la recesión innecesaria que a menudo acompaña los programas antinflacionarios o de ajuste a los desequilibrios externos.

Es teórica y empíricamente indiscutible que un descenso de la inflación debe ir acompañado de una desaceleración en la expansión monetaria y el déficit fiscal. Pero una política de estabilización resultará eficaz sólo en la medida en que las demás variables principales —precios, salarios, tasa cambiaria, intereses— se desaceleren al mismo ritmo. Teóricamente, el solo anuncio de la desaceleración inflacionaria deseada debiera bastar para que todas estas variables se ajustaran de inmediato y se hicieran compatibles entre sí y con la política monetaria y fiscal programada. En la práctica, las expectativas inflacionarias no se ajustan de inmediato. Por un lado, el público desconfía: quiere ver resultados (la caída en la inflación), antes de cifrar todas sus esperanzas en el programa. Por esta inercia en el ajuste de expectativas, el nivel de precios resulta incompatible con el implícito en la política monetaria y fiscal en aplicación, generándose efectos recesivos. Por otro lado, a menudo no sólo hay que desacelerar la inflación, sino que es necesario corregir algunos precios relativos, como fueron, en distintos momentos en estas tres experiencias, la tasa cambiaria, las tarifas de algunos servicios públicos, y los precios de los productos agrícolas en relación con los industriales. Desafortunadamente, el alza de estos precios (antes reprimida) puede ser considerada (en forma errónea) por los demás agentes económicos como indicador de la inflación probable, y no como expresión tan sólo de un ajuste correctivo. De ahí que las expectativas inflacionarias desborden las de la inflación implícita en la política monetaria y fiscal, y que ésta termine por ser demasiado restrictiva y genere recesión.

Así pues, si bien para reducir la inflación es indispensable controlar la expansión monetaria y el déficit fiscal, ninguna política de estabilización puede limitarse a estos instrumentos si quiere evitar la recesión. Debe tratar también de armonizar, orientar o controlar (no reprimir) el movimiento de las demás variables principales (precios, salarios, tasa cambiaria, intereses) de manera tal que éste sea compatible con la inflación implícita en la política monetaria y fiscal

programada, pues si algunas variables se ajustan más rápidamente que otras, se generarán efectos tanto recesivos, como regresivos (estos últimos afectan por lo general a las variables que se ajustaron en plazo más breve).

Los esfuerzos de estabilización neoliberal en el Cono Sur se ciñeron sucesivamente a dos criterios, cada uno de los cuales se centró en controlar algunas de las variables principales, descuidando las demás. En la primera fase, la gestión giró en torno al control monetario y salarial; gracias a estas medidas y a la operación misma del mercado, se esperaba que los precios internos—incluso las tasas de interés— se ajustaran rápidamente. En la segunda fase, se intentó controlar las variaciones en la tasa cambiaria y, con ello, desacelerar el alza de los precios a un ritmo similar. En ambos casos se logró reducir la inflación, pero con un costo muy alto, ya que la variable libre (la de los precios) se ajustó más lentamente que las controladas, generándose importantes desequilibrios.

En la primera fase, el desequilibrio principal radicó en el mercado de bienes. El precio de éstos subió mucho más que los salarios, traduciéndose en una aguda recesión (de tipo keynesiana) en Chile y un estancamiento en Argentina. Sólo Uruguay se salvó, gracias al elevado nivel de su inversión pública y la favorable evolución de la demanda externa de sus productos.

A su vez, pese a que tampoco es imprescindible que el costo—sea cual fuere— se distribuya desigualmente, la apretada de cinturón durante la primera fase fue disparada en los tres países. Se produjo una fuerte redistribución de ingreso en contra de los asalariados, como lo demuestra la gran caída (mucho mayor que la del ingreso bruto) que sufrieron los salarios reales y, además, en Chile, el aumento de la desocupación a niveles sin precedentes, dos y tres veces superior a las tasas históricas. Este costo disparado fue producto de los instrumentos aplicados durante la primera fase, es decir, de la restricción monetaria y del control salarial directo, mientras que las expectativas inflacionarias de los productores se ajustaban mucho más lentamente en el mercado de bienes. De esta forma, los precios llegaron a un nivel inflado respecto a los salarios.

En la segunda fase, el principal desequilibrio se dio en el mercado de divisas, al reducirse la inflación interna mucho más lentamente que el ritmo de devaluación. Este atraso cambiario se

debió a que la ley de un precio único, en virtud de la cual se esperaba que los precios y los intereses internos se acercaran a los internacionales, obró con enorme lentitud. Al contrario de lo que se esperaba, se tendió en un comienzo más bien a cotizar los productos y los préstamos internacionales a precios más próximos a los valores internos vigentes, y no en su valor a largo plazo (el precio internacional más el arancel). O sea, la convergencia inicial fue más bien hacia arriba (los precios internos) y no hacia abajo (el precio internacional).

En consecuencia, en la segunda fase el atraso cambiario llegó a generar en el balance de pagos un desequilibrio con efectos recesivos, encubiertos inicialmente por una fuerte entrada de capitales, pero que se tornaron evidentes cuando ésta cesó a fines de la segunda fase. La lentitud con que se desaceleraron los precios internos y la agudización del atraso cambiario le restaron confianza al mantenimiento de esta política cambiaria y de estabilización, lo que coadyuvó al descenso en la entrada de capitales y al abandono consiguiente de la política cambiaria. A la postre fue necesario aplicar una devaluación masiva para corregir el manifiesto desequilibrio entre los precios internos y externos.

Mientras duró esta segunda fase, es decir, hasta las maxidevaluaciones, la distribución del ingreso imperante al comienzo de la experiencia neoliberal tendió a restaurarse parcialmente, tanto porque los salarios reales aumentaron (Argentina y Chile), como porque mejoró la situación ocupacional (Chile y Uruguay). Esta recuperación fue muy significativa en Chile, ya que los salarios se ajustaron según la tasa de inflación pasada, y no la presente, que estaba bajando en forma acelerada.

Si bien es cierto que la entrada de capitales puede atenuar los problemas de balance de pagos y reducir así las variaciones inesperadas en la tasa cambiaria, no lo es menos que la contracción abrupta de esos flujos puede por sí sola crear o agravar un desequilibrio externo, haciendo necesario un ajuste aun mayor en el balance comercial. Y ello porque la entrada de capitales es sensible no sólo a diferencias de tasas de interés y atraso cambiario sino, y lo que es más importante, a la incertidumbre con respecto a la capacidad de un país de servir oportunamente su deuda

externa. Cuando se pierde esa confianza, es mayor la magnitud del ajuste requerido y menor el plazo en que debe realizarse. Estos peligros se manifestaron claramente en los tres países del Cono Sur, pues los movimientos de capital resultaron altamente procíclicos. Durante la mayor parte del período de devaluaciones programadas y anunciadas, la entrada de capitales fue lo suficiente para minimizar o compensar los efectos negativos sobre el nivel de actividad del atraso cambiario, y así mantener alta la demanda global. Por el contrario, una vez que se generaron serias dudas respecto a la solvencia de estos países, se contrajeron marcadamente sus entradas de capital, haciendo necesario un sobreajuste excepcionalmente rápido y fuerte al desequilibrio externo. Así, no sólo se registró un sobreendeudamiento (una entrada excesiva de capitales) durante la segunda fase —cosa evidente dada la alta relación de la deuda a las exportaciones alcanzada en los tres países—, sino que hubo sobreajuste en la tercera fase. En ella, los tres países tuvieron que reacomodarse no sólo a un desequilibrio en su balance comercial, por el atraso cambiario, sino también a una contracción procíclica en los movimientos de capital, que magnificó el ajuste requerido y acortó el plazo en que tuvo que efectuarse.

Por ello, mientras en el último año de la segunda fase la gran entrada de capitales compensó con creces la variación en la relación de precios del intercambio y se elevó la capacidad para importar en un 20% a 40% del valor de las exportaciones, una vez que se redujo la entrada de capitales y fue necesario el ajuste, ocurrió una transferencia neta de recursos al exterior del orden de 20% del valor de las exportaciones. Por consiguiente, en un período de doce meses, cada país tuvo que reducir sus importaciones o elevar sus exportaciones en el equivalente a cerca de 50% del valor de sus exportaciones. Más aún, como tuvo que efectuarse en el transcurso de una prolongada recesión internacional, el peso del ajuste se compensó con una reducción de las importaciones y no con un incremento de las exportaciones. Con una contracción tan fuerte en su capacidad para importar, no ha de sorprender que el nivel de actividad de estas economías haya descendido en alrededor del 15% en los dos años que siguieron a sus maxidevaluaciones (1981/1982 y 1983).



Obviamente, sería conveniente contar siempre con un amplio acceso al mercado de capitales externos para moderar un programa de ajuste a un desequilibrio externo y permitir que éste se cifre más bien en la expansión de la producción de bienes comerciables que en la baja del producto. Sin embargo, los países del Cono Sur estaban tan altamente endeudados cuando estalló la crisis final, que no pudieron disponer de mayores entradas de capital cuando las necesitaban; por el contrario, la afluencia de capitales fue otra variable a la cual tuvieron que ajustarse. Una devaluación efectuada antes o tal vez de mayor magnitud podría haber reducido las importaciones a un menor costo productivo. No obstante, dada la magnitud del desequilibrio externo que enfrentaban al final, y el breve plazo que tenían para corregirlo, la devaluación resultaba de todas maneras menos eficaz que lo que habría sido de contar con más tiempo.

A diferencia, pues, de un programa de estabilización, en que puede ser eficiente una política de choque, sobre todo cuando se trata de hiperinflación, en general no resulta eficaz un ajuste abrupto a un desequilibrio externo, ya que un ajuste eficiente implica cambios en las variables reales, y no sólo en las monetarias. Por ello es crucial la aplicación gradual de las medidas. Un ajuste eficiente implica no sólo que no caiga la producción de bienes no comerciables, resultado que puede lograrse en forma expedita, sino que crezca la producción de comerciables, y eso es más lento; no sólo que se reduzca el cuántum de las importaciones —logro, en principio, rápido—, sino que se eleven las exportaciones y los sucedáneos de la importación, lo cual es necesariamente más demorado.

Por la magnitud del desequilibrio externo a que hacían frente los países del Cono Sur y el breve plazo que tenían para corregirlo, su ajuste tuvo que ser poco eficiente. Sus logros se basarían casi exclusivamente en la reducción del gasto (con restricción de la demanda, lo que puede lograrse con la premura que se quiera) y no en la reasignación del gasto (que implica cambios en la oferta y en la producción, proceso necesariamente más dilatado). Y éste, por cierto, es el peor de los ajustes posibles. De hecho, el costo para los tres países de mejorar su balance comercial en 16 000 millones de dólares (total acumulado) en

los primeros dos años<sup>23</sup> de iniciadas sus políticas de ajuste fue sacrificar cerca de 37 000 millones de dólares en producción.<sup>24</sup> O sea, el ajuste que ocurrió fue basado mucho más en políticas de reducción del gasto, que en la reasignación, y significó pagar 2.3 dólares en menor producción por cada dólar de divisas ahorrado.

Por eso, el principio básico de una política distinta para lograr un ajuste al desequilibrio externo sin caídas en la producción o al menos minimizándolas, es igualar el costo de ahorrar o generar divisas por medio de las políticas de reasignación y las de reducción del gasto. De este principio básico se desprenden al menos tres directrices de política económica:

1. Precisamente porque puede preverse que las políticas de restricción de la demanda obrarán más rápidamente que las de reasignación del gasto, se justificará emplear en forma transitoria políticas de fuerte sobrerreasignación, tanto para desalentar las importaciones prescindibles o sustituibles como para promover las exportaciones. Esto implicaría, para el caso de estos tres países, que cualquier combinación de sobretasas arancelarias o subsidios especiales a la exportación que ahorrara o generara un dólar de divisas a un costo menor que 2.3 dólares de producción sacrificada (al tipo de cambio prevaleciente) habría sido preferible a la política de sobrerreducción de gastos seguida. Los incentivos a la sobrerreasignación serían transitorios, pues aunque la reasignación de producción obra lentamente, a la postre se da; una vez que se hicieran sentir sus efectos con toda su fuerza, serían innecesarios los sobreincentivos. Su mantenimiento indefinido resultaría pues ineficiente. Por otra parte, estos incentivos, por ser transitorios, no deberían generalizarse (es decir, no sería aconsejable una devaluación aún mayor del tipo de cambio), sino

<sup>23</sup> Argentina 1980-1982, Chile y Uruguay 1981-1983.

<sup>24</sup> Se mide el mejoramiento en el balance comercial de cada uno de los dos años de ajuste en relación con el año base (o 5 700 millones de dólares en los tres países en el primer año de ajuste y 9 900 millones en el segundo con un total acumulado de casi 16 000 millones en los dos años). Asimismo, el costo es el crecimiento del producto que no se dio (del orden de 3 1/2% anual), más la caída que se registró (14 000 millones de producto menos en el primer año y otros 23 000 millones menos en el segundo año con un sacrificio acumulado de producción de 37 000 millones en los dos años).

que los estímulos especiales a la exportación y las sobretasas arancelarias deberían ser selectivos, en función directa de la elasticidad-precio de corto plazo del producto exportado o importado.

2. Una política de ajuste más eficiente exigiría igualar los incentivos (o costos) de ahorrar divisas por la vía de la sustitución de importaciones o generarlas fomentando las exportaciones. En vista de la estructura de los incentivos vigente, sobre todo en Argentina y Uruguay —altos aranceles junto a pocos incentivos especiales a la exportación—, presumiblemente sería más fácil conseguir nuevas divisas fomentando las exportaciones que con una mayor sustitución de importaciones.

3. El último elemento de este esbozo de política de ajuste expansivo, y no recesivo, sería la contraindicación de reducir la producción de bienes no comerciables hasta que no se expandiera la producción de bienes comerciables y en la misma medida. La política tradicional (de ajuste recesivo), en cambio, supone en general que re-

ducir la primera casi asegura la expansión de la segunda (o sea, se supone un pleno uso de la capacidad instalada). De hecho, la caída de los no comerciables suele suceder fácil y rápidamente, mientras que no es ni veloz ni segura la expansión de los bienes comerciables. Por ejemplo, en los primeros dos años de ajuste en los tres países, la producción de no comerciables se desplomó —la construcción decayó en 30%— sin que los recursos así liberados se ocuparan para ampliar la producción de bienes comerciables. De hecho, la producción de bienes comerciables también descendió (más de 10%). De ahí que, a diferencia de los programas tradicionales, no parecería aconsejable cercenar la construcción ni la producción de otros bienes no comerciables sino cuando esos recursos fueran exigidos para la producción de comerciables. Hacerlo antes ahorraría divisas a un costo exagerado (del orden del recíproco de la propensión marginal a importar, o sea, aproximadamente a un costo, en términos de producción sacrificada, cuatro veces superior al tipo de cambio por dólar de divisa ahorrado).

### Bibliografía

- Baer, E. e I. Kertenetzky (comp.) (1964): *Inflation and growth in Latin America*. Homewood Ill.: Yale University Press. [Contiene los documentos de la Conferencia sobre inflación y crecimiento económico, Río de Janeiro, 1963.]
- Cavallo, D. (1977): Los efectos recesivos e inflacionarios iniciales de las políticas monetarias de estabilización. *Ensayos económicos* N° 4, parte 2. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1962): *Inflación y crecimiento: resumen de la experiencia en América Latina*. *Boletín económico de América Latina*, Vol. VII, N° 1. Santiago de Chile: febrero.
- (1978): *Serie histórica del crecimiento de América Latina*. Cuadernos estadísticos de la CEPAL, N° 3. Santiago de Chile.
- (1983): *Estudio económico de América Latina 1981* (E/CEPAL/G. 1248). Santiago de Chile.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1976): *Estadísticas financieras internacionales. Anuario 1976*, Washington D.C.
- (1980): *Estadísticas financieras internacionales. Anuario 1980*, Washington D.C.
- Felix, D. y J. Ramos (1961): An alternative view of the 'monetarist-structuralist' controversy. *Latin American issues*, A. Hirschman, comp. Twentieth Century Fund.
- Foxley, A. (1982): *Experimentos neoliberales en América Latina*. Estudios CIEPLAN N° 7, Santiago de Chile. Marzo.
- Frenkel, R. (1979): Decisiones de precios en alta inflación. *Estudios CEDES*, Vol. 2, N° 3, Buenos Aires.
- Friedman, M. (1970): A theoretical framework for monetary analysis. *Journal of political economy*. Marzo/abril.
- Grunwald, J. (1961): The 'structuralist' school on price stability and development. *Latin American issues*. A. Hirschman, comp. Twentieth Century Fund.
- Oliveira Campos, Roberto de (1961): Two views on inflation in Latin America. *Latin American issues*. A. Hirschman, comp. Twentieth Century Fund.
- Ramos, J. (1977): *Inflación persistente, inflación reprimida e hiperinflación*. Cuadernos de economía. Santiago: Universidad Católica de Chile. Diciembre.
- (1980): The economics of hyperstagflation. *Journal of development economics*. Diciembre.
- Rodríguez, C. (1983): Políticas de estabilización en la economía argentina. *Cuadernos de economía* N° 59. Santiago: Universidad Católica de Chile. Abril.
- Sargent, T. (1981): *The end of four big inflations*. NBER Conference Paper N° 90. National Bureau of Economic Research. Enero.