

PROYECTO CONJUNTO PNUD/CEPAL RLA/77/021

“IMPLICACIONES PARA AMERICA LATINA DEL SISTEMA MONETARIO
Y FINANCIERO INTERNACIONAL”

AMERICA LATINA:
SISTEMA MONETARIO
INTERNACIONAL Y
FINANCIAMIENTO EXTERNO



Programa de las Naciones Unidas
para el Desarrollo

Comisión Económica para América Latina
y el Caribe

PROYECTO CONJUNTO PNUD/CEPAL RLA/77/021

**“IMPLICACIONES PARA AMERICA LATINA DEL SISTEMA MONETARIO
Y FINANCIERO INTERNACIONAL”**

**AMERICA LATINA:
SISTEMA MONETARIO
INTERNACIONAL Y
FINANCIAMIENTO EXTERNO**



**Programa de las Naciones Unidas
para el Desarrollo**

**Comisión Económica para América Latina
y el Caribe**

Santiago de Chile, 1986

INDICE

	<i>Página</i>
Prólogo	7
Introducción	9
La revolución de los banqueros en la economía internacional: un mundo sin sistema monetario. <i>Carlos Massad</i>	15
Financiamiento y endeudamiento externo de América Latina y propuestas de acción. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler</i>	39
Inflación mundial y deuda externa: el caso del deflactor impropio. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler</i>	71
Cartera de inversiones de los países exportadores de petróleo: diversificación orientada hacia América Latina. <i>Carlos Massad</i>	87
Movimientos internacionales de capitales. <i>Ricardo Arriazu</i>	107
América Latina y el sistema monetario internacional: observaciones y sugerencias. <i>Carlos Massad</i>	177
Apertura financiera y el proceso de ajuste. <i>Carlos Massad</i>	187
Repercusiones monetarias y reales de la apertura al exterior. El caso chileno: 1975-1978. <i>Roberto Zahler</i>	199
Estrategias alternativas de apertura: un modelo de simulación. <i>Roberto Zahler</i>	231
Liberalización financiera y comercial en el contexto de impactos externos y políticas internas inconsistentes. <i>Mohsin Khan y Roberto Zahler</i>	277
Políticas recientes de liberalización y estabilización en los países del Cono Sur: el caso chileno, 1974-1982. <i>Roberto Zahler</i>	305
El costo real de la deuda externa para el acreedor y para el deudor. <i>Carlos Massad</i>	343
Financiamiento externo de América Latina: hechos, problemas y opciones. <i>Carlos Massad</i>	359
El proceso de ajuste en los años ochenta: la necesidad de un enfoque global. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler</i>	387

Prólogo

Las circunstancias económicas internacionales de comienzos de la década del setenta pusieron de relieve el papel del funcionamiento del sistema monetario internacional y de los mercados financieros mundiales en el desarrollo latinoamericano. A su vez, los estudios que se venían realizando en el Fondo Monetario Internacional para reformar el sistema monetario, junto con la participación de los países en desarrollo en dichos estudios, hicieron evidente la necesidad de que estos países contaran con respaldo técnico para definir y concertar sus posiciones.

Las preocupaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe por abordar estos temas en forma sistemática encontraron eco en el seno del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, y se buscó la colaboración de ambos organismos de las Naciones Unidas para realizar estudios en el campo monetario y financiero internacional. Dicha colaboración se materializó en dos proyectos sucesivos, el primero de los cuales se inició en 1975 (RLA/75/040). El segundo, "Implicaciones para América Latina del sistema monetario y financiero internacional" (RLA/77/021), siguió a éste en 1977.

La evolución de la economía mundial y de los problemas monetarios y financieros internacionales ha justificado plenamente el interés demostrado por la CEPAL y el PNUD en tales temas. Los trabajos presentados en este libro, seleccionados de entre aquellos producidos en el campo financiero en los últimos diez años en virtud de la colaboración entre ambas instituciones, han representado una contribución útil y oportuna tanto al conocimiento en estos campos como a la exploración de posibles soluciones a las dificultades registradas. Estos trabajos muestran una secuencia estrechamente relacionada con los acontecimientos. Muchos de los argumentos planteados han pasado a ser parte del conocimiento aceptado y muchas de sus predicciones se han materializado.

Las numerosas solicitudes de asistencia técnica en el campo financiero tanto de universidades como de gobiernos, organismos subregionales, regionales e internacionales, dentro y fuera de América Latina, que han sido satisfechas en la medida de sus posibilidades por el personal de los proyectos conjuntos CEPAL/PNUD, constituyen testimonio adicional de los servicios prestados a la comunidad por estos dos organismos de las Naciones Unidas.

Hugo Navajas Mogro
Administrador Asistente
y Director Regional
Dirección Regional para América Latina
y el Caribe del Programa de las
Naciones Unidas para el Desarrollo

Norberto González
Secretario Ejecutivo
Comisión Económica para América Latina
y el Caribe de las Naciones Unidas

Introducción

Este libro reúne catorce artículos publicados en su oportunidad, que fueron elaborados en el marco de proyectos conjuntos del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo y de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, en el campo del funcionamiento del sistema monetario internacional y el financiamiento externo de América Latina.

Desde comienzos de los años setenta podía apreciarse un aumento en la importancia relativa del financiamiento externo proveniente de fuentes privadas en comparación con el financiamiento de fuentes públicas, que predominaba tradicionalmente en la región. El primer impacto producido por el alza de los precios del petróleo, al dar acrecentado impulso a la expansión de los mercados de euromonedas, contribuyó a acentuar las tendencias ya en vigor. Los fuertes movimientos de capitales de fines de la década de los sesenta y comienzo de la de los setenta terminaron con el sistema de cambios fijos y con la convertibilidad del dólar en oro, erosionando las bases del sistema monetario construido en Bretton Woods, lo que hizo imprescindible su revisión.

El primer artículo que se incluye en esta obra, "La revolución de los banqueros en la economía internacional: un mundo sin sistema monetario", evalúa las circunstancias vigentes en el sistema monetario en la primera mitad del decenio de 1970, esboza su evolución más probable y destaca el papel que podían cumplir las reformas al Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional que en ese momento se encontraban en estudio. El artículo pone de relieve la importancia creciente del financiamiento privado, y señala que su incremento tiende a reducir el campo de acción del Fondo Monetario. Esta consecuencia, que no era obvia en los momentos en que se escribió el artículo, lo fue más adelante, cuando sobrevino la crisis de 1982.

El artículo destaca las asimetrías del sistema monetario internacional en vigencia y la necesidad de corregirlas, y señala que para ello es necesario dar gran importancia a los Derechos Especiales de Giro. Sin embargo, observa que esto no parece compatible con los recientes acontecimientos financieros, en particular con la flotación de las principales monedas y con la mayor incidencia del sector privado en las tenencias de divisas y en la intervención en los mercados. El artículo concluye señalando que el objetivo, aceptado internacionalmente, de poner los Derechos Especiales de Giro en el centro del sistema monetario, es incompatible con las características del sistema y su probable evolución. Esta conclusión ha sido plenamente respaldada por los hechos posteriores.

El continuo crecimiento de los mercados financieros privados hizo de éstos una nueva fuente de recursos para financiar los desequilibrios externos; a menudo tales recursos podían obtenerse sin garantía oficial. El segundo artículo que se presenta en este volumen, "Financiamiento y endeudamiento externo de América Latina y propuestas de acción", constituye el primer esfuerzo para evaluar la deuda externa de la región considerando no sólo el componente de la deuda tradicionalmente tomado en cuenta, es decir, la deuda con garantía pública, sino además la deuda contratada por el sector privado del país deudor en bancos comerciales del exterior, sin garantía estatal. El artículo destaca el rápido crecimiento de la deuda proveniente de bancos comerciales y el consiguiente cambio en el costo y en el plazo promedio de la deuda externa de América Latina. Contiene además algunas propuestas de solución, entre las que resaltan fórmulas de alivio al pago

de intereses, mejoramientos en los mecanismos de renegociación y refinanciamiento de la deuda, fortalecimiento de las instituciones multilaterales de financiamiento, y ampliación (y no restricción) del comercio.

Es este tal vez el primer llamado de alerta acerca del rápido incremento del recurso a la deuda externa como fórmula para financiar déficit de la cuenta corriente del balance de pagos de la región.

Frente al rápido aumento de la deuda, la mayor parte de los analistas señalaba que el valor real de ésta era rápidamente erosionado por la inflación mundial. El tercer artículo, "Inflación mundial y deuda externa: el caso del deflactor impropio", evalúa, y descarta por incorrecto, el argumento según el cual la deuda externa no es un problema, puesto que la inflación internacional reduce su valor real. La tesis del artículo llegó más adelante a ser de aceptación general: las tasas de interés fluctuantes que reflejan el efecto de la inflación esperada, así como el deterioro de la relación del intercambio de los países no exportadores de petróleo que venía registrándose en esos años, tienden a que el servicio de la deuda se haga más oneroso para la economía de los países deudores, y neutralizan el presunto alivio generado por la inflación mundial, que para los países deudores sólo sería factible si las tasas de interés y la relación del intercambio estuvieran dadas. Este artículo constituye la primera crítica a los argumentos tradicionalmente aceptados acerca del peso del servicio de la deuda.

El rápido crecimiento de la deuda llevó a considerar alternativas para el financiamiento del déficit corriente en el balance de pagos. La opción más importante es la inversión externa directa, que ha sido objeto de gran discusión tanto en el plano económico como en el político. El cuarto artículo que se incluye en esta obra, "Cartera de inversiones de los países exportadores de petróleo: diversificación orientada hacia América Latina", constituye un análisis de la demanda latinoamericana de inversiones externas y señala que el crecimiento acelerado de la deuda como forma principal de transferencia de ahorro externo no puede continuar por mucho tiempo, ya que su servicio, que implica un compromiso predeterminado en el plazo y monto, puede llegar a ser incompatible con las posibilidades reales de financiarlo. El artículo señala que una manera de enfrentar este problema consiste en estimular el incremento de la inversión externa, y observa además, que sería conveniente para los países exportadores de petróleo invertir en América Latina: permitiría incrementar el rendimiento medio en la cartera de inversiones de estos países y disminuir la variabilidad de dicho rendimiento. El artículo indica medios para reducir o eliminar inconvenientes de orden político vinculados a la inversión extranjera directa.

La inversión extranjera directa es sólo una de las formas que adoptan los movimientos de capitales entre países. Sin embargo, dicha forma de transferencia de capital había sido la única sometida a estudios relativamente sistemáticos en países en desarrollo. Otros movimientos de capitales, generalmente de más corto plazo, que alcanzaban creciente importancia en las transacciones externas de estos países no habían sido sometidos a estudio. El quinto artículo incluido en esta obra, "Movimientos internacionales de capitales", presenta un modelo analítico para explicar dichos movimientos incluyendo las tenencias privadas de divisas, y los resultados empíricos de la aplicación de dicho modelo a un conjunto de países latinoamericanos. El estudio concluye que el control directo de los movimientos de capitales es difícil y que tales movimientos responden con gran rapidez a los incentivos económicos en condiciones de funcionamiento normal de los mercados financieros externos.

Los problemas del desarrollo y los crecientes desequilibrios en la economía mundial impulsaron diversas iniciativas para buscar soluciones. La más importante de éstas fue el establecimiento de una Comisión Independiente sobre Problemas del Desarrollo Interna-

cional, encabezada por el ex-Canciller de Alemania Federal, Willy Brandt. El sexto artículo incluido en esta obra, "América Latina y el sistema monetario internacional: observaciones y sugerencias", es una versión revisada de la exposición presentada por el autor a invitación de la Comisión Brandt. Este artículo destaca la profunda transformación cualitativa del sistema monetario internacional debido al creciente papel del sector privado tanto en el financiamiento como en el manejo de importantes tenencias de divisas, y señala la necesidad de un crecimiento más acelerado de las exportaciones de los países en desarrollo. El artículo sugiere además medidas para mejorar el sistema monetario y financiero, considerando tanto aquéllas destinadas a mejorar el proceso de ajuste a nivel mundial como las que permitirían negociaciones de mayor alcance entre países desarrollados y en desarrollo.

El crecimiento de la disponibilidad de recursos financieros externos llevó a varios países a considerar que el tradicional estrangulamiento del financiamiento externo había sido definitivamente superado, por lo que aparecía como conveniente una política de mayor liberalización del comercio y los pagos externos. Así, se iniciaron rápidos procesos de apertura y liberalización, especialmente en el Cono Sur de América Latina. Tales procesos difirieron en cuanto a su secuencia y al grado y la velocidad con que se abrieron el comercio y los movimientos de capitales. El séptimo artículo de este volumen, "Apertura financiera y el proceso de ajuste", describe el proceso de ajuste que se produce ante un impacto monetario interno y explora en particular tal proceso en dos casos extremos: apertura total del comercio en ausencia de movimientos de capitales no compensadores y apertura total para las transferencias de capital en una economía cerrada a las transacciones comerciales. El artículo examina las diferencias entre ambos casos, particularmente en términos de los efectos sobre las tasas de interés internas y los niveles de empleo y de precios.

El octavo artículo, "Repercusiones monetarias y reales de la apertura al exterior: el caso chileno, 1975-1978", examina en mayor profundidad las consecuencias que tuvo, para la economía chilena, la apertura financiera al exterior en la segunda mitad de los setenta. El autor señala que los esfuerzos realizados para contener la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero eran inconsistentes con la política de apertura progresiva de la economía chilena al exterior y de fijación del tipo de cambio, ya que en tales condiciones la oferta monetaria se convierte en variable endógena. Señala que el tipo de cambio no debería usarse como instrumento para controlar la oferta monetaria y que un apropiado crecimiento de los préstamos del exterior requiere medidas activas destinadas a regular el flujo de divisas a través de la cuenta de capitales. El autor también señala que debería haber mayor preocupación por los distintos componentes del balance de pagos y no sólo por el saldo global de éste. Concluye que la política aplicada en Chile durante este período tuvo importantes consecuencias redistributivas tanto dentro del sector privado como entre éste y el sector público, y que la apertura comercial y la financiera deben evaluarse y llevarse a la práctica en forma coordinada, debido a que entre ellas hay fuertes influencias recíprocas. Con los artículos sexto y séptimo, ya mencionados, se inicia el análisis sistemático de los procesos de apertura y de la secuencia más apropiada de cambios en el grado de apertura en el campo financiero y comercial.

Como consecuencia del trabajo de análisis de los procesos de apertura ya realizado a través de la cooperación entre el PNUD y la CEPAL, surgió la idea de elaborar un modelo de simulación que permitiese examinar las principales consecuencias económicas de distintas estrategias en el sector externo. Con el fin de materializar esta idea, se solicitó la cooperación del FMI. Los resultados de este esfuerzo tripartito se reflejan en los dos artículos que se reproducen en este libro en noveno y décimo lugar: "Estrategias alternativas de apertura: un modelo de simulación", y "Liberalización financiera y comercial en el

contexto de impactos externos y políticas internas inconsistentes". Ambos artículos presentan un modelo de simulación diseñado para poder examinar los efectos que tienen sobre las principales variables macroeconómicas, las modificaciones (aumento o disminución) en el grado de apertura al exterior, tanto en el plano comercial como en el financiero, en distintas velocidades y secuencias, frente a diversos impactos externos y con diferentes políticas económicas internas. Estos trabajos centran su atención en variables tales como el tipo de cambio, la tasa de interés, el nivel de actividad económica y el equilibrio externo, y examinan los efectos de diversos impactos y de políticas alternativas sobre dichas variables, tanto en relación con la senda de ajuste dinámico como con la posición de equilibrio final.

El undécimo artículo incluido en esta obra, "Políticas recientes de liberalización y estabilización en los países del Cono Sur: el caso chileno, 1974-1982", examina en detalle la experiencia chilena en materia de liberalización y apertura de la economía, y asimismo los esfuerzos antiinflacionarios realizados en esa situación. El autor demuestra que la política económica chilena fluctúa desde un extremo estatista (a comienzos de los setenta) hasta otro extremo, privatista, desde 1974 en adelante, y que este último extremo llevó, paradójicamente, a una situación en la cual el sistema financiero y parte importante de las empresas productivas del país fueron de hecho estatizadas. Señala que, si bien las circunstancias externas tuvieron alguna influencia, la responsabilidad principal en este resultado debe asignarse sobre todo a las políticas internas. Aduce que políticas incoherentes de tipo de cambio y de tasas de interés, y una política cambiaria absolutamente rígida, provocaron en la economía desequilibrios de una magnitud tal que su corrección sólo era posible mediante una crisis.

Hacia fines de la década de 1970, en círculos intelectuales latinoamericanos comenzaba a crecer la preocupación acerca de la deuda externa de América Latina. Tal preocupación no parecía ser compartida por los acreedores, los que continuaban ofreciendo activamente sus recursos en la región. El artículo que se incluye en duodécimo lugar, "El costo real de la deuda externa para el acreedor y para el deudor", demuestra que los puntos de vista del deudor y del acreedor son diferentes al evaluar el peso, o costo real, de la deuda, ya que cada uno de ellos considera opciones diversas para el uso de sus recursos. El artículo propone un método para medir el costo real de la deuda externa desde ambos puntos de vista y, sobre la base de dicho método, presenta estimaciones del costo real de la deuda externa para acreedores y deudores en un grupo de países latinoamericanos en el período 1961-1980.

Producida ya la crisis, los mercados financieros internacionales privados cerraron bruscamente sus puertas a la posibilidad de otorgar nuevos financiamientos, y surgió claramente el peligro de una verdadera catástrofe. El Fondo Monetario Internacional ejerció su influencia para evitarla y, al no contar con recursos suficientes, debió presionar a las instituciones financieras privadas para que continuasen prestando, aunque a un ritmo mucho más lento que en el pasado reciente. Esta situación llevó a los países deudores a una necesidad de ajuste sin precedentes en el último medio siglo, que redundó en una violenta caída del ingreso real por habitante y en fuertes aumentos del desempleo. El decimotercer trabajo que se presenta en este libro, "Financiamiento externo de América Latina: hechos, problemas y opciones", muestra los distintos factores que, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta, han influido en el rápido incremento de la deuda latinoamericana, considerando que no es sólo un desequilibrio del sector público lo que puede generar problemas en el sector externo, sino que, en ciertos casos, es el desequilibrio en el sector privado el que de hecho ha empujado al sector público fuera del mercado. El artículo examina las restricciones que impone el aumento de la deuda a la libertad para aplicar políticas internas, la transferencia internacional de recursos reales y los mecanis-

mos de transmisión de impactos externos a la economía nacional. Señala que en ciertas condiciones de tasas de interés, relación del intercambio y financiamiento adicional, la deuda externa es sostenible, pero que en las actuales circunstancias tales condiciones no se cumplen, por lo que se requiere una acción internacional consciente para evitar una crisis mayor.

La magnitud del esfuerzo de ajuste emprendido por los países deudores y su elevado costo llevaron a la necesidad de reconsiderar las políticas tradicionales de ajuste, y a poner en duda el enfoque de casos aislados que actualmente se aplica en los organismos internacionales y en los gobiernos de países acreedores. El último artículo reproducido en este libro, "El proceso de ajuste en los años ochenta: la necesidad de un enfoque global", destaca la necesidad de considerar el proceso de ajuste como un fenómeno internacional global cuando los países afectados por los desequilibrios son muchos. Al considerar cada caso como si fuese una situación aislada se cometen serios errores de composición que aumentan el costo del ajuste y generan un claro sesgo recesivo en la economía mundial. El artículo observa que un simple enfoque caso por caso es inadecuado para resolver los problemas económicos de los años ochenta y reitera la necesidad de un proceso de ajuste más simétrico. Señala al mismo tiempo que un mejoramiento de la economía mundial dentro de los rangos que es posible esperar no bastará para resolver el problema generado por el alto nivel alcanzado por la deuda externa. Se propone una solución relacionada con la estabilización de los pagos de intereses al exterior.

La crisis de la deuda ha puesto de manifiesto la existencia de una contradicción entre los efectos macroeconómicos de las políticas que normalmente se aplican para cerrar la brecha externa y asegurar el pago de la deuda al exterior y sus efectos sobre las posibilidades de pago de los deudores no oficiales. Las políticas restrictivas en aplicación, si bien aminoran, y aun revierten, el déficit del balance de pagos en cuenta corriente, tienen efectos microeconómicos negativos sobre empresas y personas, las que se ven en dificultades para mantener al día el servicio de sus deudas con instituciones en su propio país y en el extranjero. El problema de la deuda externa se extiende así al sistema financiero nacional, afectando su estabilidad y, con ello, todo el proceso de generación y transferencia de ahorros. Estos aspectos, y otros que se relacionan con el financiamiento del desarrollo, se están explorando ahora dentro del marco de la colaboración entre la CEPAL y el PNUD.

Carlos Massad
Coordinador

**La revolución de los banqueros en
la economía internacional: un mundo
sin sistema monetario**

Carlos Massad

El contenido de este artículo fue presentado en el Seminario Académico de la CEPAL el 4 de mayo de 1976 y publicado en la *Revista de la CEPAL* N° 2 del Segundo Semestre de 1976. El autor agradece los comentarios recibidos, particularmente los de Raúl Prebisch y Andrés Bianchi.

I

Introducción

Los diez últimos años han presenciado cambios rápidos y profundos en el campo de las relaciones financieras internacionales. Estos cambios van desde el intento de regulación del crecimiento de la liquidez internacional en la segunda mitad de la década de los años sesenta hasta la aceptación oficial de la libertad en materia de arreglos cambiarios en la segunda mitad del decenio de los setenta. Una implicación importante de tales cambios es la de alterar la responsabilidad principal en materia de regulación cambiaria.

En efecto, el sistema vigente desde fines de la segunda guerra mundial ponía en manos de la autoridad monetaria la responsabilidad principal en el funcionamiento del sistema; en cambio, en la situación actual el mercado y los organismos del sector privado, en particular los bancos y las empresas transnacionales, desempeñan un papel decisivo, y aceptado, en la conducta de corto plazo de los tipos de cambio y en la acumulación y desacumulación de medios de pago internacionales.

II

El sistema de Bretton Woods

Los primeros esfuerzos esporádicos por organizar alguna forma de sistema monetario internacional en reemplazo del patrón oro datan del período del desorden monetario de los años treinta. Sin embargo, las primeras proposiciones sistemáticas surgieron sólo en 1942, en las esferas gubernamentales del Reino Unido y los Estados Unidos.

Tales proposiciones tenían como objetivo buscar solución a los problemas monetarios que se preveían para después de la segunda guerra mundial. En el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, Harry D. White encabezaba los estudios y proposiciones, mientras que John M. Keynes lo hacía en Inglaterra.

No habían pasado tres años desde las proposiciones originales cuando la Conferencia Internacional Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas y Asociadas, reunida en Bretton Woods, New Hampshire, Estados Unidos, daba su aprobación al nuevo sistema. Este quedó reflejado en el Convenio Constitutivo del nuevo Fondo Monetario Internacional aprobado en dicha Conferencia el 22 de julio de 1944, que entró en vigencia el 27 de diciembre de 1945 y que subsistió sin modificaciones durante casi 25 años.¹

1. *Los problemas por resolver*

Mediante este acuerdo internacional se perseguían dos propósitos principales: el ajuste de las balanzas de pagos y la creación y regulación de la liquidez internacional.

En lo que se refiere al primero de ellos, el convenio estableció que un país sólo podía variar la relación de su moneda con el oro, o "paridad", cuando hubiese desequilibrios fundamentales que no pudiesen ser resueltos por otros medios, y puso el acento en las políticas monetarias y fiscales. Se esperaba que éstas lograrían ajustar las balanzas de pagos sin necesidad, salvo en casos extremos, de modificar la paridad. Para asegurar una paridad estable, los países se comprometieron a mantener sus monedas dentro de límites

máximos de variación de 1% por encima o por debajo de la paridad, y a intervenir en el mercado para mantener dichos límites. Así, a través de esta relación con el oro quedaba establecida una relación de las monedas entre sí, o "tipos de cambio".

Al efectuarse la intervención con dólares de los Estados Unidos, este país perdía su libertad para determinar su propio tipo de cambio. En efecto, el tipo de cambio del dólar sólo era el resultado de la determinación, por el resto de los países miembros del sistema, de sus propios tipos de cambio con relación a él. Si los Estados Unidos hubiesen intentado establecer un tipo de cambio distinto, se habría creado una situación de incompatibilidad de políticas, por lo que este país debió abstenerse de intervenir en el mercado; en cambio, se comprometía a convertir en oro, al precio oficial de 35 dólares la onza troy de oro fino, los dólares que fuesen presentados para conversión por las autoridades monetarias de los países miembros.

De esta manera, el dólar aparecía como moneda de intervención y de uso corriente en los pagos internacionales; los tipos de cambio de las diversas monedas quedaban establecidos en relación con el dólar, y esta última moneda, a su vez, anclaba el sistema al oro. Se esperaba que el Fondo Monetario Internacional recomendase medidas de ajuste, tanto a los países con déficit como a aquellos con superávit en sus pagos internacionales, y se establecía un sistema de préstamos de mediano plazo para los países que adoptaban medidas de ajuste, con el fin de cubrir el período necesario para que tales medidas surtiesen efecto.

En cuanto a la creación de liquidez, el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional previó su regulación mediante "cambios uniformes de la paridad", que no son otra cosa que un cambio en el precio del oro expresado en todas las monedas en la misma proporción. Esto equivale a un cambio del precio del oro en todas las monedas; más monedas por igual cantidad de oro, con lo cual se acrecentaba la liquidez internacional, naturalmente en lo que hace a monedas y no a oro.

Un segundo camino para modificar la liquidez internacional consistía en la posible acumulación de más oro, en las arcas de los bancos centrales. Así, la creación de liquidez internacional quedaba vinculada al acervo total existente, a la producción anual de oro, y al precio de éste en monedas.

2. *El sistema en la práctica*

Las condiciones económicas de los países al salir de la segunda guerra mundial hicieron que el dólar se convirtiese en el medio internacional de pago y en la moneda de acumulación más deseada. Por una parte, los países europeos necesitaban reconstruir sus reservas y, por otra, la expansión rápida del comercio mundial después de la guerra generaba una necesidad creciente de ellas. Con miras a acumularlas, los países europeos mantenían superávit persistentes en sus pagos internacionales, lo que era posible gracias a sostenidos déficit de los Estados Unidos financiados con el crecimiento de los pasivos externos estadounidenses de corto plazo.

Lo anterior apunta a uno de los grandes problemas planteados por el esquema concebido en Bretton Woods: la falta de incentivos para efectuar ajustes en los países con superávit persistentes o en los países que financian su déficit con su propia moneda que se acumula en el exterior. Ni unos ni otros necesitan recurrir al financiamiento del FMI y, por tanto, no están sometidos a su disciplina,² la que en la práctica termina siendo aplicable básicamente a los países con déficit en sus pagos internacionales y sin moneda de reserva.

De otra parte, las necesidades de liquidez internacional se iban satisfaciendo mediante la acumulación de dólares que hacían los países superavitarios, al costo de transferir recursos reales al país emisor de la moneda de reserva.

El sistema contenía, por tanto, tres asimetrías principales: una asimetría en los estímulos para efectuar el ajuste que hacía recaer el peso de éstos sobre los países deficitarios sin moneda de reserva; una asimetría en la obligación de intervención que eximía de ella a los Estados Unidos a cambio de que este país garantizara la convertibilidad en oro, y una asimetría en la generación de liquidez, cuyo costo debió pagar el resto del mundo al país emisor.

Esta última asimetría justifica una explicación especial. Cuando un país acumula medios de pago sobre el exterior, lo hace dejando de usar dichos medios para obtener recursos reales desde otros países. Por su parte, el país que entrega las divisas que se acumulan, lo hace a cambio de un bien o de un servicio del país receptor de las divisas. Así, un país que financia su déficit con su propia moneda en realidad está cambiando esta última por bienes y servicios del exterior. El país que la acumula está entregando bienes y servicios a cambio, con lo cual se produce una corriente neta de recursos reales desde el país que acumula reservas hacia el que financia un déficit. El país emisor de la moneda recibe un señoreaje de los que la acumulan.

Algunas de las asimetrías mencionadas más arriba estaban mejor resueltas en el plan presentado por Keynes durante las discusiones sobre reforma monetaria en los últimos años de la segunda guerra mundial. Este plan preveía el establecimiento de una cámara de compensación que actuaría como banco central de los bancos centrales y llevaría una contabilidad de las transacciones internacionales, del mismo modo que un banco central la lleva de las transacciones entre bancos comerciales. Proponía cobrar interés tanto por saldos deudores como por saldos acreedores en el sistema, creando así un incentivo para el ajuste, no sólo de los países deudores, sino también de los acreedores. Limitaba a un cierto máximo tanto los saldos deudores como acreedores, y sugería crear por decisión multilateral una moneda internacional, el "bancor", para proveer la necesaria liquidez internacional. Establecía ciertas condiciones bajo las cuales los países deudores deberían devaluar sus monedas o los países acreedores revaluarlas, y permitía mucho mayor flexibilidad cambiaria que el convenio aprobado en Bretton Woods e inspirado por las ideas de Harry D. White. El plan Keynes proponía también crear una organización para inversiones internacionales a la que contribuirían automáticamente los países con superávit de balanza de pagos; una organización encargada de regular las variaciones cíclicas de los precios de los productos primarios y, finalmente, una organización económica internacional de consultas y discusiones sobre política económica en el mundo.

Ambos planes, el de White y el de Keynes, asignaban gran importancia a la acción de la autoridad en el funcionamiento del sistema monetario internacional. Esto quedaba de manifiesto tanto en el organismo multilateral que se proponía crear como en las políticas cuya aplicación por parte de los gobiernos deberían hacer innecesarias, o a lo más mínimas, las fluctuaciones cambiarias.

III

El desarrollo y la crisis del sistema monetario internacional

Luego del término de la segunda guerra mundial, las economías de Europa y el Japón comenzaron a recuperarse de los efectos del conflicto mundial, a crecer a tasas mayores que la de los Estados Unidos, y a elevar con rapidez su productividad. Se expandía el comercio internacional y aumentaba la demanda de reservas oficiales. Las tenencias privadas de liquidez internacional no tenían importancia alguna; la rigidez de los tipos de cambio y la importancia decreciente de las restricciones cambiarias permitían al sector

privado obtener de las autoridades monetarias las divisas que necesitaba, a un precio dado. Sin grandes incertidumbres acerca de los tipos de cambio, y con mercados monetarios relativamente limitados, no se producían movimientos internacionales bruscos de capitales de corto plazo.

1. *El desarrollo del sistema*

Se configuró así una situación en la que los países europeos y Japón registraban superávits permanentes en sus balances de pagos, acumulando las reservas que necesitaban. Por su parte, la balanza de pagos de los Estados Unidos registraba déficit persistentes, financiados con un incremento de sus pasivos externos que correspondía a la acumulación de dólares por parte de los países superavitarios.

Si bien los Estados Unidos no tenía la obligación de intervenir en los mercados para mantener la paridad del dólar, el sistema preveía la convertibilidad en oro por las autoridades monetarias estadounidenses de los saldos de dólares mantenidos por tenedores oficiales, a su presentación. Se suponía que tal convertibilidad inclinaría a los Estados Unidos a aplicar medidas de ajuste de su balanza de pagos ante déficit sostenidos y la acumulación consiguiente de dólares en el exterior. Esos incentivos, sin embargo, no fueron eficaces frente a la vigorosa demanda mundial de dólares para constituir reservas. Ya a comienzos de los años sesenta las tenencias oficiales de dólares en el exterior habían superado las reservas de oro de los Estados Unidos, y a fines de 1970 llegaban a unos 25 000 millones de dólares.³ En ese mismo año las tenencias de oro del país sólo eran de 13 800 millones de dólares.⁴

Tal como lo había previsto Robert Triffin,⁵ a mediados de los años cincuenta la acumulación masiva de dólares fuera de los Estados Unidos creó riesgo de inconvertibilidad, ya que la autoridad monetaria de este país no hubiese podido convertir la mayor parte de las tenencias oficiales de dólares en el exterior si le hubiese sido presentada con ese fin.

2. *Los síntomas de la crisis*

La desconfianza cada vez mayor que suscitaba el sistema provocó la aparición de diversos síntomas de crisis. Al ponerse en duda la capacidad (o la voluntad) de los Estados Unidos de convertir en oro los dólares acumulados en el exterior por tenedores oficiales, se creó una situación inestable, en la que los rumores manejaban los movimientos del mercado. Ya en 1960 el precio del oro en los mercados privados se elevó por encima de 40 dólares la onza, lo que llevó a que Alemania, Bélgica, Estados Unidos, Francia, Holanda, Italia, los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza, acordaran mancomunadamente sus reservas de oro para mantener el precio en el mercado a no más de 35.20 dólares la onza. En diciembre de 1967, los Estados Unidos perdió casi mil millones de dólares —unas 750 toneladas de oro fino al precio oficial de 35 dólares la onza—, al producirse conversiones de dólares a oro ante el temor de que cambiara la política de dicho país. Las pérdidas continuaron en los primeros meses de 1968, y en marzo los países que habían mancomunado sus reservas declararon que no apoyarían más el precio del oro en el mercado libre, y que el precio oficial se mantendría sólo para transacciones entre bancos centrales.⁶

Las fuertes conversiones de dólares a este metal que se hicieron en 1967, así como la creciente acumulación de dólares en el exterior frente a las limitadas reservas de oro de los Estados Unidos, generaron a mediados del decenio de 1960 la impresión generalizada de que dicho país se vería obligado a aplicar medidas de ajuste de su economía que eliminaran el déficit de su balanza de pagos. Estas medidas provocarían el cierre de la principal fuente generadora de liquidez internacional, con el peligro consiguiente de que se produjese una deficiencia de liquidez y una tendencia generalizada a las restricciones en el comercio exterior. Ante estas perspectivas, los países comenzaron a interesarse en la posible

creación de un sustituto del dólar como medio de liquidez internacional, cuyo monto sería determinado por acuerdo internacional sobre la base de alguna estimación razonable de las necesidades mundiales de liquidez.

Así nacieron los derechos especiales de giro, vinculados al oro a la misma paridad que el dólar, de los que se esperaba se convirtiesen en el principal activo internacional de reservas. Los derechos especiales de giro son asientos de contabilidad entre el FMI y los países participantes en el sistema. A cada país se le asigna un cierto monto de estos derechos, del cual puede hacer uso para obtener monedas convertibles. No tienen existencia física y sólo pueden ser mantenidos y utilizados por instituciones que cumplan funciones de banco central. La modificación del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, que creó los derechos especiales de giro (DEG), se aprobó el 31 de mayo de 1968 y entró en vigencia el 28 de julio de 1969. Esta modificación fue la primera que tuvo el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario desde su entrada en vigencia a fines de 1945, casi 25 años antes.

Los vaticinios que llevaron a la creación de los derechos especiales de giro no se cumplieron. No sólo continuaron los déficit de la balanza de pagos de los Estados Unidos sino que además crecieron fuertemente las tenencias de dólares y otras monedas fuera de los países emisores, dando un fuerte impulso al mercado de euromonedas.

Hacia 1958 los países socialistas, y en particular la Unión Soviética, comenzaron a depositar saldos en dólares en bancos europeos para evitar una posible acción contra ellos si los depositaban en los Estados Unidos, y estos depósitos dieron lugar a créditos en la misma moneda. Poco antes, Inglaterra había introducido limitaciones al uso de la libra esterlina para propósitos de comercio internacional debido a un fuerte déficit externo. Estos dos hechos dieron origen al mercado de eurodólares, constituido por depósitos en dólares fuera de los Estados Unidos, tanto de bancos centrales y gobiernos, como de bancos y otras entidades privadas. Por otra parte, a medida que se afianzaba en el comercio internacional la posición de monedas distintas del dólar, aparecieron también depósitos y créditos en dichas monedas fuera de sus países de origen, diversificándose y ampliándose así el mercado de euromonedas. Estos depósitos y créditos no están sometidos a las regulaciones y restricciones de los países emisores de las monedas respectivas y tampoco están, en general, regulados en los países receptores, con lo que el mercado de euromonedas es el mercado monetario más libre y menos regulado del mundo.

El crecimiento de las tenencias privadas de divisas, su diversificación y el volumen creciente de las tenencias oficiales introdujeron mayor inestabilidad en el sistema. Tan pronto aparecían rumores de cambio en la paridad de alguna moneda se provocaban fuertes movimientos de capitales desestabilizadores. Por su magnitud, los efectos monetarios de tales movimientos en los países cuyas monedas estaban envueltas eran imposibles de compensar, aun mediante medidas no tradicionales como los intereses negativos sobre depósitos de extranjeros. Ni siquiera los controles directos bastaban para detener los movimientos de capitales de corto plazo, ya que éstos podían tomar formas difíciles o imposibles de controlar, como atrasos o adelantos en los pagos de importaciones y de exportaciones. Por vías como la señalada, los movimientos de capitales ocurrían a veces a través de las transacciones corrientes, las que, según el convenio de Bretton Woods, no podían o más bien no debían ser reguladas a través de controles directos.

3. Crisis y confusión

A medida que continuaba la acumulación de dólares en esferas oficiales y privadas fuera de los Estados Unidos, se generaban a la vez desconfianza en la convertibilidad del dólar en oro y movimientos de capitales fuertemente desequilibradores. Así las cosas, el 15 de agosto de 1971 el Gobierno de los Estados Unidos suspendió oficialmente la convertibili-

dad del dólar en oro, con lo cual rompió la base misma del sistema monetario creado en Bretton Woods. Esta fecha marca la crisis definitiva de dicho sistema.

Tras esta medida adoptada por los Estados Unidos hubo gran confusión en los mercados y repetidos intentos por encontrar un nuevo conjunto de paridades que pudiese ser sostenible. A fines de 1971, reunidos en el Instituto Smithsonian de Washington, D.C., las más altas autoridades financieras de 11 países industriales⁷ acordaron variar los tipos de cambio de sus monedas, devaluando relativamente algunas, principalmente el dólar, y revaluando otras, como el yen japonés y el marco alemán. De hecho, la devaluación del dólar representaba un aumento del precio oficial del oro desde 35 a 38 dólares por onza. Al mismo tiempo, y con el fin de intentar amortiguar los movimientos de capitales de corto plazo, se decidió ampliar el margen permitido de la fluctuación de las monedas a cada lado de la paridad desde 1% a 2.25%. Al ratificar estos acuerdos⁸ el FMI creó un nuevo concepto, el de "tasas centrales de cambio". Estas últimas, a diferencias de las "paridades", no suponen necesariamente una relación con el oro, sino más bien con otra moneda o con los derechos especiales de giro.

La ampliación de los márgenes permitidos de fluctuación alrededor de la paridad o de las tasas centrales tenía por objeto establecer un instrumento que amortiguara, mediante el funcionamiento de las fuerzas del mercado, los movimientos de capitales de corto plazo que se habían registrado en el pasado reciente. Se esperaba que, al aumentar de 2% a 4.5% la amplitud de la banda dentro de la cual podían fluctuar las diversas monedas, sin que se hiciese necesaria la intervención oficial para mantener los tipos de cambio, se debilitaría considerablemente el incentivo para los movimientos de capitales de corto plazo.

Sin embargo, la nueva banda tampoco fue suficiente para lograr su propósito y, apenas transcurridos seis meses del acuerdo smithsoniano, éste se había quebrado por la fuerza de los hechos, generándose una variedad muy grande de sistemas cambiarios en los diferentes países del mundo. Por razones que se analizarán más adelante, la gran mayoría de los países en desarrollo no tuvo más alternativa que vincular sus monedas a la de alguno de los países industriales con el cual su comercio y sus transacciones de capital fuesen importantes.

IV

La "serpiente", el "túnel" y la flotación

La flotación independiente de las principales monedas desalienta en algún grado la integración económica, ya que modifica el grado de protección convenido de antemano en cada una de las economías que se integran respecto del resto. Tales modificaciones tienden a crear fricciones entre los países y a debilitar acuerdos que reflejan a menudo un delicado equilibrio de intereses.

Conscientes de esta situación y con el objeto de continuar avanzando en sus propósitos de integración económica, un grupo de países europeos, fundamentalmente los de la Comunidad Económica Europea, se propusieron buscar los medios de limitar las fluctuaciones relativas entre sus monedas y convinieron en establecer un sistema en virtud del cual se comprometían a no permitir que los tipos de cambio se apartaran entre sí en más de 2.25% en relación con las paridades o tasas centrales convenidas. De este modo, el conjunto de estas monedas debía moverse más o menos al unísono dentro de márgenes máximos de fluctuación equivalentes a la mitad del margen total de 4.50% permitido en el acuerdo smithsoniano. Así nació la "serpiente", constituida por el conjunto de monedas europeas que fluctuaban menos que el resto. Al margen máximo de fluctuación de 4.50%

se lo llamó el "túnel", con lo que resultó un sistema monetario para los países mayores consistente en una "serpiente dentro del túnel".

En la práctica, el margen máximo de 4.50% de fluctuación pronto perdió vigencia, mientras que algunos de los miembros de la "serpiente" se retiraban y volvían a ingresar a ella según las circunstancias.⁹

Algunos países como Canadá, los Estados Unidos, Italia, Japón y el Reino Unido, decidieron dejar que sus monedas flotasen independientemente. Esto no significó que sus autoridades dejaran de intervenir en el mercado, sino que dejaron de ceñirse para ello a una regla fija o conocida de antemano. Otros países establecieron su tipo de cambio en relación con un conjunto de monedas o con los derechos especiales de giro, interviniendo en el mercado para mantener dicha relación, mientras que otros, finalmente, ligaron sus monedas a la de algún otro país. Entre estos últimos está la mayor parte de los países en desarrollo.

En esta forma, el sistema de paridades establecido en Bretton Woods y que había operado durante 25 años, fue reemplazado por una variedad de sistemas que reflejaba la diversidad de intereses y situación económica de los países. Para algunos, la flotación cambiaria ha significado una solución relativamente eficiente, bastando alteraciones relativamente pequeñas en las tasas cambiarias para provocar movimientos equilibradores. Para otros, en cambio, la flotación puede representar un alto costo económico y social.

V

Flotación o no flotación

Si alteraciones pequeñas en el tipo de cambio lograsen provocar movimientos equilibradores importantes en el balance de pagos, a los países les convendría dejar flotar su moneda; así, con modificaciones cambiarias leves se facilitaría el equilibrio en los pagos internacionales. En cambio, si para lograr un determinado movimiento equilibrador en los pagos se requiriesen fuertes fluctuaciones cambiarias, entonces probablemente los países no estarían dispuestos a dejar flotar libremente, o aun con cierto grado de intervención, sus monedas. Al mismo tiempo, la existencia de mercados cambiarios, particularmente para transacciones a futuro, permite a exportadores e importadores cubrirse del riesgo de modificación cambiaria, mientras que la no existencia de tales mercados, o su tamaño muy limitado, no facilitan tal cobertura. De este modo, un país en el que coincidan la existencia de mercados monetarios desarrollados con una elasticidad relativamente elevada de respuestas de la balanza de pagos a los movimientos cambiarios, preferirá el sistema de flotación a otros sistemas posibles. En cambio, la falta de tales mercados, unida a poca elasticidad de ajuste ante movimientos cambiarios, desalentará fuertemente tal flotación.

La respuesta de la balanza de pagos ante movimientos cambiarios dependerá tanto de las elasticidades-precio de la demanda de importaciones y de la oferta de exportaciones, como de la magnitud probable de los cambios en las condiciones que un país enfrenta. Esta magnitud probable influirá en los movimientos de capitales.

La elasticidad-precio de la demanda de importaciones será mayor mientras menor sea la proporción de los productos importados en el total y mientras más diversificadas sean tanto las importaciones como la producción nacional. Así, por ejemplo, un país que importa una pequeña proporción del abastecimiento interno total en determinados productos, encontrará que su elasticidad de demanda de importaciones es más alta mientras menor sea, a cada precio, la proporción de la demanda total que se importe.

Por otra parte, un país de producción diversificada que exporte en general excedentes de su producción interna relativamente pequeños en relación con la producción total,

encontrará que pequeños movimientos cambiarios alteran la relación de precios entre productos exportados y consumidos internamente; tal alteración será suficiente para que los cambios en la demanda que ellos generan absorban una parte apreciable de los productos exportables o aumenten considerablemente el saldo disponible para exportación.

Si concurren estas circunstancias, entonces pequeñas variaciones en la tasa cambiaria producirán movimientos importantes hacia el ajuste en el balance de pagos corriente y, por tanto, la probabilidad de que ocurran alteraciones muy fuertes en el tipo de cambio será pequeña. Además, si es poco probable que las condiciones externas o internas que enfrenta un país cambien muy sustancialmente, este conjunto de circunstancias hará que las alteraciones esperadas en el tipo de cambio sean de magnitud reducida. Esto tiene influencia sobre los movimientos de capitales, ya que bastarían movimientos limitados en las tasas de interés internas con relación a las externas para compensar las posibles ganancias por operaciones especulativas vinculadas a alteraciones cambiarias.¹⁰

Estas condiciones se dan en general en los Estados Unidos más que en cualquiera de los países de la Comunidad Económica Europea, tomados aisladamente. Sin embargo, los esfuerzos de integración en Europa, unidos a la flotación conjunta de sus monedas, hacen que la comparación pertinente no sea con cada país, sino con el conjunto de ellos. Así mirados, los países de la Comunidad Económica Europea presentan condiciones muy similares a las de los Estados Unidos, con lo cual el sistema de flotación aparece conveniente para ambos.

En cambio, para la generalidad de los países en desarrollo la situación es precisamente la opuesta. La elasticidad-precio de la demanda de importaciones es comúnmente más baja, ya que los productos importados normalmente representan una proporción elevada del consumo total de tales productos o, simplemente, no se producen dentro del país. Por su parte, las exportaciones de estos países están muy concentradas en unos pocos bienes, de los cuales se vende al exterior casi la producción total. De esta manera, tanto por el lado de las exportaciones como por el de las importaciones, el cambio de los precios relativos entre productos transados con el exterior y productos utilizados dentro del país, debe ser grande para provocar un ajuste de magnitud determinada. Así, la probabilidad de fluctuaciones fuertes de los tipos de cambio es mayor, siendo más difícil compensar mediante variaciones en las tasas de interés, los incentivos para los movimientos de capitales.

Por otra parte, los países en desarrollo no cuentan con mercados cambiarios importantes y en la mayor parte de ellos no existen mercados a futuro para sus monedas, con lo cual no es posible para exportadores e importadores cubrirse en el mercado interno de los riesgos cambiarios.

Aún más, para la mayor parte de los países en desarrollo, los ingresos por impuestos a las actividades de exportación y de importación forman una parte apreciable de los ingresos fiscales, de modo que las alteraciones en los tipos de cambio se transmiten también al resto de la economía a través de sus consecuencias en el financiamiento fiscal.

En suma, mientras la flotación cambiaria es una alternativa apropiada para los Estados Unidos y para Europa, ella es en cambio la posibilidad menos atractiva, o más costosa, para la generalidad de los países en desarrollo. Estas son las razones por las cuales los países en desarrollo no hayan apoyado con entusiasmo alguno la ruptura del convenio de Bretton Woods y que en general hayan vinculado sus monedas a la de algún país industrial con el que tengan lazos comerciales y financieros de importancia.

VI

El efecto de la flotación en los países en desarrollo

Como se ha visto, los países en desarrollo se ven en general impelidos a vincular sus monedas a la de algún país industrial con el cual comercian. Si estas últimas fluctúan en su relación recíproca, se producirán alteraciones en el tipo de cambio efectivo del país en desarrollo en la misma dirección en que se mueva la moneda principal. Cabe esperar que los movimientos de esta última sean equilibradores para el país que la emite, pero no lo serán necesariamente desde el punto de vista del país en desarrollo.

En realidad, las variaciones cambiarias requeridas para lograr una influencia equilibradora en el balance de pagos de un país en desarrollo serán en general diversas de las que harían posible un equilibrio en los pagos internacionales del país industrial a cuya moneda ha vinculado la propia. Este sesgo desequilibrador no desaparece aun cuando la moneda del país en desarrollo se vincule a un conjunto de monedas de países industriales, ya que para cada importador y exportador lo que interesa es el tipo de cambio en la moneda en que se hará una operación, y no un promedio. Eliminar este problema implica ajustes relativamente frecuentes en la tasa cambiaria del país en desarrollo con la moneda principal. Si bien tales cambios se hacen en algunos países,¹¹ ellos son posibles en un medio inflacionario en el cual se aprovecha la oportunidad de movimientos cambiarios hechos indispensables por la inflación para mover también en la dirección deseada el tipo de cambio real. En países en los que la tasa de inflación ha sido pequeña por un período largo, y que tienen una tradición de estabilidad cambiaria, los ajustes frecuentes son a menudo políticamente imposibles e incluso económicamente peligrosos por las expectativas que pueden generar.

La flotación, por tanto, introduce un elemento adicional de riesgo en las operaciones de comercio exterior de los países en desarrollo y tiende, en consecuencia, a reducir el volumen de recursos que se destina a la producción de bienes transables internacionalmente, ya que la incertidumbre es un costo adicional de las transacciones internacionales en comparación con las transacciones en el mercado interno.

Algunos países han tratado de enfrentar estos problemas cambiando la moneda a la cual vinculan la propia. Estos cambios, sin embargo, no pueden hacerse con demasiada frecuencia, ya que ello aumentaría los riesgos de las operaciones internacionales en vez de reducirlos.

VII

El papel de las tenencias privadas de divisas en la generación y transmisión de desequilibrios internacionales

Si bien no hay pruebas claras de ello, podría esperarse que la flotación de las monedas principales disminuyera la demanda de reservas para propósitos de intervención por parte de las autoridades, comparada con la demanda existente bajo un sistema de paridades fijas. En este último sistema, el sector privado puede minimizar sus saldos mantenidos en monedas extranjeras, ya que en cualquier momento le es posible obtenerlas de la autoridad monetaria. Sobre esta última recae la responsabilidad total en materia de intervención en los mercados, particularmente cuando la fluctuación permitida alrededor del tipo de cambio establecido es pequeña. En cambio, en un sistema de flotación cambiaria, la tarea de intervenir recae total o parcialmente en el sector privado. La

responsabilidad de este sector es total cuando la flotación es completamente limpia, es decir, cuando el sector oficial no interviene nunca en el mercado; en cambio, ella es parcial cuando la autoridad pretende regular de alguna manera, mediante su propia intervención, las fluctuaciones cambiarias.

En todo caso, ya sea con abstención de las autoridades o con intervención parcial de éstas, la flotación crea un estímulo para la intervención privada en los mercados cambiarios con miras a reducir o distribuir en el tiempo, las variaciones de los tipos de cambio.

Con el fin de intervenir en los mercados, dada la incertidumbre acerca de los tipos de cambio, el sector privado debe acumular las divisas en las cuales interviene. Naturalmente, mientras mayor sea esta acumulación mayor será el efecto que la acción privada podrá tener en los mercados cambiarios, ya que al disponer de recursos propios, dicho sector será menos vulnerable a las medidas de control o regulación que pueda adoptar la autoridad.

Por tanto, como consecuencia de la flotación puede esperarse una reducción de la demanda oficial de reservas y en cambio un aumento de la demanda privada.

Por otro lado, mientras mayor sea la diversidad de monedas con importancia en el comercio internacional —en la medida en que sus tipos de cambio varíen— más deberán diversificarse las tenencias de reservas, tanto oficiales como privadas. Tal diversificación por su parte, puede tender a hacer más volátiles los tipos de cambio, al crearse oportunidades de movimientos especulativos entre las diversas monedas aceptadas en los pagos internacionales. Esto es particularmente cierto cuando parte importante de la acumulación de monedas de reserva se concentra en el sector privado, ya que debería esperarse que el sector oficial fuese menos sensible a la posibilidad de ganancias especulativas.

Para el sector privado se genera un problema de composición de activos que puede tratarse mediante los modelos conocidos de tal composición. Si se sigue la lógica de estos modelos, se concluye que cuando el sector privado acumula divisas extranjeras, lo hace desacumulando otras formas de activo, incluida la moneda nacional. De este modo, la acumulación privada de divisas puede generar presiones similares a las que se producirían si la acumulación la hiciera el sector oficial. Mientras en este último caso habría una emisión por compra de divisas, en el primero habría una reducción de la demanda de otros activos, incluido dinero, que correspondería al aumento de la demanda de divisas.

Supóngase, por ejemplo, que partiendo de una situación de equilibrio se produce un déficit en la balanza de pagos de los Estados Unidos medida en términos de liquidez, mientras que se mantiene el equilibrio en la balanza medida en términos de transacciones oficiales.¹² Este último se mantendrá mientras no haya intervención oficial, pero la falta de intervención no garantiza equilibrio en el balance de pagos en términos de liquidez.

En el ejemplo descrito, se estarían acumulando en el exterior saldos adicionales de dólares en manos del sector privado, generándose así una presión inflacionaria hacia el exterior. A través de este mecanismo, el desequilibrio en la balanza de pagos de los Estados Unidos se transmitiría al resto del mundo, aun cuando los tipos de cambio fuesen flotantes.

Naturalmente, el proceso de transmisión funciona también a través de los tipos de cambio. Una devaluación producirá un aumento del costo de los productos importados y presionará también hacia arriba los precios internos de los exportados, provocando un incremento del promedio de los precios internos; en cambio, debido a que los precios no se mueven hacia abajo con la misma facilidad que hacia arriba, una revaluación no provoca una reducción similar de ellos. Se observa así que el sistema de flotación cambiaria contiene un sesgo inflacionario aun cuando, en un período largo, el tipo de cambio medio permanezca constante.

Hay quienes afirman que este sesgo se incrementa por el hecho de que tras movimientos del tipo de cambio la flotación cambiaria oculta los efectos desequilibradores

de políticas internas, con lo cual reduce los incentivos para aplicar políticas antiinflacionarias.

En suma, hay diversas vías por las cuales un desequilibrio puede transmitirse internacionalmente, aun con tipos de cambio totalmente flotantes.

VIII

La reforma del sistema

El quiebre del sistema monetario internacional en 1971 generó de inmediato un mayor interés por las discusiones acerca de su reforma. Si bien algunos economistas habían planteado con mucha anterioridad la necesidad de introducir cambios en el sistema, tales planteamientos se habían materializado sólo en la creación de los derechos especiales de giro. El resto de las características del sistema se habían mantenido incólumes hasta su derrumbe total.

Los mecanismos institucionales existentes no facilitaban el estudio de una reforma monetaria en el que participaran no sólo los países industriales más importantes sino también el resto de los miembros del FMI, incluidos los países en desarrollo. La Junta de Gobernadores del Fondo, su autoridad máxima, no era un mecanismo adecuado para el estudio y discusión de problema tan complejo, ya que era difícil tanto reunir con relativa frecuencia a más de 120 gobernadores como organizar una discusión fructífera en una asamblea de esa magnitud. En vista de ello, el Directorio Ejecutivo del FMI propuso a la Junta de Gobernadores la creación de un comité de 20 gobernadores que representarían a diversos países o áreas geográficas del mundo; con un secretariado ejecutivo pequeño y a través de reuniones frecuentes de nivel técnico, tendría a su cargo el estudio de la reforma monetaria. Este comité, que se estableció con el nombre de Comité de los 20, trabajó en 1972 y 1973 preparando las bases de lo que sería la reforma monetaria.

El Comité de los 20 intentó concebir las características básicas de un sistema monetario del futuro que resolviere de manera adecuada tanto los problemas de ajuste de balanza de pagos como los de creación de liquidez. El Comité convino en la necesidad de asegurar una mayor simetría en las obligaciones de ajuste de países deficitarios y superavitarios, así como en la conveniencia de controlar mejor la creación de liquidez. Hubo consenso en que los derechos especiales de giro deberían ser el centro del sistema monetario en reemplazo del oro y en que era conveniente establecer un sistema de paridades estables, pero ajustables.

El Comité de los 20 fue reemplazado posteriormente por el llamado Comité Interino,¹³ que constituyó el anticipo de otro que se crearía en calidad de órgano permanente del FMI mediante una modificación de sus estatutos. Este Comité Interino ratificó las características básicas del sistema convenidas en el Comité de los 20, aunque varió el enfoque de su trabajo. Se dedicó esencialmente a determinar las modificaciones que deberían introducirse de inmediato en el convenio constitutivo del Fondo con el fin de establecer alguna base jurídica para el funcionamiento del sistema monetario internacional. Y en la Quinta Reunión del Comité Interino de la Junta de Gobernadores del FMI sobre el sistema monetario internacional, realizada en Jamaica en enero de 1976, éste dio su respaldo final a un conjunto de nuevas disposiciones que modificaron sustancialmente el Convenio Constitutivo del Fondo.¹⁴

IX

Los países en desarrollo, las modificaciones al Convenio Constitutivo del FMI y los acuerdos de la Reunión de Jamaica¹⁵

Las modificaciones al Convenio Constitutivo del FMI aprobadas en la reunión de Jamaica se refieren a cinco aspectos básicos del sistema monetario: la función del oro, el sistema cambiario, los derechos especiales de giro, las operaciones y transacciones del Fondo y su estructura institucional.

1. *El oro en el sistema monetario reformado*

Las nuevas disposiciones significan la abolición del precio oficial del oro así como del conjunto de normas destinadas a poner en vigor tal precio oficial, incluyendo la eliminación de las limitaciones de los bancos centrales o autoridades monetarias para operar libremente en el mercado del oro. Sin un precio oficial, este metal deja de ser el centro del sistema monetario, ya que se elimina toda vinculación predeterminada entre las monedas y el oro. Este pasa así a desempeñar, dentro del sistema monetario, el mismo papel que cualquier otro producto no perecible, con la única diferencia de que este metal tiene una aceptación muy generalizada.

En general, se autoriza al Fondo para vender oro a un precio vinculado al precio de mercado, a cambio de monedas, con ciertas limitaciones y después de consultar al país cuya moneda se adquiera a cambio de oro. También se lo autoriza para vender oro a los países que sean miembros al 31 de agosto de 1975, en proporción a sus cuotas en esa fecha, a cambio de sus propias monedas y al precio oficial.

Cada vez que el Fondo venda oro a precio de mercado deberá ingresar a su Cuenta General la parte correspondiente al precio oficial, y el excedente lo ingresará a una Cuenta de Desembolso Especial, tanto para operaciones normales como para financiar operaciones especiales no consideradas en el Convenio Constitutivo; entre ellas se encuentra la distribución directa a los países en desarrollo en proporción a sus cuotas. Cuando se trata de operaciones especiales, éstas deberán ser aprobadas por la Junta de Gobernadores con una mayoría de 85% de los votos emisibles.

Al eliminarse el precio oficial del oro, el sistema de paridades basadas en éste desaparece no sólo *de facto* sino *de jure*, con lo cual surge la necesidad de un nuevo sistema cambiario.

2. *El sistema cambiario*

Las modificaciones al sistema cambiario apuntan a que cada país pueda usar el que sea de su preferencia: flotación, ajustes graduales y frecuentes, flotación conjunta con otras monedas, tipo de cambio fijo respecto de la moneda de intervención o de los derechos especiales de giro o de un conjunto de varias monedas, u otros que puedan adoptar los bancos centrales. Se especifica sí que cualquiera que sea el sistema que se aplique, el Fondo ejercerá supervigilancia general sobre el funcionamiento de los sistemas en uso, para asegurar la colaboración de sus miembros en la solución de los problemas que puedan presentarse.

En otros términos, el nuevo estatuto del Fondo no establece un sistema cambiario sino más bien sanciona la situación existente¹⁶, aunque autoriza al Fondo para restablecer un sistema de paridades, cuya base se traza sólo en líneas generales. En efecto, el proyecto señala que con una mayoría de 85% de los votos emisibles, el Fondo puede determinar que

las condiciones económicas internacionales permiten la introducción de un sistema cambiario generalizado basado en paridades "estables pero ajustables", las que podrán establecerse en términos de derechos especiales de giro o de otro común denominador que no sea el oro ni las monedas. Se establece además que los tipos de cambio máximo y mínimo para transacciones al contado entre la moneda de un país y las de otros que mantengan el sistema de paridades no podrán diferir más de 4%, margen que podrá variar el Fondo con el 85% de los votos. Al estar estas paridades expresadas sobre una base distinta de las monedas, el margen se aplica en la misma forma a todas ellas.¹⁷

Para poder restablecer el sistema de paridades, además de la mayoría del 85% exigida, el Fondo deberá hacer un juicio acerca de la situación de la economía mundial, particularmente en lo que se refiere a la generación de liquidez y al proceso de ajuste. En cuanto a la primera se esperaría que hubiera un buen control del crecimiento de la liquidez internacional. En cuanto al segundo, se esperaría que estuvieran en vigor mecanismos que hicieran que tanto los países con superávit como aquellos con déficit en sus pagos externos actuaran "pronta, efectiva y simétricamente" para lograr el ajuste. Por lo demás, el Fondo deberá basar su juicio en la estabilidad de la economía mundial, tomando en cuenta movimientos de precios y tasas de crecimiento de las economías de los países miembros.

3. Los derechos especiales de giro

Las modificaciones relacionadas con las características y uso de los derechos especiales de giro tienen como propósito que éstos se constituyan en el principal activo de reserva del sistema monetario internacional. Se termina la vinculación entre los derechos especiales de giro y el oro y se autoriza al Fondo para determinar la forma de valorarlos y aun para introducir cambios substanciales en los sistemas de valorización. Se mantienen en términos generales las disposiciones que limitan el uso de los derechos especiales de giro a situaciones en que haya necesidad de usarlos y no simplemente deseo de cambiar la composición de las reservas. Se conserva el principio de "designación" en virtud del cual el Fondo puede designar a un país para que provea monedas a cambio de derechos especiales de giro, siempre que la posición de reservas de dicho país sea suficientemente fuerte. Además, se reduce la mayoría necesaria para modificar o eliminar la obligación de reconstitución.¹⁸

Se eliminan las limitaciones a la tasa de interés que se paga a los derechos especiales de giro y se elimina el oro como medio de pago para obtener derechos especiales de giro con el propósito de pagar los cargos que se apliquen. Los países participantes en la cuenta de derechos especiales de giro se comprometen a colaborar para lograr que éstos se conviertan en el activo principal del sistema monetario internacional. Además, se establece que los países podrán entregar al Fondo moneda de otros países miembros a cambio de derechos especiales de giro, siempre que los países emisores de la moneda en cuestión estén de acuerdo con la operación.

4. Las operaciones del Fondo y su estructura institucional

Las nuevas disposiciones prevén también una modernización de las operaciones y transacciones del Fondo y una ampliación de sus categorías, y facilitan el uso de recursos del Fondo para financiar contribuciones destinadas a existencias reguladoras internacionales de productos primarios; asimismo, se espera que el FMI utilice sus tenencias de todas las monedas en sus operaciones, y no sólo las de algunas de ellas, como ocurre en la actualidad: el concepto de "moneda convertible de hecho" es reemplazado por el de "moneda usable libremente".

En cuanto a la estructura institucional del organismo, los nuevos estatutos autorizan a la Junta de Gobernadores del Fondo a establecer, como nuevo organismo de éste, un

Consejo de Gobernadores que serviría como foro de análisis y discusión de carácter político, más ágil y eficiente que la propia Junta. El Consejo tendría tantos miembros como el Directorio Ejecutivo del Fondo, y estos miembros serían elegidos por los mismos países o grupos de países que eligen directores ejecutivos.

5. Otras decisiones del Comité Interino

Además de aprobar las modificaciones al Convenio Constitutivo del FMI, la reunión del Comité Interino en Jamaica ratificó la decisión de vender un sexto de las tenencias de oro del Fondo (unos 25 millones de onzas) mediante subasta pública en un período de cuatro años y destinar a los países en desarrollo toda la utilidad producida, tanto mediante la entrega directa a ellos de la proporción de las utilidades correspondientes a sus cuotas, como mediante la formación de un fondo especial de ayuda a los países en desarrollo que se hallen en condiciones difíciles. En este último caso, se tomará en cuenta el ingreso per cápita del país miembro en cuestión.¹⁹

Se ratificó también la decisión de entregar a cada país miembro, a cambio de su moneda, la proporción que corresponda a su cuota de un total de 25 millones de onzas adicionales, valoradas al precio oficial de 0.888671 gramos de oro fino por derecho especial de giro.

En la reunión de Jamaica, el Comité Interino dio su respaldo a los acuerdos alcanzados en el Directorio del Fondo con respecto a un incremento global de 32.5% en las cuotas de los países miembros.²⁰ Este aumento se distribuiría de tal manera, que se duplicaría la proporción de los países productores de petróleo (de 5% a 10% del total); se mantendría la proporción de los otros países en desarrollo y se reduciría la de los países industriales. Al mismo tiempo, el Comité decidió apoyar la propuesta de aumentar en 45% cada uno de los tramos de crédito del Fondo, como medida transitoria mientras entra en vigencia el incremento de las cuotas.

Además, el Comité acogió con beneplácito la decisión del Directorio del Fondo de modificar el mecanismo de financiamiento compensatorio por caídas transitorias de los ingresos procedentes de las exportaciones. Tales modificaciones liberalizan el sistema y permiten tomar mejor en cuenta los acontecimientos más recientes, incluidos los aumentos de precios que se registran en el comercio internacional.

6. Efectos en los países en desarrollo

De este conjunto de decisiones sobresalen, por su efecto sobre los países en desarrollo en general y sobre los latinoamericanos en particular, aquellas relacionadas con la abolición del precio oficial del oro, el uso de todas las monedas en las operaciones y transacciones, la aceptación de la existencia de múltiples sistemas cambiarios, los cambios introducidos en el servicio de financiamiento compensatorio, el aumento temporal de los tramos de crédito del Fondo y la creación de un Fondo Fiduciario.²¹

Ante todo la abolición del precio oficial del oro —mientras se mantenga su aceptación generalizada— significa en la práctica un aumento de este precio. Si bien los precios del mercado ya influían en las decisiones de los Bancos Centrales, la libertad para transar oro a precios del mercado legitima la consideración del oro a precios más altos que el oficial de DEG 1 por 0.888671 gramos de oro fino, equivalente a unos 42 dólares la onza. En realidad, el Fondo ya había convenido al menos con un país miembro que éste podría valorar el oro de sus reservas, para propósitos internos, a un precio más alto que el oficial.

Un mayor precio para el oro significa un incremento de la liquidez expresada en término de moneda, distribuido en proporción a las tenencias de oro. Pero dado que existe incertidumbre acerca del precio de mercado es probable que la medición de la liquidez creada deba hacerse descontando cierto factor debido a tal incertidumbre.

Si se supone una diferencia de precio de 60 dólares por onza entre el precio oficial y el de mercado, la legitimación de este último para operaciones oficiales al aprobarse las modificaciones al Convenio Constitutivo propuestas afectará la conducta de los tenedores oficiales de oro. Si, dada la incertidumbre acerca del precio de mercado, se reduce a 50 dólares la utilidad que afecta la conducta de los tenedores oficiales de oro, el incremento de liquidez resultante sería de unos 50 000 millones de dólares. De este total, no más de 2 600 millones corresponderían a los países en desarrollo no exportadores de petróleo.²²

Por otra parte, las disposiciones relacionadas con el uso por el Fondo de todas las monedas para sus operaciones, significan que también se usarán las monedas de los países en desarrollo, las que en general no son consideradas monedas de reserva y que, por tanto, serán convertidas a tales monedas. De este modo, las reservas de los países en desarrollo quedarían comprometidas en alguna medida, difícil de especificar.²³

Los nuevos acuerdos probablemente tendrían también otros efectos de más largo plazo, pero tal vez más importantes, en los países en desarrollo. La confirmación de la flotación como sistema podría obligar a diversificar la tenencia de monedas en las reservas de los países, reduciendo en vez de acrecentar la importancia de los derechos especiales de giro. Para los países en desarrollo, cuyas monedas en general no serán acumuladas por otros países, esta tenencia puede significar un costo en términos de recursos entregados a cambio de las monedas de otros países que se acumulan. Este costo también es difícil de apreciar por anticipado, y su medición tendrá que esperar el desarrollo de los acontecimientos.

Por su parte, como se ha indicado en páginas anteriores, la flotación en sí misma impone un costo adicional a la mayor parte de los países en desarrollo que, debido a falta de mercados cambiarios para transacciones en sus monedas, o al tamaño pequeño de tales mercados, se ve en la necesidad de vincular sus monedas a la de algún país o grupo de países con el que comercian. Naturalmente, si la flotación logra minimizar las fluctuaciones en el comercio internacional de los países desarrollados se tendrá por esta vía un efecto positivo sobre los países en desarrollo; sin embargo, lo que se ha observado hasta ahora no parece apuntar en tal dirección.

Los cambios introducidos en el servicio de financiamiento compensatorio permiten que los países en desarrollo hagan uso más fácil de él,²⁴ y las estimaciones realizadas en el FMI parecen indicar que, por esta vía, los países en desarrollo podrán contar con alrededor de mil millones de dólares en 1976.²⁵ Suponiendo incrementos netos de mil millones de dólares por año hasta enterar 5 000 millones adicionales, el valor actual de este mayor acceso al crédito, a una tasa de 7% anual, sería de menos de 4 400 millones de dólares.

El aumento temporal de los tramos de crédito del Fondo en un 45% representa también mayores recursos a disposición de todos los países miembros; por esta vía los países en desarrollo podrían obtener en 1976 unos 500 millones de dólares.²⁶ Si se acepta que estos países contarían con incrementos netos de 500 millones de dólares por año hasta enterar 2 000 millones, el valor presente de tales recursos, también al 7% por año, sería de unos 1 800 millones de dólares.

Por último, el Fondo Fiduciario podría significar un aporte adicional a los países en desarrollo más pobres de 400 a 500 millones de dólares.

La liberalización del servicio de financiamiento compensatorio y el aumento temporal de los tramos de crédito significarían entonces unos 5 200 millones de dólares para los países en desarrollo no exportadores de petróleo, medidos en términos de su valor presente. El precio libre del oro y el Fondo Fiduciario se traducirían por su parte en unos 3 000 millones de dólares más.

Pero al mismo tiempo, el término del Servicio Financiero del Petróleo implicaría la pérdida del derecho a girar recursos por unos 2 800 millones de dólares, cifra que

corresponde al valor actual de los giros de los países en desarrollo efectuados o aprobados en 1974, 1975 y 1976.²⁷

Los países en desarrollo se ven afectados además por las mayores necesidades de ajuste de sus economías frente a las fluctuaciones de las monedas principales, y por la necesidad de acumular monedas adicionales en sus reservas. Por el contrario, para los países desarrollados la flotación parece resolver algunos problemas de movimientos de capitales difíciles de manejar por otras vías, al tiempo que la acumulación de monedas por ellos se compensa al acumular cada uno las monedas de los demás; en términos netos, la acumulación de monedas por parte de los países en desarrollo significa una absorción por ellos de monedas emitidas por los países desarrollados.

Por otra parte, los países desarrollados y los exportadores de petróleo recibirán un incremento de su liquidez, medida en términos de moneda, de unos 48 000 millones de dólares, y tendrán también la posibilidad de usar los tramos ampliados de crédito en el Fondo, lo que puede significar un valor presente de unos 5 600 millones de dólares más, lo que hace un total de unos 53 600 millones de dólares. Además, estos países dejarán de contribuir al financiamiento del Servicio Financiero del Petróleo, que significaba para ellos otorgar un financiamiento (descontados los giros hechos por países desarrollados) cuyo valor presente es de unos 2 800 millones de dólares, haciendo un total de unos 56 400 millones de dólares.

Como se desprende del cuadro, los efectos cuantificables de los acuerdos de Jamaica y de las otras medidas adoptadas por el Fondo representan recursos por casi 64 000 millones de dólares, de los cuales sólo 10% corresponde a los países en desarrollo no exportadores de petróleo, aunque éstos aportan 22% de las cuotas al Fondo, y generan al menos 15% del producto nacional total de los miembros del Fondo.

**EFFECTOS MENSURABLES DE LA REFORMA DEL SISTEMA MONETARIO
Y OTROS ACUERDOS DEL FONDO SOBRE PAISES EN DESARROLLO
Y OTROS MIEMBROS DEL FMI**

(Miles de millones de dólares)

	<i>Países en desarrollo no exportadores de petróleo</i>	<i>Otros miembros</i>
Financiamiento compensatorio	4 387 ^a	—
Tramos de crédito	1 812 ^b	5 616 ^c
Oro ^d	3 000	48 000
Petróleo ^e	-2 757	+2 757
Total	6 442	56 373

^aCalculado bajo el supuesto de que sólo los países en desarrollo no exportadores de petróleo hacen uso de este servicio. El cálculo supone, además, que habrá un incremento neto de giros de 1 000 millones de dólares por año durante cinco años, y que de ahí en adelante no habrá nuevos incrementos netos. Para determinar el valor presente se usó una tasa de actualización de 7% anual.

^bCalculado bajo el supuesto de que habrá un incremento neto en los giros de los países en desarrollo de 500 millones de dólares por año, hasta alcanzar 2 000 millones de dólares.

^cCalculado bajo el supuesto de que habrá un incremento neto en los giros de los otros países miembros de 2 000 millones de dólares por año, hasta alcanzar 6 000 millones de dólares.

^dCalculado bajo el supuesto de una ganancia de 50 dólares por onza en el oro mantenido como reserva.

^eActualización al 7% anual de los datos efectivos.

X

Las consecuencias de la situación presente sobre el sistema futuro

Los objetivos que debería lograr un nuevo sistema monetario internacional y que han sido ratificados en diversas reuniones internacionales de nivel ministerial son los de reducir el papel del oro en el sistema, hacer de los derechos especiales de giro el elemento central, lograr un control adecuado de la expansión de la liquidez y asegurar simetría en los incentivos de ajuste para países deficitarios y superavitarios. Se ha señalado también como objetivo el lograr un sistema de paridades estables, pero ajustables; más estables que los tipos de cambio presentes, pero también más ajustables que las antiguas paridades. La estrategia elegida para alcanzar estos objetivos es una de evolución gradual, para asegurarse así de que cada paso adicional se dé sólo cuando las circunstancias económicas generales lo hagan posible.

Sin embargo, hoy la situación del sistema apunta, como se verá, en direcciones distintas a las señaladas. En la actualidad un grupo de países industriales se ha puesto de acuerdo para flotar sus monedas en conjunto; las de otros países industriales flotan independientemente, mientras la gran mayoría de los países en desarrollo vincula sus monedas a alguna de los países industriales.

La flotación conjunta de un grupo de monedas requiere de intervención oficial para mantener cada una de ellas dentro de los límites aceptados por el conjunto. Esta intervención exige el uso constante de las diversas monedas que componen el conjunto, y un financiamiento que generalmente se obtiene mediante alguna forma de apoyo crediticio mutuo entre los bancos centrales. Si bien la necesidad de financiamiento sería muy pequeña o nula a largo plazo si el sistema fuese estable, dicha estabilidad no está garantizada, a la vez que existe en el corto plazo una necesidad de recursos financieros para intervenir. Naturalmente, la intervención se hace mediante el uso de monedas y no de otros activos internacionales.

Por otra parte, el conjunto de monedas que flotan unidas se mueve, respecto de aquellas que flotan independientemente, en dirección generalmente equilibradora para el conjunto de los países envueltos, aunque no necesariamente para cada país individual. Si esta flotación fuese libre o limpia, las autoridades no necesitarían intervenir en el mercado. Desde este punto de vista, mientras las autoridades necesitan disponer de recursos para intervenir con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de los límites convenidos por el conjunto de países cuyas monedas flotan al unísono, no se requiere de ellos para intervenir respecto de monedas fuera del grupo. Sin embargo, en tal caso surgirán, como se ha dicho, incentivos para que el sector privado intervenga en los mercados de las monedas que están flotando, para lo cual este sector tendrá que acumular monedas con las cuales intervenir.

Por su parte, los países en desarrollo, al verse en general forzados a vincular sus monedas a alguna de los países industriales, tienen que aceptar intervención ilimitada de sus bancos centrales con el fin de mantener la tasa cambiaria fijada con la moneda a la cual se vinculan. Ya que dicha vinculación puede producir efectos desestabilizadores, también puede aumentar la necesidad de reservas oficiales para intervenir. Consideraciones de incertidumbre seguramente llevarán a los bancos centrales de los países en desarrollo, así como a otros tenedores de monedas extranjeras, a diversificar sus tenencias.

Esta situación tiene diversos efectos en la demanda de reservas. Como se ha dicho, las autoridades monetarias de los países cuyas monedas flotan juntas, cubren las necesidades de financiamiento de la intervención destinada a mantener los tipos de cambio entre ellos mediante un sistema de créditos recíprocos, de manera que la demanda neta de

reservas adicionales del grupo para este efecto será cercana a cero. Por otra parte, la flotación respecto de las otras monedas principales tenderá a disminuir su demanda de reservas y a cambiar la composición de ellas en favor de una mayor acumulación de monedas de los países fuera del grupo que sean aceptadas como medio internacional de pago. En el sector privado, por su parte, se generará también una mayor demanda de monedas con las cuales cumplir su intervención ampliada en los mercados monetarios.

Es difícil medir el efecto relativo de estas influencias dado el limitado número de observaciones de que se dispone y el hecho de que la flotación no ha sido verdaderamente libre. Sin embargo, es posible extraer algunas conclusiones tentativas en relación con las transferencias de recursos reales implícitas en la acumulación de reservas. Los incentivos inherentes al sistema parecen apuntar a reducir en algo la demanda oficial de reservas en los países cuyas monedas están flotando y en cambio incrementar, tal vez considerablemente, la demanda privada. En todo caso, los países cuyas monedas se usan en las transacciones internacionales observarán que el aumento de tenencias de monedas de los demás se compensa, al menos en parte, por el aumento de las tenencias de su propia moneda en los otros países.

En el caso de los países cuyas monedas flotan juntas, es posible esperar que, si el sistema es estable, compras y ventas de cada moneda en particular tiendan a compensarse en el largo plazo. Por tanto, para los países cuyas monedas se usan en el comercio internacional, cualquiera acumulación adicional de reservas se hará sin transferencias de recursos reales o con muy pequeña transferencia. Esto contrasta con la situación anterior a 1970, en que el conjunto de los países europeos acumulaba la moneda dólar sin que los Estados Unidos debiese acumular monedas europeas. Como resultado de estas influencias, habrá un incremento relativo de la demanda de monedas respecto de otros activos de reserva y en particular con respecto a los derechos especiales de giro.

En los países en desarrollo, la demanda de reservas oficiales tenderá a incrementarse debido a las necesidades adicionales de ajuste creadas por la vinculación de su moneda a otra que flote. Esta acumulación se hace sin compensación, ya que otros países no acumularán las monedas de los países en desarrollo.²⁸ Por tanto, estos países acumularán reservas al costo de transferir recursos reales a los países cuya moneda acumulen. Así se establece un vínculo entre la generación de liquidez y la transferencia de recursos reales, pero es un vínculo que funciona en la dirección opuesta de la deseable: se transfieren recursos desde los países en desarrollo hacia aquellos cuya moneda se acumula.

Este análisis permite concluir que el sistema monetario internacional no contribuye a fortalecer el papel de los derechos especiales de giro. Las necesidades de reservas para intervención pública o privada se concentran esencialmente en las monedas principales. Si hay algún aumento en la demanda de reservas, será un aumento en la demanda de monedas y no de derechos especiales de giro. Si bien en los países industriales puede reducirse la demanda de reservas del sector oficial, sin duda se incrementará la del sector privado, el que requiere monedas para su acción y no puede, por la naturaleza y las características del instrumento, usar derechos especiales de giro. De modo que en estos países el efecto principal probablemente sea el de un cambio en la composición de las reservas totales, públicas y privadas, en favor de las monedas y en desmedro de los derechos especiales de giro.

En los países en desarrollo no ocurre necesariamente lo mismo, ya que las mayores necesidades de ajuste creadas por la flotación de las monedas a las cuales vinculan la propia generará una mayor demanda de reservas oficiales. Esta mayor demanda de reservas podría reflejarse también en un aumento de la demanda de derechos especiales de giro, aumento que por su poca gravitación no incrementaría la importancia de éstos en el sistema monetario internacional. Así, el papel de los derechos especiales de giro en el

sistema podría reducirse en vez de incrementarse, aun cuando se los mantuviese como unidad de cuenta útil.

Conviene destacar que la función de los derechos especiales de giro como unidad de cuenta, por importante que sea, no da a éstos un papel central en el sistema. En efecto, la misma unidad de cuenta podría construirse con un conjunto de monedas, sin referencia alguna a los derechos especiales de giro.

Mientras mayor sea la importancia de las monedas como instrumento de reserva, y la proporción de las tenencias privadas en el total, más difícil será lograr una adecuada regulación del crecimiento de las reservas internacionales. Por una parte, la acumulación de monedas dependerá de la política económica de cada país, y no de una decisión colectiva racional; por otra, la acción del sector privado puede contribuir a crear o destruir medios de pago internacionales mediante la operación de los sistemas bancarios, con lo que se introduce en el cuadro un elemento adicional extremadamente difícil de manejar.

En el mercado de euromonedas opera un multiplicador bancario, similar al que existe en cualquier sistema bancario nacional con reservas fraccionarias.²⁹ En los sistemas bancarios nacionales, las decisiones del sector privado —bancos, empresas e individuos— en cuanto a las reservas que se mantienen para afrontar posibles retiros de depósitos, así como en cuanto a la composición preferida de las tenencias monetarias, determinan la capacidad del sistema bancario para crear más o menos dinero. En el mercado de euromonedas operan los mismos elementos, con la diferencia de que no existen, en general, encajes legales mínimos que tiendan a poner un límite relativamente bajo al multiplicador bancario. En todo caso, las decisiones privadas pueden reducir o incrementar el volumen total de depósitos de euromonedas, así como llevar a cambios en su composición. Si las tenencias privadas crecen lo suficiente será la acción del sector privado la que predominará en materia de intervención, y no hay garantía alguna de que ella se hará teniendo en vista las necesidades de ajuste internacional.

Al mismo tiempo, el sector privado puede ahora evadir mejor que nunca la política monetaria y crediticia de los bancos centrales nacionales por el simple expediente de operar en bancos fuera de las fronteras nacionales. La verdadera revolución ocurrida en materia de financiamiento internacional privado hace que sea mucho más difícil para las autoridades monetarias de los países el control de la situación monetaria y crediticia interna. El sector privado está ahora en el centro de los mecanismos monetarios internacionales.

En suma, los países de mayor importancia en el comercio internacional se sienten, en general, relativamente cómodos con la flotación de las monedas, su demanda de derechos especiales de giro tiende a disminuir y la influencia del sector privado a aumentar, resolviendo así las necesidades de la flotación.

Para los países en desarrollo, en cambio, la flotación es costosa y con el fin de obtener recursos de liquidez adicional, deben transferir recursos reales en cambio. Como este último grupo de países no es suficientemente importante en términos cuantitativos en las transacciones internacionales y su poder de decisión en el plano internacional es bastante limitado, no es probable que predomine su interés sobre el de los países industriales, por lo que es difícil esperar que se cumplan los objetivos señalados para la reforma monetaria. Al mismo tiempo, la influencia de las decisiones privadas en materia cambiaria y crediticia ha llegado a ser decisiva.

XI

Conclusiones

Como se desprende del análisis realizado en páginas anteriores, la situación de corto plazo tiende a reducir la importancia de los derechos especiales de giro, acentuar el papel de la flotación de las monedas e incrementar la importancia de algunas de ellas en el comercio internacional. A la vez, disminuye la autoridad del organismo encargado de supervigilar todo el sistema y se amplía el papel de las decisiones y la acción privada en el proceso de ajuste.

En este último aspecto, los bancos y los banqueros privados que actúan en el campo financiero internacional tienen responsabilidades cada vez mayores. Sus expectativas del futuro tienden a validarse a sí mismas, provocando devaluaciones o revaluaciones si esperan una devaluación o revaluación. Así, ellos han pasado a desempeñar un papel protagónico en las fluctuaciones cambiarias y en el proceso internacional de ajuste. El sector privado es más sensible que el oficial ante variaciones de las tasas de interés relativas o en los tipos de cambio esperados, de manera que el volumen extraordinario que han alcanzado las tenencias privadas de monedas extranjeras introduce un peligroso elemento de inestabilidad. Además, los cambios en la composición deseada de los activos y pasivos del sector privado pueden provocar efectos importantes en la demanda interna global.

Por todo esto, la situación existente no es estable. Podría llevar a repetidas crisis e inducir, como consecuencia, modificaciones deseables en el sistema. Pero tal efecto sólo se lograría, no mediante una evolución tranquila, sino mediante la insatisfacción creciente que generan las crisis.

Como ilustración, el caso de la "serpiente" es especialmente interesante. Dadas las condiciones en que se desenvuelve la economía mundial, para que la "serpiente" pudiera subsistir se requerirían frecuentes ajustes en las paridades o tasas centrales de los países que la integran, o sucesivos retiros y ingresos al grupo, es decir, frecuentes crisis en el mecanismo.

Al parecer, sólo repetidas crisis en el campo financiero internacional podrían llevar finalmente a alcanzar los objetivos que se consideran deseables. Las más altas autoridades de los países miembros del FMI han convenido en que es necesario contar con tipos de cambio estables pero ajustables, disminuir la importancia de las monedas y aumentar la de los derechos especiales de giro en los pagos internacionales. Sin embargo, la situación actual conduce precisamente en la dirección opuesta.

Ni siquiera puede alcanzarse el objetivo de regular la expansión de la liquidez internacional en las condiciones presentes. La creciente influencia de las transacciones privadas en los mercados monetarios internacionales³⁰ hace prácticamente imposible el adecuado control de la liquidez internacional, el que es necesario para garantizar un desarrollo sostenido en el comercio internacional sin presiones inflacionarias o depresivas. Tal control requiere una mayor influencia del sector oficial y de los organismos internacionales, incluyendo una regulación apropiada de los mercados de euromonedas. Sin embargo, también en este aspecto la tendencia ha ido en la dirección opuesta.

En suma, o los verdaderos objetivos que se buscan en el campo financiero internacional no son los que han sido aceptados internacionalmente, o los procedimientos adoptados para lograrlos no son los más apropiados.

NOTAS

¹Un excelente recuento de las diversas proposiciones hechas, de los debates y de las negociaciones que llevaron al acuerdo de Bretton Woods se encuentra en: Y. Keith Horsefield, *The International Monetary Fund 1945-1965*, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., 1969.

²Salvo en el caso de los primeros, por la posibilidad de que su moneda pueda ser declarada "moneda escasa", sanción jamás empleada.

³No incluye tenencias oficiales de eurodólares. Con ellas, la cifra sube a 34 200 millones. Véase FMI, *Informe anual*, 1975, p. 39.

⁴Incluye 2 800 millones de dólares en derechos especiales de giro y posición en el FMI.

⁵Robert Triffin, *Europe and the Money Muddle*, New Haven, Yale University Press, 1957, especialmente las pp. 296 a 299.

⁶Francia abandonó el grupo a fines de 1967.

⁷Alemania occidental, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza.

⁸Los acuerdos del Instituto Smithsonian son los primeros en que se convienen cambios generalizados en las tasas cambiarias.

⁹Alemania occidental, Bélgica, Francia, Luxemburgo y los Países Bajos son los miembros originales del Grupo, cuyo acuerdo se anunció el 12 de marzo de 1972. El 16 de marzo adhirió Suecia; el 24 de abril lo hizo Italia; el 1^o de mayo el Reino Unido, Irlanda y Dinamarca. Estos últimos países se retiraron del acuerdo el 23 de junio de 1972, pero Dinamarca volvió a ingresar el 10 de octubre. Italia dejó el grupo en febrero de 1973. Francia lo abandonó temporalmente en enero de 1974, para unírsele nuevamente en el último trimestre de 1975 y abandonarlo otra vez a fines del primer trimestre de 1976.

¹⁰Supóngase, por ejemplo, que se espera una devaluación de 3% en el año en la moneda de un país. Bastará que las tasas de interés internas suban 3% en relación con las externas para eliminar el incentivo a la salida de capitales. En cambio, si la devaluación esperada es de 15%, las tasas de interés internas deberán subir al menos 15% con relación a las externas para lograr el mismo propósito. Los movimientos necesarios de las tasas de interés serían aún mayores si la devaluación se esperara para un cierto momento en el tiempo, en vez de ocurrir a lo largo de un período.

¹¹Brasil, Chile y Colombia, por ejemplo.

¹²Esto significa que no cambia la situación de activos y pasivos externos *oficiales* netos de los Estados Unidos, pero que aumentan los pasivos netos frente a acreedores privados.

¹³El Comité de los 20 presentó su informe final, y un esquema de reforma, el 14 de junio de 1974. Fue reemplazado el 2 de octubre de ese año por el nuevo Comité Interino de la Junta de Gobernadores sobre el sistema monetario internacional.

¹⁴La Junta de Gobernadores ratificó en abril de 1976 lo aprobado por el Comité Interino en la reunión de Jamaica. Sin embargo, para que las modificaciones al Convenio Constitutivo puedan entrar en vigor se requiere, en la generalidad de los países miembros, ratificación legislativa.

¹⁵Un examen similar del tema que trata esta sección, hecho por el mismo autor, apareció anteriormente en *Temas del nuevo orden económico internacional*, serie Cuadernos de la CEPAL, N^o 12, Santiago de Chile, 1976.

¹⁶Se propone cambiar el título del Artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario, "Paridades de las monedas", por "Obligaciones en relación con los arreglos cambiarios".

¹⁷Si las paridades se expresaran en términos de una moneda, el margen posible de variación de ésta sería la mitad del margen de variación de las otras.

¹⁸Las actuales disposiciones señalan que los participantes deben mantener, al término de cada trimestre calendario, un promedio diario de derechos especiales de giro para los últimos cinco años que no sea inferior al 30% del promedio diario de asignaciones netas acumuladas que se le hayan hecho en el mismo período. Si el promedio es inferior al mínimo, surge la obligación de "reconstitución", es decir, de adquirir derechos especiales de giro para cumplir con la obligación.

¹⁹Esto significa que se preferirá especialmente a los países con ingreso per cápita inferior a DEG 300 (unos 360 dólares), excluyéndose así a la mayor parte de América Latina.

²⁰El aumento de cuotas ha sido ya aprobado por votación de los Gobernadores, pero no entrará en vigencia mientras no se cumplan los requisitos legales en cada país y mientras no se aprueben las reformas al Convenio Constitutivo del Fondo Monetario. Todo proceso puede demorar aún más de un año.

²¹El Fondo Fiduciario se constituirá con parte de las utilidades provenientes de la venta del oro del Fondo y se destinará a ayudar en condiciones muy concesionales a los países miembros más pobres.

²²Estimaciones sobre la base de un total de tenencias de oro por los países miembros del FMI de mil millones de onzas, de los cuales 5% corresponde a tenencias de los países en desarrollo no exportadores de petróleo. Se supone que el precio del oro que afecta la conducta de los tenedores de ese metal es inferior al precio de mercado, ya que este último está sujeto a fluctuaciones de cierta consideración.

²³Si un país, en un giro contra el Fondo, obtiene monedas de uso escaso en el comercio internacional, se dirigirá al país emisor de dicha moneda para obtener, a cambio de ella, monedas de reserva.

²⁴No es posible aún medir concretamente la mayor facilidad de uso del servicio de financiamiento compensatorio, ya que dependerá no sólo de las nuevas reglas de operación sino también de las políticas específicas que el Fondo ponga en práctica.

²⁵Declaración del Director Gerente del FMI en conferencia de prensa del 8 de enero de 1976, *Boletín del FMI*, 26 de enero de 1976, pp. 24 y 25.

²⁶Declaración del Director Gerente del FMI en conferencia de prensa del 8 de enero de 1976, *Boletín del FMI*, 26 de enero de 1976, pp. 24 y 25.

²⁷El Servicio Financiero del Petróleo fue establecido por el Fondo en 1974, con el fin de contribuir a evitar medidas restrictivas al comercio internacional que pudieran originarse en los países importadores de petróleo debido a la fuerte alza del precio de este combustible.

²⁸Con la excepción de aquellas de los países exportadores de petróleo.

²⁹Véase una explicación detallada del proceso de "creación" de dinero en el mercado de eurodólares, en M. Friedman, "The eurodollar market: some first principles", *The Morgan Guaranty Survey*, octubre de 1969.

³⁰En 1964, las tenencias privadas de liquidez internacional, de unos 24 000 millones de dólares, eran un tercio de las reservas oficiales totales. Ya en 1973, con unos 125 000 millones de dólares, representaban más de los dos tercios, y excedían por mucho las reservas oficiales de los países en cuyas monedas se mantienen dichas tenencias. Véase, por ejemplo, FMI, *Annual Report*, 1974, p. 44, que presenta estimaciones de las tenencias privadas de liquidez internacional.

Financiamiento y endeudamiento externo de América Latina y propuestas de acción

Carlos Massad y Roberto Zahler

Este trabajo fue publicado en *Cuadernos de la CEPAL*, N° 19. Los autores agradecen la colaboración de Tatjana Montes y los comentarios de Sidney Dell, Norberto González y la División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL.

I Introducción

1. *La utilización del financiamiento externo*

En los últimos años el financiamiento externo de los países de América Latina no exportadores de petróleo ha sufrido profundos cambios, tanto en sus magnitudes, plazos y condiciones, como por la evolución que han experimentado las fuentes de recursos externos a la región.

En efecto, el déficit medio de la balanza de pagos en cuenta corriente de estos países, que fue levemente superior a 1 500 millones de dólares anuales en el período 1965-1970 y algo mayor a 4 000 millones de dólares anuales en el trienio 1971-1973, subió bruscamente en 1974 a cifras cercanas a los 13 000 millones de dólares y en 1975 a más de 16 000 millones de dólares. Estos déficit representaban menos de 15% de las exportaciones de bienes y servicios en 1965-1970; en 1975 dicha proporción superó el 50%.

A mediados del decenio de 1960, el financiamiento externo de América Latina provenía principalmente de fuentes oficiales, tanto bilaterales como multilaterales, e inversiones directas. A mediados de los años setenta, el grueso del financiamiento provenía de bancos privados del exterior.

Los déficit en la cuenta corriente señalados se han cubierto mediante el financiamiento externo neto. A veces, éste se ha complementado con una reducción de las reservas; otras, en cambio, ha permitido aumentarlas. Por este motivo, para medir la utilización del financiamiento externo neto, resulta apropiado sumar a los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos los aumentos de reservas, y restar sus disminuciones. El cuadro 1 muestra el déficit de la cuenta corriente y los cambios en las reservas internacionales de los países de América Latina no exportadores de petróleo, así como de sus fuentes de financiamiento.¹

En el quinquenio 1966-1970, la tercer parte del financiamiento provino de inversiones directas y donaciones, mientras que el resto provino en partes iguales de préstamos oficiales y privados; los créditos de bancos comerciales representaron el 12% del financiamiento externo neto de la región.

Durante 1974-1975, los países latinoamericanos no exportadores de petróleo se vieron en la necesidad de reducir su nivel de reservas con el fin de financiar su déficit. La utilización de financiamiento en el bienio, en términos nominales, creció seis veces en comparación con la segunda mitad de la década pasada. Las inversiones directas y donaciones representaron sólo 15% del financiamiento externo neto; el resto se obtuvo de préstamos netos.

Dentro de estos últimos, los préstamos oficiales sólo representaron el 18%; y los bancos comerciales el 55% del financiamiento externo neto de los países de la región; o sea, mientras las necesidades para cubrir los déficit en cuenta corriente y las variaciones en las reservas se sextuplicaban, el financiamiento proveniente de la banca privada internacional crecía más de 27 veces.

Se puede ver que en estos últimos años, las fuentes de financiamiento externo de los países no exportadores de petróleo de la región han sufrido cambios considerables, siendo particularmente notable la importancia creciente de los bancos comerciales como fuentes

financieras de la región. Esto se ha debido fundamentalmente a que los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) han decidido dar prioridad, en sus programas de asistencia para el desarrollo, a los países relativamente más atrasados, que casi no tienen acceso a los mercados internacionales de capitales. Al mismo tiempo, las necesidades de financiamiento de los países latinoamericanos que no exportan petróleo han crecido como consecuencia del aumento de los precios de este producto y de la caída en la relación de precios del intercambio. Con ello, estos países se han visto forzados a competir por fuentes de financiamiento privadas, principalmente solicitando préstamos bancarios, pero también tratando de obtener o incrementar su acceso a los mercados de capitales de largo plazo.

Como se ha señalado, los bancos privados, que en el quinquenio 1966-1970 contribuyeron con un 12% al financiamiento externo neto de los países no exportadores de petróleo de la región, en 1974-1975 lo hicieron con un 55%. Lo anterior refleja, naturalmente, el hecho de que el financiamiento oficial ha crecido mucho menos que las necesidades de estos países, las que son cada vez mayores.

Cuadro 1

FINANCIAMIENTO EXTERNO DE PAISES DE AMERICA LATINA
NO EXPORTADORES DE PETROLEO

(Miles de millones de dólares)

	1966- 1970	1974	1975	1976
Déficit en cuenta corriente ^a	-2.0	-13.4	-16.3	-12.8
Reservas ^b	+0.4	-0.7	-2.2	+2.3
Utilización de financiamiento externo	2.4	12.7	14.1	15.1
Financiamiento externo neto ^c	2.5	14.3	15.4	
Inversión directa	0.7	2.1	2.2	2.3
Donaciones	0.1	0.1	0.1	
Préstamos netos ^d	1.7	12.1	13.1	
Préstamos de fuente oficial	0.9	2.0	2.5	2.8
Multilaterales	0.4	1.1	1.4	
Bilaterales	0.5	0.9	1.1 ^e	
Préstamos de fuente privada	0.8	10.1	10.6 ^f	
Proveedores	0.4	0.7	1.0 ^f	1.1 ^f
Bancos comerciales	0.3	8.2	8.2	7.2 ^g
Saldo no asignado	0.1	1.2	1.4	

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Balance of Payments*; Banco Interamericano de Desarrollo, *Financiamiento externo de los países de América Latina*, junio 1976; Banco de Pagos Internacionales: Suplemento y anuario; estimaciones de la CEPAL.

Nota: La corriente de préstamos de bancos comerciales se estimó sobre la base de la variación anual de la posición externa neta (activos menos pasivos) de la región en los bancos comerciales del exterior.

^a Definido excluyendo donaciones oficiales.

^b Signo positivo corresponde a aumento de reservas.

^c Excluye a Bolivia, Ecuador, Trinidad y Tabago y Venezuela por ser exportadores de petróleo, y a Panamá por ser un centro financiero.

^d Incluye préstamos autónomos y compensatorios de largo, mediano y corto plazo.

^e Calculado por diferencia, estimándose la cifra total de recursos oficiales sobre la base del crecimiento (20%) del total otorgado por el Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD) a los países en desarrollo.

^f Cifra estimada según el crecimiento de los créditos de proveedores otorgados por el CAD a los países en desarrollo no exportadores de petróleo.

^g Cifras preliminares hasta septiembre de 1976.

2. Corrientes oficiales de financiamiento

Las corrientes oficiales, que incluyen donaciones y préstamos bilaterales y multilaterales, tienen ciertas condiciones de gracia, interés y plazo que las hacen más ventajosas que los préstamos privados. Como lo señala el cuadro 1, la importancia de este tipo de financiamiento en el total de los países de América Latina no exportadores de petróleo ha bajado drásticamente.

Según datos preliminares del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD), la asistencia oficial para el desarrollo como proporción del producto nacional bruto (PNB) de los países industrializados, alcanzó en 1978 a un 0.32%, lo que indica que aún se está muy lejos de alcanzar la meta de 0.7% del producto interno bruto establecida por las Naciones Unidas para la transferencia de este tipo de recursos a los países en desarrollo. Aún más, si se considera que en los años sesenta esa proporción fue de 0.44%, se puede afirmar que en el decenio de 1970 se ha perdido terreno, en vez de avanzarse en este campo.

El cuadro 2 da una idea del volumen de esa asistencia oficial transferido al conjunto de los países en desarrollo, y de la evolución que ella ha tenido entre 1960 y 1978.

Hace diez años, los países desarrollados otorgaban recursos concesionales destinados al desarrollo por un monto equivalente a 60% del total de los recursos transferidos a los países en desarrollo; a fines de la presente década el porcentaje ha bajado a 32%.

Proyecciones de organismos internacionales² indican que para los próximos cinco años la asistencia oficial para el desarrollo otorgada por los países miembros del CAD tendería a bajar hasta 0.33% de su producto nacional bruto en 1979 y 1980. En los Estados Unidos, cuyo comportamiento incide con mayor fuerza en América Latina, el coeficiente Asistencia oficial para el desarrollo/Producto nacional bruto fue de 2.79% en 1949, cuando se inició el Plan Marshall; 0.53% en 1960 y 0.31% en 1970, la proyección para 1980 es de 0.21%

Cuadro 2

**PAISES MIEMBROS DEL COMITE DE ASISTENCIA PARA EL DESARROLLO:
RECURSOS FINANCIEROS NETOS TRANSFERIDOS A LOS
PAISES EN DESARROLLO**

(Desembolsos netos)

	Promedio anual 1961-1970	1971	1972	1973	1974	1975
a) Miles de millones de dólares						
Total de los recursos financieros netos transferidos a los países en desarrollo	11.0	17.8	19.7	24.6	27.6	38.8
Asistencia oficial para el desarrollo	6.0	7.7	8.5	9.4	11.3	13.6
Desembolsos privados	4.2	8.0	8.6	11.4	13.3	21.2
Otros recursos oficiales	0.8	1.3	1.5	2.5	2.2	2.7
Donaciones privadas	-	-	0.9	1.4	1.2	1.4
b) Porcentajes del PNB						
Total	0.77	0.80	0.77	0.79	0.82	1.02
Asistencia oficial para el desarrollo	0.44	0.35	0.33	0.30	0.33	0.36

Fuente: Comunicado de prensa de la OCDE, París, 29 de junio de 1976, cuadro 4.

No sólo ha disminuido la participación relativa de las corrientes financieras oficiales, y dentro de ellas, la de aquellas de carácter más concesional (particularmente en el caso de los Estados Unidos, que más afecta a los países latinoamericanos), sino que además la distribución geográfica de las corrientes financieras concesionales confirma la desfavorable posición de América Latina comparada con otras regiones.

En el cuadro 3, las corrientes concesionales abarcan las donaciones y aquellos préstamos cuyo factor concesional es, por lo menos, de 25%.

De dicha información se desprende que los países latinoamericanos no exportadores de petróleo constituyen la única región en desarrollo (fuera de Asia) que ha visto disminuir la proporción de recursos financieros concesionales sobre el total de los recursos netos provenientes del CAD. Aún más, dicha proporción ha caído a poco más de la mitad de la que era en 1971, y el volumen absoluto de las corrientes concesionales dirigidas a ellos en 1976 y 1977 fue, en términos reales, menor que en 1971.

Además, las condiciones medias de los compromisos de préstamos también marcan una tendencia desfavorable para la región. El cuadro 4 hace resaltar el deterioro y bajísimo porcentaje de concesionalidad en los recursos que corresponden a América Latina, en comparación con otras regiones geográficas. Es interesante observar que los países del Mediterráneo más adelantados —España, Grecia, Israel, Malta, Portugal, Turquía y Yugoslavia— reciben una proporción mayor de sus recursos en términos concesionales que América Latina, aun cuando su nivel de desarrollo es evidentemente más alto que el de la generalidad de los países latinoamericanos.

En resumen, todo indica que la importancia de los préstamos oficiales como fuente de financiamiento externo de la región, ha disminuido marcadamente, y que América Latina se ha visto desplazada, en lo que toca a volumen de préstamos en condiciones favorables y porcentaje de concesionalidad, por otras regiones en desarrollo.

Frente a la situación financiera internacional que se preveía a fines de 1973, se intentó ampliar y facilitar el acceso de los países a recursos provenientes de algunos organismos internacionales, particularmente el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cuadro 3

PAISES MIEMBROS DEL COMITE DE ASISTENCIA PARA EL DESARROLLO (CAD) Y ORGANISMOS MULTILATERALES^a: DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE LOS RECURSOS FINANCIEROS NETOS TRANSFERIDOS A CIERTOS PAISES EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO

(Millones de dólares)

	1971			1974		
	Corriente total	Corriente concesional	Porcentaje concesional s/total	Corriente total	Corriente concesional	Porcentaje concesional s/total
Países latinoamericanos no exportadores de petróleo ^b	3 333	555	16.7	7 039	626	8.9
Africa	3 760	1 962	52.2	4 752	2 935	61.8
Asia ^c	3 815	2 774	72.7	3 804	2 788	73.3
Oceania	389	284	73.0	608	495	81.4
Europa	1 245	223	17.9	1 885	129	6.8

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico; CAD, *Report 1975*, cuadros 26 y 28.

^aNo están incluidos los organismos multilaterales en cuyas transferencias de recursos el elemento concesional es inferior al 25%.

^bIncluyen los montos no especificados correspondientes a América del Sur y América en general.

^cExcluye el Medio Oriente e Indonesia.

Cuadro 4

**CONDICIONES MEDIAS DE LOS COMPROMISOS DE PRESTAMOS CON GARANTIA
OFICIAL Y FACTOR CONCESIONAL DE LOS PRESTAMOS Y
DONACIONES, POR REGIONES**

Región	Año	Compromisos de préstamos		Intereses (porcentajes)	Factor concesional de préstamos y donaciones (porcentajes)
		Vencimiento (años)	Período de gracia (años)		
América Latina	1967	14.1	3.4	5.4	31
	1973	13.8	4.2	8.1	16
	1974	12.8	3.7	7.9	15
Países del Mediterráneo	1967	17.5	5.9	4.1	39
	1973	17.3	6.5	6.0	32
	1974	15.4	4.9	7.5	20
Africa al sur del Sahara	1967	21.4	5.3	3.1	69
	1973	21.5	5.9	4.9	53
	1974	20.6	5.8	5.0	55
Asia oriental y el Pacífico	1967	14.0	3.9	4.4	59
	1973	21.8	6.0	5.4	45
	1974	16.6	5.3	6.1	33
Norte de Africa y Medio Oriente	1967	13.6	3.5	3.9	44
	1973	14.7	4.4	5.8	27
	1974	17.0	3.9	5.4	35
Asia meridional	1967	27.8	6.9	2.5	72
	1973	33.0	7.8	2.1	69
	1974	28.1	7.2	2.4	62

Fuente: Banco Mundial, Informe Anual 1976, p. 121.

Si bien la reciente ampliación en los tramos de créditos del FMI mientras se perfecciona el aumento de cuotas ya acordado, la creación del Servicio Financiero del Petróleo (que cerró sus operaciones en marzo de 1976) y la mayor liberalización en el acceso al Servicio de Financiamiento Compensatorio, han contribuido a aliviar el problema de financiamiento de los países deficitarios, sólo lo han hecho en escala muy moderada si se considera la magnitud del problema y los niveles previos de financiamiento oficial. Lo anterior es particularmente válido para los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, la gran mayoría de los cuales, además, no puede recurrir a los recursos provenientes del nuevo Fondo Fiduciario del FMI, ya que el acceso a éste se ha restringido a los países con ingreso per cápita inferior a 300 dólares anuales.

Parece claro que las medidas adoptadas hacia fines de 1973 por diversos organismos internacionales, y particularmente el Fondo Monetario Internacional, tendientes a proveer nuevas fuentes oficiales de liquidez para financiar los déficit de los balances de pagos de países en desarrollo no exportadores de petróleo (PEDNEP), no han sido suficientes para satisfacer las necesidades de los países latinoamericanos que no exportan este producto.

3. Préstamos privados

La importancia que ha adquirido la banca comercial internacional en el financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo en los últimos años, como lo señala el cuadro 1, es evidente.

En 1974 y 1975 aproximadamente 85% del financiamiento externo neto total de tales países procedió de fuentes privadas. Los bancos comerciales se constituyeron en ese período en sus principales acreedores, correspondiéndoles el 55% de los recursos netos transferidos.

A pesar de que la información es incompleta, puede estimarse que en esos años estos países recibieron entre el 75% y el 80% del financiamiento bancario comercial transferido a los países en desarrollo no exportadores de petróleo, en tanto que su déficit correspondía a cerca de 40% del déficit conjunto de estos últimos.

Mirado desde otro ángulo, en el trienio 1974-1976, los primeros acumularon un déficit en cuenta corriente de 43 000 millones de dólares. La deuda externa global casi se duplicó desde 1973, y se estima que llegó a unos 80 000 millones de dólares a fines de 1976. De este monto, aproximadamente 50 000 millones de dólares, o sea las dos terceras partes, se debía a bancos comerciales.

La importancia que han adquirido los bancos comerciales para el financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo trae consigo una serie de consecuencias. En particular los plazos e intereses dificultan su uso en inversiones productivas de largo plazo y contribuyen a agravar el problema del servicio de la deuda y la capacidad crediticia de los países. El cuadro 5 muestra que el plazo medio de los préstamos bancarios en los últimos años se ha ido acortando sistemáticamente.

Estos hechos, unidos a los elevados déficit de balance de pagos de los últimos años, han llevado a un sostenido crecimiento de la deuda externa de la región y a un progresivo deterioro de su estructura, con lo cual se ha vuelto más vulnerable, y más dependiente de las fuentes privadas bancarias de financiamiento.

El futuro financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, como consecuencia de persistentes déficit en cuenta corriente, acelerados incre-

Cuadro 5

CREDITOS BANCARIOS EN EUROMONEDAS ANUNCIADOS SEGUN PLAZO DE VENCIMIENTO

(Porcentajes)

	1973	1974	1975	1976 ^a
Países industriales	100.0	100.0	100.0	100.0
De 1 a 6 años	17.7	16.1	52.9	31.4
De 7 a 10 años	58.3	70.7	40.4	49.0
Sobre 10 años	11.7	9.3	1.0	-
Plazo desconocido	12.3	3.9	5.7	19.53
Países en desarrollo	100.0	100.0	100.0	100.0
De 1 a 6 años	6.5	19.2	74.8	71.1
De 7 a 10 años	48.8	62.8	21.2	24.2
Sobre 10 años	26.7	14.5	1.7	-
Plazo desconocido	17.9	3.5	2.3	4.6

Fuente: Banco Mundial, *Borrowing in Capital Markets*, febrero de 1975 y agosto de 1976.

^aA junio de 1976.

mentos en el servicio de la deuda externa y la necesidad de recuperar y mantener un razonable nivel de reservas internacionales, dependerá en buena medida de recursos provenientes de la banca privada internacional.

Para los bancos privados, la posibilidad de continuar satisfaciendo las demandas de los países deudores depende esencialmente de que éstos tengan solvencia financiera. Esta última descansa básicamente en tres elementos: a) la contribución de los países deficitarios al ajuste de sus balances de pagos mediante medidas internas tendientes a reducir su demanda agregada y a cambiar los precios relativos, aumentando el de los bienes transables internacionalmente; b) la contribución de los países industriales superavitarios a través de adecuadas políticas de expansión económica y eliminación de barreras al comercio que aumenten su demanda de importaciones y abran su mercado a los productos provenientes de los países en desarrollo; y c) la participación de organismos oficiales —en mucho mayor grado que en el trienio anterior— para contribuir a financiar los desequilibrios transitorios y a resolver los problemas de ajuste y liquidez internacional en el futuro cercano.

En general, la mayor parte de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo ha tomado medidas de ajuste, aun cuando en algunos casos sus autoridades estiman que los déficit deben reducirse más. Una recuperación de los mercados de exportación de estos países, así como recursos adicionales de financiamiento oficial, ayudarían considerablemente a reducir el plazo y la magnitud de la restricción necesaria en la demanda agregada de estos países.

Parece claro que una participación más activa de los organismos multilaterales internacionales contribuirá directamente a resolver el problema, ampliando el acceso de los países a sus recursos y complementando éstos. Y también indirectamente, facilitando el acceso a fuentes privadas de financiamiento, al dar mayor respaldo a los países miembros. Así, se harían más manejables y se reducirían los costos de financiamiento de los balances de pagos de los países deficitarios en general, y de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo en particular.

II

Endeudamiento externo de América Latina

1. *La magnitud del problema*

Las cifras de déficit de la cuenta corriente que se han señalado reflejan sólo parcialmente la magnitud de las necesidades totales de financiamiento externo. En realidad, si no se desea sacrificar la tasa de crecimiento de los países, para determinar esa magnitud es necesario agregar al déficit de la balanza corriente las necesidades de aumento de las reservas y la amortización de la deuda ya contraída. También es necesario sustraer las inversiones directas y los ingresos netos de capitales de mediano y largo plazo.

La información disponible no permite elaborar series completas confiables. Mientras, por una parte, las cifras de inversión directa no son siempre fidedignas, por otra, los errores y omisiones en los cálculos del balance de pagos también oscurecen el cuadro. Sin embargo, los cambios en las magnitudes del déficit de la cuenta corriente y en la amortización de deudas son un buen indicador del incremento de las necesidades de financiamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.³

Como se observa en el cuadro 6, las cifras muestran una fuerte concentración en Argentina, Brasil y México. Sin embargo, dicha concentración es similar a la del producto interno bruto de los países de la región. En 1974-1975, la suma del déficit en cuenta corriente y las amortizaciones de Argentina, Brasil y México representaba algo menos de

75% del total correspondiente a los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, mientras que su producto interno bruto alcanzaba a 76%.

Hacia 1975, la situación externa de estos tres países había desmejorado debido al efecto insuficiente de las medidas de ajuste adoptadas. Durante 1976, estos países, a través de distintas políticas, aplicaron medidas adicionales conducentes a aliviar su situación externa.

a) *El balance en cuenta corriente*

Las cifras del déficit de los últimos años encuentran sus principales causas en el aumento de los precios de importación de los bienes de capital e intermedio, el incremento de los precios del petróleo y el sostenido aumento de los pagos por servicio del capital extranjero, elementos todos que han caracterizado el último trienio y a los cuales, en 1975, se sumó la recesión que afectó al mundo industrializado, con el consiguiente efecto en el balance de pagos de los países económicamente más débiles.

Cabe hacer notar que frente al impacto del alza de los precios del petróleo, los países industrializados aplicaron con rapidez medidas de ajuste, que si bien les significaron la recesión más seria de la postguerra, también les permitieron corregir su desequilibrio en la cuenta corriente, pasando de un déficit de 11 000 millones de dólares en 1974 a un superávit de 16 000 millones de dólares en 1975.

Por su parte, hasta principios de 1975, la mayoría de los países latinoamericanos no había aplicado medidas de política fuertes destinadas a reducir la demanda agregada, particularmente la de importaciones. De este modo, hasta 1974 inclusive, los países no exportadores de petróleo de la región mostraron una tasa de crecimiento del producto geográfico bruto bastante satisfactoria y estable (el promedio anual de 1972 fue de 7%) y tasas sostenidas de aumento de sus exportaciones, sobre todo aquellas de manufacturas. Sin embargo, para no sacrificar el volumen de importaciones, el crecimiento económico y los niveles de vida, cubrieron su desequilibrio externo con mayor endeudamiento.

Cuadro 6

PAISES LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES DE PETROLEO: DEFICIT^a
DE LAS BALANZAS DE PAGOS EN CUENTA CORRIENTE Y
AMORTIZACION DE DEUDAS^b

	1965-1970		1971-1973		1974-1975 ^c	
	Millones de dólares	Porcentajes	Millones de dólares	Porcentajes	Millones de dólares	Porcentajes
Argentina, Brasil y México	2 119	(62)	5 044	(67)	14 213	(74)
Colombia, Chile, Perú y Uruguay	706	(21)	1 595	(21)	2 838	(15)
Otros países	567	(17)	901	(12)	2 043	(11)
Total	3 392	(100)	7 540	(100)	19 094	(100)

Fuente: Elaborado sobre la base de cifras oficiales de balanza de pagos de los países. Las cifras corresponden a promedios anuales para los períodos indicados.

^a Definido excluyendo donaciones oficiales.

^b Se refiere a deudas no compensatorias de largo y mediano plazo.

^c Para 1974 y 1975 se usaron las cifras de amortización de deudas de 1974.

En 1975, la mayoría de estos países comenzó a aplicar medidas de ajuste del balance de pagos, por lo que su tasa de crecimiento se redujo a menos de la mitad de la registrada en 1971-1974. Sin embargo, debido a la recesión que sufrió el mundo industrial (con la consiguiente menor demanda de importaciones), a la mayor flexibilidad de dichas economías para responder a sus propias medidas de ajuste y al deterioro sufrido en la relación de precios del intercambio (de aproximadamente 12%), los países latinoamericanos no exportadores de petróleo vieron en gran medida frustrado su esfuerzo, incrementado su déficit en cuenta corriente a niveles aún mayores a los de 1974, y acelerado su endeudamiento externo.

Diversas estimaciones de organismos internacionales coinciden en señalar que en 1976 el déficit del balance comercial de tales países se redujo en unos 4 000 millones de dólares. Esta cifra se deduce de proyectar un incremento del 14% en el valor de las exportaciones, dada la recuperación de los países industriales y la ausencia de variaciones mayores en la relación de precios del intercambio. Además, debido a la mantención de políticas fiscales, monetarias, crediticias, de ingresos y cambiarias tendientes a contraer la demanda agregada, para no tener que reducir aún más su nivel de reservas internacionales ni incrementar tan rápidamente su ya elevada deuda externa, se estima que el valor de las importaciones se mantuvo más o menos constante en términos nominales. Lo anterior, unido a otros antecedentes, permite estimar para los países señalados una tasa de crecimiento del producto geográfico bruto algo mayor a la de 1975, esto es, en torno al 4 o 5% anual.

A pesar de que en 1976 fueron más altos los pagos por concepto de intereses sobre la deuda externa de este grupo de países (por un mayor endeudamiento en condiciones más onerosas), la reducción estimada del déficit en cuenta corriente lo llevó a un nivel cercano a los 13 000 millones de dólares. En 1974 y 1975, más de las dos terceras partes del déficit correspondió a Brasil y México; en 1976 el déficit en cuenta corriente de ambos países representó 80% del déficit total de los países no exportadores de petróleo de la región.

Esto último no significa que la situación externa reciente de los otros países latinoamericanos no exportadores de petróleo haya sido holgada. Si bien en términos absolutos a Brasil y México correspondió gran parte del déficit total, en otros países, el déficit fue grande en relación con su tamaño económico. Argentina, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay tuvieron en el período 1970-1973 un déficit en cuenta corriente que alcanzó al 8% de sus exportaciones (para el conjunto de los países no exportadores de petróleo de la región superó el 20%). En 1975, la cifra correspondiente bordeó el 50%, es decir, su situación en términos relativos desmejoró casi tres veces más que la de Brasil y México considerados conjuntamente.

b) *El endeudamiento externo garantizado*

Como se ha señalado, para estimar las necesidades de financiamiento externo es útil considerar, además del déficit en cuenta corriente, los desembolsos por concepto de amortización de la deuda externa. Las cifras entregadas en el cuadro 6 incluyen los pagos correspondientes al endeudamiento pasado.

Para poder evaluar la evolución futura del servicio de la deuda externa es preciso examinar su situación presente.

A pesar de la pequeña reducción del déficit que se ha estimado para 1976, la posición financiera externa de la mayor parte de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo sigue siendo vulnerable. La demora de estos países en ajustarse a las nuevas condiciones internacionales, si bien permite un proceso de ajuste más gradual y programado, también ha traído algunos inconvenientes. Déficit del orden de 12 000 a 15 000 millones de dólares por tercer año consecutivo, reflejan, en parte al menos, importaciones

destinadas a tratar de mantener los niveles de consumo, con los efectos que son de prever sobre el esfuerzo futuro necesario para servir una deuda que crece aceleradamente.

Como consecuencia de estos cuantiosos y consecutivos déficits, las cifras de endeudamiento externo reflejan también el incremento de las necesidades de financiación. La deuda externa de América Latina ha experimentado un crecimiento apreciable en los últimos años, y ha tendido a centrarse en préstamos de fuentes privadas, con lo cual han desmejorado los plazos y los tipos de interés.

La deuda externa⁴ de los países no exportadores de petróleo de la región, que en 1967 era de 10 000 millones de dólares, a fines de 1973 alcanzaba los 24 000 millones de dólares (100% del valor de sus exportaciones), y en 1974 los 32 000 millones de dólares. Se estima que a fines de 1975 este endeudamiento era aproximadamente de 43 000 millones de dólares (más de 130% del valor de las exportaciones de estos países), y que en 1976 el monto no sería inferior a 49 000 millones de dólares. (Véase el cuadro 7.)

Es decir, en el lapso de tres años la deuda externa de estos países se habrá duplicado; en cambio, se estima que el valor de sus exportaciones habrá subido en no más de 50%.

Por su parte, la deuda externa de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, excluidos los latinoamericanos, creció desde 47 000 millones de dólares a fines de 1973 hasta alrededor de 64 000 millones en 1975, y según se estima, a casi 80 000 millones de dólares en 1976.

Puede observarse que entre 1973 y 1976 la deuda del resto de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, habrá crecido proporcionalmente menos que aquella correspondiente a los latinoamericanos que no exportan este producto.

Por lo tanto, la situación de estos últimos muestra un deterioro tanto en términos absolutos como en relación con las otras regiones en desarrollo no exportadoras de petróleo.

El servicio de la deuda externa garantizada públicamente por los países no exportadores de petróleo de la región superó, en 1973, los 3 900 millones de dólares, mientras que en 1975 habría alcanzado los 6 000 millones de dólares, con lo que su crecimiento (65%) sería superior al del valor de las exportaciones en igual período (32%). Se estima que en 1976 el crecimiento porcentual del servicio de esta deuda habría sido muy similar al de las exportaciones. Como se señaló más arriba, al acrecentarse el servicio futuro de la deuda

Cuadro 7

**PAISES EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO:
DEUDA EXTERNA CON GARANTIA OFICIAL^a**

(Miles de millones de dólares)

	1967	1970	1973	1974	1975	1976
América Latina (PALNEP)	10	15	24	32	43	49
Países en desarrollo más avanzados del Mediterráneo ^b	5	8	13	16	19	23
Otros	17	23	34	39	45	56
Total países en desarrollo no exportadores de petróleo (PEDNEP)	32	46	71	87	107	128

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1976*; estimaciones basadas en información parcial del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

^aSe refiere a la deuda efectivamente desembolsada a mediano y largo plazo pendiente a fines de cada año.

^bIncluye España, Grecia, Israel, Malta, Portugal, Turquía y Yugoslavia.

FINANCIAMIENTO Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO

probablemente se tendrá un déficit en cuenta corriente algo más aliviado (aunque aún muy alto en términos absolutos), pero las necesidades de corrientes brutas de financiamiento externo seguirán en aumento.

Cabe recordar que las cifras sobre endeudamiento mencionadas hasta aquí no incluyen la deuda a plazos menores de un año⁵ ni aquella de carácter compensatorio⁶ ni la deuda externa no garantizada oficialmente.

c) *El endeudamiento bancario no garantizado y la deuda global*

Como se señaló, las cifras anteriores no incluyen los créditos de fuente privada que no están garantizados oficialmente.

La importancia que ha adquirido la deuda bancaria se puede apreciar al examinar información estadística reciente relativa al endeudamiento de los países con los bancos comerciales de los principales centros financieros del mundo. Dicha información permite concluir que las cifras sobre endeudamiento externo con garantía oficial están lejos de indicar la deuda total de los países no exportadores de petróleo de la región.

Cuadro 8

**PAISES NO EXPORTADORES DE PETROLEO DE AMERICA LATINA:
ESTIMACION DE SU DEUDA GLOBAL**

(Miles de millones de dólares)

	1974			1975			1976		
	Deuda con garantía oficial	Deuda bancaria no garantizada	Deuda global	Deuda con garantía oficial	Deuda bancaria no garantizada	Deuda global	Deuda con garantía oficial	Deuda bancaria no garantizada ^a	Deuda global
Argentina	3.34	2.39	5.73	3.16	3.07	6.23	3.63	2.63	6.26
Brasil	9.30	9.29	18.59	15.50	9.33	24.83	17.82	12.21	30.03
México	8.01	6.01	14.02	11.25	8.51	19.76	12.94	11.17	24.11
Subtotal	20.65	17.69	38.34	29.91	20.91	50.82	34.39	26.01	60.40
Chile	3.73	0.55	4.28	4.06	0.39	4.45	4.67	0.51	5.18
Colombia	2.10	1.36	3.46	2.31	1.48	3.79	2.66	1.32	3.98
Perú	2.05	1.08	3.13	2.67	1.25	3.92	3.07	1.45	4.52
Uruguay	0.51	0.06	0.57	0.61	0.09	0.70	0.70	0.08	0.78
Subtotal	8.39	3.05	11.44	9.65	3.21	12.86	11.10	3.36	14.46
Los demás países ^b	2.85	.02	2.87	3.48	.56	4.04	4.01	.37	4.38
Total^b	31.89	20.76	52.65	43.04	24.68	67.72	49.50	29.74	79.24

Fuente: Banco Mundial, *World Debt Tables 1976*; Banco de Pagos Internacionales, *Annual Reports y Press Review*, marzo de 1977; estimaciones de la CEPAL.

Nota: Todas las cifras se refieren a deuda efectivamente desembolsada a fines de cada año. La deuda con garantía oficial incluye solamente aquella a mediano y largo plazo. La deuda bancaria no garantizada es la deuda sin garantía oficial contraída con los bancos comerciales del exterior que operan en los siguientes países: Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón, Estados Unidos, Suiza y las sucursales de los bancos de Estados Unidos en el Caribe y el Medio Oriente. Se estima que estas cifras están subestimadas en la medida en que solamente incluyen información parcial de las operaciones de los centros financieros extranacionales. Además de la subestimación antes mencionada se debe aclarar que en las estimaciones de deuda global no están incluidas las deudas de proveedores sin garantía oficial ni los préstamos del FMI.

^aDeuda pendiente al 31 de septiembre de 1976. Cifras preliminares de Estados Unidos para el cuarto trimestre de 1976 indican que la deuda bancaria a corto plazo de Brasil había aumentado 500 millones de dólares y la de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo en cerca de 1 000 millones de dólares.

^bExcluye Panamá por ser un centro financiero.

La información preliminar disponible señala que a fines de 1975 la deuda⁷ de estos países con bancos de Estados Unidos, Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania Federal, Italia, Holanda, Suecia, Suiza, Gran Bretaña, Canadá y Japón, fue como mínimo⁸ de 42 300 millones de dólares. Su deuda bancaria no garantizada, que en 1965 era de unos 2 550 millones de dólares, ascendió a 25 000 millones de dólares en 1975 y llegó a 30 000 millones de dólares en septiembre de 1976.

En consecuencia, se puede estimar que a fines de 1977 la deuda externa global, garantizada y no garantizada, de los países no exportadores de petróleo de la región alcanzó como mínimo la cifra de 93 000 millones de dólares,⁹ y que en 1974, fue superior a 50 000 millones de dólares. (Véase el cuadro 8.)

La deuda externa garantizada de estos países subió casi 80% durante 1974 y 1975; en igual período su deuda bancaria (incluyendo la no garantizada) creció cerca de 100%. Por otra parte, en el bienio 1974-1975 la comunidad bancaria contribuyó a financiar el 70% de su déficit en cuenta corriente, y no más de 30% del déficit de los demás países en desarrollo no exportadores de petróleo; a estos últimos correspondió 60% del déficit acumulado por el conjunto de los países en desarrollo que no exportan este producto. A su vez, hasta septiembre de 1976 estos países obtuvieron 14 000 millones de dólares de la comunidad bancaria, de los cuales el 60% fue otorgado a los de América Latina. (Véase el cuadro 9.)

Además, si se considera la posición neta (es decir, activos menos pasivos bancarios) con los bancos, se observa que a fines de 1975, la posición neta de los otros países en desarrollo no exportadores de petróleo en su conjunto era positiva, mientras que los de América Latina registraban un saldo deudor neto que alcanzaba a los 27 000 millones de dólares. En los tres primeros trimestres de 1976, los primeros disminuyeron su posición

Cuadro 9

DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE LOS
BANCOS COMERCIALES DEL EXTERIOR

(Miles de millones de dólares)

	1975			1976 ^b		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
Países industriales	262	286	-24	282	311	-29
Europa oriental	22	6	16	27	6	21
Instituciones internacionales	...	4	-4	1	3	-2
Países exportadores de petróleo	14	51	-37	19	58	-39
Centros financieros	62	41	21	78	52	26
Países latinoamericanos no exportadores de petróleo	42	15	27	50	16	34
Otros países en desarrollo no exportadores de petróleo	32	38	-6	38	42	-4
Países en desarrollo no exportadores de petróleo	74	53	21	88	58	30
Sin asignar	7	6	1	6	8	-2
Total	442	447	-5	500	496	4

Fuente: BIS, *Annual Report y Press Review*, marzo de 1977.

^aSe refiere a los bancos que operan en Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón y Estados Unidos, más Suiza y las sucursales de los bancos de los Estados Unidos en el Caribe y el Medio Oriente.

^bInformación al 30 de septiembre de 1976.

positiva en 2 000 millones de dólares, mientras que los segundos aumentaron su posición negativa en 7 000 millones de dólares aproximadamente.

Muy pocos de los países de América Latina no exportadores de petróleo tienen saldos acreedores con las entidades bancarias; en cambio, los saldos deudores son, en algunos casos, muy elevados. En 1975 tres países —México, Brasil y Perú— recibieron más de 95% de los recursos netos obtenidos por la región.¹⁰ Cifras preliminares indican que hasta septiembre de 1976 hubo una corriente neta de préstamos bancarios dirigidos a América Latina de 7 200 millones de dólares; los tres países antes mencionados aumentaron sus saldos deudores con los bancos en más de la suma global correspondiente a la región. En ésta, países como Argentina, Colombia y otros han disminuido sus saldos deudores, como se observa en el cuadro 10.

Cabe señalar que el aumento de la deuda externa de América Latina no ha contribuido a aliviar apreciablemente la situación de las reservas internacionales oficiales de la región. Dichas reservas, que en 1965 representaban 25% del total de las importaciones de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo y que llegaban en 1973 a 45%, en 1975 sólo alcanzaron al 20%, recuperándose levemente (23%) en 1976.

2. Evolución de la estructura de la deuda externa

El incremento total de las necesidades de financiamiento de los países no exportadores de petróleo de la región no sólo ha acentuado considerablemente su endeudamiento sino que además, se ha vuelto más desfavorable la composición de su deuda.

Cuadro 10

PAISES NO EXPORTADORES DE PETROLEO DE AMERICA LATINA: POSICION EXTERNA FRENTE A LOS BANCOS COMERCIALES EN EL EXTERIOR^a

(Miles de millones de dólares)

	1974			1975			1976 ^b		
	Activos	Pasivos	Saldos	Activos	Pasivos	Saldos	Activos	Pasivos	Saldos
Argentina	2.03	3.03	-1.00	2.54	3.59	-1.05	2.75	3.23	-0.48
Brasil	5.29	13.94	-8.65	5.01	16.73	-11.72	5.34	20.72	-15.38
México	3.15	9.92	-6.77	4.18	15.17	-10.99	4.14	18.83	-14.69
Subtotal	10.47	26.89	-16.42	11.73	35.49	-23.76	12.23	42.78	-30.55
Chile	0.60	1.02	-0.42	0.64	0.89	-0.25	0.77	1.08	-0.31
Colombia	0.50	1.61	-1.11	0.76	1.78	-1.02	0.95	1.67	-0.72
Perú	0.58	1.93	-1.35	0.47	2.59	-2.12	0.45	2.99	-2.54
Uruguay	0.34	0.18	+0.16	0.44	0.18	+0.26	0.63	0.18	+0.45
Subtotal	2.02	4.74	-2.72	2.31	5.44	-3.13	2.80	5.92	-3.12
Los demás países ^c	.31	.39	-.08	.85	1.40	-.55	.71	1.70	-.99
Total de América Latina ^c	12.80	32.02	-19.22	14.89	42.33	-27.44	15.74	50.40	-34.66

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, *Annual Reports and Press Review*, marzo de 1977, y estimaciones de la CEPAL.

Nota: Los pasivos incluyen deudas con y sin garantía oficial, a corto, mediano y largo plazo.

^a Se refiere a los bancos que operan en Bélgica-Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón y los Estados Unidos, más Suiza y las sucursales de los bancos de los Estados Unidos en el Caribe y el Medio Oriente.

^b Activos y pasivos al 31 de septiembre de 1976. Cifras preliminares para los Estados Unidos indican que en el último trimestre de 1976 la posición externa de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo con bancos de los Estados Unidos mejoró en aproximadamente 600 millones de dólares.

^c Excluye Panamá por ser un centro financiero.

América Latina tenía en 1974 una deuda externa garantizada de carácter bilateral oficial que equivalía a 23% de su endeudamiento total, mientras que en el resto del mundo en desarrollo este porcentaje era de 56%. Asimismo, la deuda contraída con el sector privado extranjero, representaba para América Latina más del 60% de su deuda externa garantizada, mientras que para las otras regiones no superaba el 27%.

La asistencia oficial para el desarrollo dirigida hacia América Latina tampoco ha evolucionado de manera favorable. Los recursos concesionales en el total de las corrientes netas provenientes de países miembros del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD) —en forma bilateral y multilateral, incluida la inversión directa— ha disminuido sistemáticamente desde 17% en 1971, hasta llegar a sólo 9% en 1974. (Véase nuevamente el cuadro 3.) En cambio, para los otros países en desarrollo no sólo se ha mantenido estable la relación entre la asistencia oficial para el desarrollo y el resto del financiamiento externo neto de la misma fuente, sino que además, esa asistencia ha representado alrededor de 50% del total de recursos provenientes de los países miembros del CAD.

Por otra parte, América Latina y el Caribe recibieron en promedio el 31.5% de los préstamos del Grupo del Banco Mundial entre 1964 y 1968, el 27.8% entre 1969 y 1973, y sólo algo menos del 22% en 1976.

Como se ha señalado, los créditos de fuente privada han crecido mucho más rápidamente que los de fuente oficial bilateral o multilateral. Estos últimos prevén normalmente algún período de gracia; son, en general, de mediano o largo plazo y tienen un costo total, por intereses y otros cargos, normalmente inferior al de los créditos de fuente privada.

Los créditos de fuente privada bancaria garantizados o no garantizados alcanzaban las dos terceras partes del total en 1975, casi duplicando la importancia relativa de algo más de un tercio que representaban en 1965.

Entre 1973 y 1975 la deuda externa no bancaria de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo creció 60%, mientras que el incremento de aquella de origen bancario bordeó el 100%. Como consecuencia de la importancia creciente de las fuentes privadas de financiamiento, y en particular de aquellas de origen bancario, la deuda externa de los países mencionados es ahora más onerosa.

El cambio en la estructura de la deuda según sus fuentes conlleva un cambio negativo en sus plazos y costos. En efecto, del total de créditos en euromonedas publicitados otorgados a países en desarrollo, aquellos cuyo plazo de vencimiento fue superior a 7 años, en 1973 y 1974 representaron un 75% del total, mientras que en 1975 y el primer semestre de 1976, dicha cifra fue inferior al 25%. Los créditos a más de 10 años, en 1973, representaron el 27% del total, reduciéndose a un 15% en 1974, y a menos del 2% en 1975, para desaparecer por completo en los primeros seis meses de 1976. (Véase nuevamente el cuadro 5.)

Por su parte, el recargo medio sobre las tasas básicas de referencia¹¹ se había elevado desde 1.25 puntos porcentuales a comienzos de 1973, a 1.70 puntos en 1975, para alcanzar 1.78 en el primer trimestre de 1976.

Finalmente, gran parte de los créditos concesionales y otras corrientes oficiales tienden a encauzarse hacia los países de menor desarrollo económico relativo, o a los más seriamente afectados, lo que excluye a la mayor parte de América Latina.

3. *Perspectivas*

Los pagos de intereses de la deuda externa han venido creciendo considerablemente, tanto por el aumento de la deuda total como por la mayor importancia que dentro de ella ha ido adquiriendo la deuda bancaria. Además, las tasas de interés de préstamos bancarios ya contratados se mueven con cierto rezago en relación a la tasa LIBOR, por lo que se estima

que durante 1977 subirá el valor de los intereses de la deuda externa, debido al aumento medio de las tasas de interés.¹²

Además, ya en 1977 expiran períodos de gracia del endeudamiento reciente, lo cual, sumado a lo anterior, está señalando que los indicadores tradicionales de solvencia, —como el porcentaje de los ingresos de exportación destinados a servir la deuda y la proporción de las exportaciones constituida por la deuda externa— tenderán a empeorar.

Por otra parte, se han planteado dudas sobre la posibilidad de que los países en desarrollo no exportadores de petróleo, en particular los latinoamericanos, puedan mantener su acceso al financiamiento bancario internacional y sostener sus niveles de endeudamiento con dichas instituciones.

Los motivos serían principalmente la creciente preocupación de la comunidad bancaria ante eventuales problemas de solvencia de estos países (por la magnitud de su endeudamiento, la reducción en el plazo de vencimiento de su deuda y las condiciones más onerosas en que ésta ha sido obtenida últimamente) y ante la tendencia de los bancos a mantener una relación apropiada entre su cartera de préstamos y su capital. Además, de acelerarse la recuperación cíclica de los países industriales, habrá una mayor demanda de préstamos de los mismos y de otros prestatarios preferenciales, lo que podría interferir en el acceso de los países en desarrollo no exportadores de petróleo a las fuentes comerciales privadas de financiamiento internacional.

El resultado neto de estos fenómenos y de la menor necesidad de financiamiento, como consecuencia del proyectado menor déficit,¹³ es difícil de prever. El fin de la recesión en los países industrializados traerá consigo algún mejoramiento en los ingresos por exportaciones de los países deudores, mejorando de ese modo su solvencia; por su parte hasta mediados de 1977 la demanda de préstamos de los países industrializados no ha subido lo suficiente como para dejar en posición incómoda a los países en desarrollo. Sin embargo, el problema de la solvencia de los países deudores comienza a manifestarse como una limitación.¹⁴ Este último punto se corrobora en alguna medida al comprobarse que los préstamos más recientes a países con elevado endeudamiento se caracterizan por un aumento de los márgenes aplicados por encima de los tipos de interés, comisiones especiales y plazos medios de vencimiento más cortos.

Se estima que si la corriente de capitales oficiales sigue creciendo moderadamente, la menor oferta de fondos bancarios y el déficit en cuenta corriente más bajo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo harán que éstos recurran menos al crédito privado, particularmente al bancario. Este fenómeno tenderá a repetirse en los próximos años si, como se espera, el déficit en cuenta corriente de estos países disminuye paulatinamente. La afluencia bruta de capital, sin embargo, seguirá necesitándose en cantidades cada vez mayores, debido a la acumulación de pagos por amortización e intereses de la deuda actual, particularmente la incurrida en estos últimos años, con lo que aumentará la vulnerabilidad de los países deudores a cualquier cambio significativo en su acceso al crédito externo.

4. Los criterios de solvencia y el endeudamiento

El déficit en cuenta corriente de los países no exportadores de petróleo de la región ha crecido fuertemente en relación con sus exportaciones. Lo mismo ha ocurrido con la relación entre amortización de la deuda y exportaciones; por su parte las reservas internacionales oficiales, después de caer fuertemente en proporción a las importaciones hasta 1975, mostraron apenas una leve recuperación en 1976. El plazo medio de la deuda ha disminuido y su costo se ha elevado en relación a costos de mercado reflejados en las tasas usualmente consideradas como de referencia.

Por su parte, la capacidad de continuar obteniendo préstamos dependerá fuertemente de las disponibilidades de los centros financieros, que en el corto plazo están íntimamente ligadas al ritmo de recuperación de los países desarrollados. Dicha capacidad en los próximos años estará también condicionada en gran medida tanto por el dinamismo de las exportaciones de los países en desarrollo como por un mejoramiento de la estructura de su deuda externa, principalmente en cuanto a plazos. En este último punto, la comunidad bancaria internacional podría desempeñar un papel muy activo.

Entre los criterios de solvencia actualmente utilizados por los países acreedores, tiene importancia la evolución del servicio de la deuda en relación con las exportaciones. Como el primero deberá crecer considerablemente en los próximos años, su eventual refinanciamiento y el ritmo de actividad del sector exportador seguirán siendo los factores cruciales para aliviar el problema del financiamiento externo. Se precisa entonces una gran dosis de realismo en las políticas económicas internas de los países deudores, particularmente en lo que toca al comercio exterior, así como de mayores facilidades en los países industriales para la colocación de las exportaciones de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.

Además, los criterios de solvencia que son útiles para considerar la situación de un país aislado cuando el resto no experimenta situaciones similares, dejan de serlo cuando la situación es más generalizada, ya que en este caso resulta favorable para la economía mundial el que determinados grupos de países deficitarios decidan hacer más hincapié en el financiamiento que en el ajuste.

Naturalmente, si las instituciones públicas y privadas de los centros financieros, y los organismos multilaterales de financiamiento, dejasen pesar demasiado en sus decisiones el comportamiento de los índices tradicionales, podría llegarse a situaciones difíciles. Sin embargo, todos los índices señalados estáticos que no toman en cuenta el futuro.

El aumento sostenido de las exportaciones de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, así como el mejoramiento de la relación de precios del intercambio, permitirían sostener sin grandes dificultades niveles cada vez mayores de endeudamiento. Con ello no sólo se mejoraría el acceso al crédito, sino que también se reduciría el déficit corriente, aliviando la presión por conseguir mayor financiamiento. Así se lograría desacelerar el crecimiento de la deuda externa, y mejorar la situación de reservas internacionales de este grupo de países, sobre todo en relación con sus importaciones y pagos por servicios del capital externo. Se observa así que la solvencia futura de los países deudores no sólo está vinculada a las tasas de carácter estático mencionadas, sino además a aspectos como el acceso a los grandes mercados externos para la venta de sus productos de exportación, y las medidas destinadas a evitar caídas y aun a mejorar la relación del intercambio. Aquí queda de manifiesto la estrecha relación entre solvencia, comercio y financiamiento.

Asimismo, la estructura de la deuda en el futuro está vinculada a la posibilidad de que los países deudores tengan acrecentado acceso a los mercados de capital de mediano y largo plazo, lo que indica una relación directa entre solvencia y acceso a los mercados externos de capitales.

El acceso a los mercados para la venta de productos y la obtención de capitales depende no sólo de las políticas que adopte el país que busca tal acceso, sino también de aquellas que apliquen los países cuyos mercados se busca, así como de los mecanismos internacionales o regionales que faciliten el acceso buscado. En el campo financiero, todo esquema de colaboración multilateral que mejore la solvencia de los países deudores puede producir el efecto deseado. Dos propuestas destacan en este campo: el establecimiento de una red de seguridad financiera y la creación de un servicio de refinanciamiento.

Una red de seguridad financiera permitiría contar con una segunda línea de defensa financiera, para ayudar a los países en dificultades de corto plazo.¹⁵ Un servicio de

refinanciamiento, al que pudiese recurrirse en casos calificados para refinanciar los pagos de deuda externa, particularmente de fuente privada, podría dar mayores seguridades a los países e instituciones que prestan, y facilitar así el proceso de transferencia de recursos.¹⁶

5. *Diversidad entre países latinoamericanos*

En el campo financiero así como en algunos otros campos las características de los distintos países de América Latina no son idénticas. El grado de diversificación de las exportaciones hacia el campo industrial logrado por estos países difiere mucho de uno a otro, así como difiere también el grado de acceso a los mercados financieros externos.

Con respecto al endeudamiento externo de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, se observa que a fines de 1975, seis de ellos concentraban 90% del endeudamiento externo garantizado y 97% de la deuda bancaria total de la región. A Brasil y México correspondía 62% de la deuda externa garantizada y más de 75% de la deuda bancaria total. Del total de préstamos bancarios obtenidos por los países no exportadores de petróleo de la región a septiembre de 1976, México y Brasil recibieron 95% de la corriente de endeudamiento bruto de la región y más del 100% del flujo de endeudamiento neto, por lo que continúan siendo los principales prestatarios de dicho tipo de créditos. Además, en el mercado de créditos en euromonedas estos dos países fueron los prestatarios más importantes entre todos los países en desarrollo no exportadores de petróleo durante 1975 y los nueve primeros meses de 1976.

En general, considerando la situación del sector externo en su conjunto, tal vez una clasificación en tres grupos refleje mejor las circunstancias latinoamericanas. El primero de estos grupos incluiría ciertamente a Argentina, Brasil y México, que destacan por su expansión industrial. Un segundo grupo incluiría a aquellos países de tamaño intermedio que han iniciado un proceso vigoroso de expansión y diversificación de sus exportaciones. El resto de los países no exportadores de petróleo de América Latina, aunque con diferencias entre sí, componen el tercer grupo. Venezuela podría agregarse al primer grupo, dado que cuenta con recursos amplios provenientes del petróleo y de su acceso a mercados de capitales. Esta última característica —el acceso a los mercados— es común a los países del primer grupo, los que no sólo han obtenido préstamos importantes en la banca privada internacional, sino que además han hecho colocación de bonos a mediano o largo plazo en los mercados mundiales. Los países del segundo grupo han tenido un cierto grado de acceso al crédito bancario de corto y mediano plazo, pero aún no han colocado bonos en los mercados externos durante el pasado reciente. Los países del tercer grupo, por su parte, tienen economías muy poco diversificadas, sus ingresos de exportaciones dependen de uno o dos productos y, salvo excepciones, sólo muy recientemente han comenzado a tener acceso al financiamiento bancario externo. En general, sus coeficientes de endeudamiento son los menores de entre los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.

El tercer grupo de países requiere acceso sistemático a recursos concesionales. Los del segundo grupo, que son vulnerables ante condiciones cambiantes en los mercados internacionales tanto de bienes como de capitales, necesitan algún grado de acceso ocasional cuando las circunstancias externas no les son favorables. Sólo los países del primer grupo pueden aceptar durante un período prolongado el tratamiento que, en materia de acceso al financiamiento oficial, se otorga en la actualidad a la mayor parte de América Latina.

Para los dos grupos de países que no han obtenido acceso a los mercados privados de capitales de mediano y largo plazo es particularmente importante contar con medios que faciliten tal acceso. Dichos medios han de desarrollarse y ponerse en práctica antes de que se limite su acceso a las fuentes oficiales de financiamiento a largo plazo. De este modo se produciría una transición más fácil desde éstas hacia las fuentes privadas.

6. *El significado del endeudamiento externo*

Cualquier país necesitado de financiamiento tiene tres cursos posibles de acción: adoptar medidas de política económica interna para reducir sus necesidades de financiamiento, esto es, adoptar medidas de ajuste; buscar el financiamiento adicional requerido, esto es, financiar su necesidad; o, naturalmente, combinar ambas posibilidades.

La elección de cada país entre ajustar o financiar parece ser una decisión cuyas consecuencias recaen solamente sobre el país mismo. Ajustar significa reducir, en el presente, su tasa de crecimiento, o aun reducir sus niveles de vida si el déficit financiero es muy grande. Financiar, en cambio, significa postergar y distribuir en el tiempo el sacrificio interno.

Cuando el problema de déficit de financiamiento se presenta para un conjunto de países, no puede olvidarse que la decisión que adopten tendrá repercusiones en el resto del mundo. Así, en circunstancias en que el crecimiento económico mundial es débil, la decisión de un grupo de países de ajustar en vez de financiar debilita aún más tal crecimiento. Esto ocurre porque los países que adoptan los programas internos de ajuste necesariamente reducirán su demanda de productos de otros países y aumentarán su oferta hacia ellos. En cambio, si en tales circunstancias se decide más bien financiar el déficit externo, la demanda de los países correspondientes sobre el exterior no decaerá, contribuyendo así a sostener las economías de los otros países.

Las circunstancias que predominaron en la economía mundial en los últimos dos años hacían más bien aconsejable para los países de América Latina buscar un conjunto de políticas en que predominase el financiamiento sobre el ajuste, contribuyendo así al mejor equilibrio de la economía mundial. Esto es particularmente cierto por el hecho de que las principales causas del fuerte incremento que registran todos los índices de necesidades financieras en el trienio más reciente escapan al control de estos países.

Es necesario recalcar que los países en desarrollo no exportadores de petróleo, incluidos los de América Latina, son países que en su proceso de desarrollo deberán continuar por algún tiempo como importadores netos de capital para complementar su esfuerzo de ahorro interno y lograr tasas de crecimiento que les permitan lograr un desarrollo acelerado y autosostenido.

Lo anterior adquiere particular relevancia si se considera otro aspecto de la evolución que han experimentado las principales fuentes de financiamiento externo de América Latina. Antes de los años treinta, diversos países latinoamericanos tenían acceso a los mercados financieros europeos y norteamericanos tanto de corto como de largo plazo (particularmente colocación de bonos). Posteriormente, ese acceso se cerró y la principal fuente de recursos externos provino de créditos gubernamentales y de agencias internacionales (BIRF, BID, AID, etc.). Hoy la región se está viendo cada vez más marginada de esta modalidad de financiamiento y debe recurrir a los bancos privados, en condiciones menos favorables.

Además, ni los bancos ni los países parecen estar preparados para reiniciar un tipo de relación financiera creciente y con características más permanentes. Debido, entre otras cosas, a la limitación en el acceso a los mercados de capitales de más largo plazo, algunos países registran ya un endeudamiento elevado con los bancos lo que hace más difícil la obtención de recursos adicionales. Este aspecto es menos grave en la medida en que sean mayores las conexiones comerciales entre el país deudor y aquel donde reside el banco. Por su parte, los países no exportadores de petróleo de la región han perdido parte importante de la experiencia en mercados financieros internacionales, acrecentada antes de las crisis de los años treinta, a lo que debe añadirse que las condiciones y necesidades de financiamiento actuales, en comparación a las existentes hace 40 años atrás, han sufrido cambios de importancia.

Todo lo anterior lleva a que sea necesario insistir que, en la misma forma en que la división internacional del trabajo impone una situación de interdependencia en el comercio entre los países, también se establece interdependencia en el campo financiero. Cuando el proceso de desarrollo se asocia al financiamiento externo, particularmente como ha venido ocurriendo en América Latina en el último tiempo, se produce una relación de interdependencia financiera creciente entre países deudores y acreedores, interdependencia que se acentúa debido a la vinculación estrecha entre las relaciones comerciales y el financiamiento bancario.

Esto no significa que las políticas internas de los países no cumplan un papel importante en la determinación de las necesidades de financiamiento externo. Tales políticas contribuyen a movilizar el ahorro interno, a garantizar su uso más eficiente y a asignar de la manera más apropiada los recursos disponibles entre el mercado interno y el externo. Pero el énfasis que debe ponerse en estas políticas debe graduarse en relación con los elementos que motivan la necesidad de financiamiento, así como con las consecuencias internacionales de políticas optativas. La coordinación de las políticas económicas en el plano internacional desempeña un papel cada vez más importante.

7. Los mecanismos de consulta y negociación

Debido a los altos niveles de deuda de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, aun cuando su déficit en cuenta corriente tienda a reducirse paulatinamente, crecerá el uso que hagan del financiamiento internacional. El cambio en las fuentes de financiamiento ha sido tan rápido que ha dejado atrás en algunos aspectos importantes a los mecanismos existentes de negociación y consulta internacional. Al elevarse rápidamente el financiamiento bancario, la importancia relativa de los recursos del FMI se ha reducido.

La magnitud de este proceso ha adquirido nuevas dimensiones en el último tiempo, cambiando cualitativamente la relación banco-prestatario, interesándose el primero no sólo en la solvencia del deudor individual, sino también en el desarrollo económico y financiero, y en la estabilidad económica de su país de residencia.

Parece necesario un esfuerzo y cooperación mutuos entre acreedores y deudores tendiente no sólo a ayudar a estos países en el financiamiento de su balance de pagos y en sus planes de desarrollo, sino también a mantener un cierto grado de estabilidad en las corrientes financieras internacionales. A ello podría también contribuir una expansión considerable de los recursos de los organismos internacionales de financiamiento.

El interés por dar estabilidad a estas corrientes es mutuo. Si los bancos y otros prestamistas, en virtud de una apreciación desfavorable en cuanto a la solvencia de algún país de la región, decidiesen reducir drásticamente sus préstamos, estarían de hecho provocando, por la magnitud de las cifras envueltas, dificultades de pagos internacionales en dicho país. Ello no sólo limitaría el proceso de desarrollo del país en cuestión, sino además podría provocar problemas de demoras en los pagos, con alguna consecuencia sobre la situación de liquidez y posterior capacidad de préstamos de los acreedores.

En vista de lo anterior, y de la decisión de los países industriales de dirigir sus recursos oficiales hacia países de menor desarrollo económico relativo, sería recomendable que los gobiernos de los países acreedores estimulasen a su banca privada a acrecentar su vinculación con América Latina, pudiendo ofrecer algún tipo de garantía u otros mecanismos que a medida que van disminuyendo los aportes oficiales, tiendan a aumentar las corrientes financieras privadas hacia la región.

Como se ha señalado, en los próximos años el endeudamiento de los países no exportadores de petróleo de la región tenderá a aumentar, lo que necesariamente hará aún más intensa la relación entre los centros financieros privados y estos países.

Por lo tanto, es claro que tanto los bancos privados acreedores como los países deudores tienen interés en evitar que se genere un problema serio en materia de financiamiento.

Como complemento de las medidas en el ámbito internacional, o de las de los países acreedores, si los países latinoamericanos no exportadores de petróleo no desean sacrificar su crecimiento económico presente, tendrán interés en mejorar sus estructuras financieras, cambiarias, etc., para atraer recursos externos y tener un acceso más regular al mercado de capitales internacional, sobre todo a los préstamos de largo plazo. Al mismo tiempo, la conveniencia de elaborar políticas que tiendan a acelerar considerablemente el dinamismo de las exportaciones se hará cada vez más obvia.

III

Las propuestas de solución

Las propuestas en curso en el campo del financiamiento internacional de los países en desarrollo han surgido bajo el impulso de sus acrecentados problemas de financiamiento en años recientes. Tales problemas son consecuencia tanto del funcionamiento del sistema monetario internacional como de la última crisis económica generalizada, y no se prestan a una solución rápida y automática mediante la simple operación de los mecanismos de mercado, a menos que se exija a los países en desarrollo un sacrificio violento de sus ya precarios niveles de vida.

En efecto, las dificultades de financiamiento señaladas en párrafos anteriores han obligado a los países en desarrollo a recurrir en grado cada vez mayor a préstamos de corto plazo. Con ello no sólo se ha acrecentado con rapidez el nivel total de la deuda, sino que además, como se ha dicho, su estructura ha desmejorado, complicando el cuadro futuro de los pagos internacionales de estos países.

Como se ha señalado en páginas anteriores, los países en desarrollo que tienen cierto grado de desarrollo industrial y de exportación de manufacturas han sido especialmente afectados por este fenómeno. Excluidos de las fórmulas especiales de asistencia internacional a los países de menor desarrollo relativo, reciben una proporción cada vez menor de la ayuda oficial bilateral, por lo que se han visto forzados a recurrir en mucho mayor grado al financiamiento bancario de corto plazo.

No es éste un problema que pueda resolverse simplemente con la recuperación de las economías de los países industriales. Si bien dicha recuperación provocará alguna reducción en los déficit en cuenta corriente de los países en desarrollo no exportadores de petróleo, tales déficit continuarán en los años próximos en cifras del mismo orden de magnitud de las actuales (25 000 a 35 000 millones de dólares por año para esos países y, entre ellos, alrededor de la mitad de esas cifras para los latinoamericanos). Sólo un vuelco dramático de la relación de precios del intercambio podría producir un alivio rápido en la situación, pero tal vuelco no parece probable.

1. *Las medidas propuestas*

Las propuestas de solución se han centrado principalmente en seis áreas: la acción directa sobre los pagos futuros de la deuda; la acción sobre la solvencia de los deudores; la acción sobre el acceso a los mercados financieros y sobre las corrientes de capital; la acción sobre el financiamiento de la balanza de pagos; la acción sobre los precios de las materias primas y la acción sobre las posibilidades de expandir y diversificar las exportaciones.

a) *La acción directa sobre los pagos futuros de la deuda*

En esta área, y dada la gravedad del problema, las propuestas han ido hasta el punto de sugerir una condonación de la deuda oficial de los países más seriamente afectados y de menor desarrollo económico relativo. Al mismo tiempo, se ha propuesto una consolidación de las deudas comerciales de los países en desarrollo que lo soliciten, transformándolas en una deuda pagadera en un período de a lo menos 25 años. Se ha propuesto también la convocatoria, bajo los auspicios de la UNCTAD, de una conferencia de los principales países acreedores desarrollados y países deudores interesados.¹⁷

Estas propuestas no han contado con respaldo unánime entre los países en desarrollo. Aquellos que recurren en grado importante al financiamiento externo privado consideran que sus posibilidades de endeudamiento adicional podrían verse entrabadas. Tales países temen que, ante el riesgo de una renegociación relativamente generalizada, los acreedores pudiesen retraerse, lo que traería consigo serias dificultades para continuar sirviendo la deuda actual. Como consecuencia, temen también que sus posibilidades de acceso a los mercados privados de financiamiento podrían verse perjudicadas por largo tiempo, sin que fuese posible reemplazar tales mercados con disponibilidades de origen oficial.

Muchos de los principales acreedores han rechazado fuertemente las propuestas anotadas. Esos países han sostenido que el problema de la deuda externa no se presta para soluciones generalizadas, sino para un tratamiento individual de los deudores, mediante mecanismos como los que hoy existen. En la reunión de la UNCTAD en Nairobi sólo se logró un reconocimiento de la existencia del problema, una declaración de buena voluntad por parte de los países acreedores y una petición a los organismos internacionales apropiados para que éstos estudien la experiencia en materia de renegociación de deuda.

Por su parte, la CEPAL ha sugerido el establecimiento en algún organismo internacional competente, de un "servicio de refinanciamiento". Este servicio, financiado mediante aportes especiales de los países acreedores y de los exportadores de petróleo, a través del uso de los recursos propios del organismo correspondiente y de la colocación de bonos en los mercados de capitales, trataría los casos de países deudores individuales que lo solicitaran dentro de un cierto marco general de normas de operación. Esta propuesta tiene la ventaja de combinar el marco general de referencia con el tratamiento individual de los países. Además, el establecimiento de un servicio como éste no afectaría adversamente a país alguno; por el contrario, su sola existencia sería una garantía adicional de pago para los acreedores, que haría más aceptables las solicitudes de crédito de los países en desarrollo.

Por lo demás, existe un precedente importante de un servicio similar: el Servicio Financiero del Petróleo, creado por el FMI para ayudar a los países importadores de este producto a distribuir a lo largo de cierto período los problemas de ajuste generados por el alza del precio del combustible. Este Servicio operó tratando individualmente el caso de los países que recurrieron a él, dentro de cierto marco general de acción.

En el caso del Servicio Financiero del Petróleo, que ya cesó de operar, el FMI puso en marcha un mecanismo establecido en agosto de 1975 para aliviar el peso de los pagos futuros de la deuda para un grupo limitado de países. Este mecanismo consiste en una cuenta de subsidio, destinada a rebajar en unos cinco puntos el costo de los intereses de los préstamos concedidos por el Servicio a los países más seriamente afectados.¹⁸ Esta cuenta de subsidio se financia mediante aportes de los países exportadores de petróleo y algunos otros, y se espera que los montos aportados permitan mantener el subsidio hasta la extinción de la deuda.

Sin embargo, esta cuenta tiene un alcance muy limitado. Por una parte, sólo se aplica a los intereses sobre recursos girados contra el Servicio Financiero del Petróleo de 1975;

por otra, sólo incluye a los países "más seriamente afectados". De acuerdo con los compromisos ya contraídos por los países contribuyentes, se espera obtener de 24 países un total de unos 160 millones en derechos especiales de giro (algo más de 180 millones de dólares) para financiar el subsidio.¹⁹

Hasta ahora, no ha habido acuerdo internacional de sustancia en materia de deuda externa, y el tema es uno de los tratados en la Conferencia sobre la Cooperación Económica Internacional, reunida en París. En todo caso, en su reunión de Colombo, Sri Lanka los países en desarrollo llamados "no alineados" han convenido en convocar a una conferencia ministerial para decidir las acciones conjuntas que correspondan, si la Conferencia de París no logra dar una solución satisfactoria al problema.²⁰

b) *La acción sobre la solvencia de los deudores*

Si se estableciese un Servicio de Refinanciamiento como el que se ha mencionado, su sola existencia tendría un efecto saludable sobre la solvencia de los deudores. Pero se han propuesto acciones aún más directas para lograr dicho propósito. Por ejemplo, en diversas oportunidades se ha mencionado la conveniencia de estudiar el posible establecimiento de mecanismos multilaterales de garantías para el endeudamiento exterior.²¹

Una propuesta concreta en este campo es la de crear una red de seguridad financiera en América Latina, como un mecanismo multilateral de apoyo financiero recíproco que incluiría garantías al endeudamiento externo.²² El Proyecto prevé la colaboración de países acreedores extrarregionales en el esquema para complementar la solidaridad de los deudores, la que puede no ser considerada garantía externa suficiente. Con dicha colaboración, podría asegurarse que la solvencia de ninguno de los deudores sufriera menoscabo, y que el acceso de todos a las fuentes privadas de financiamiento externo se facilitara.

c) *La acción sobre el acceso a los mercados financieros y sobre las corrientes de capital*

Las propuestas en este campo han cubierto una gama bastante amplia de aspectos que van desde el incremento de la asistencia oficial para el desarrollo hasta el tratamiento preferencial para el acceso a los mercados privados de capital. El conjunto más completo de proposiciones se encuentra en la Declaración de Manila, elaborada en la Tercera Reunión Ministerial del Grupo de los 77, a comienzos de 1976.²³ Este documento cubre tres aspectos: la ayuda oficial, los recursos provenientes de organismos multilaterales de desarrollo y el acceso a los mercados de capitales.

i) *La ayuda oficial.* Pese a que existe el objetivo internacionalmente aceptado de que la asistencia oficial para el desarrollo llegue a ser al menos 0.7% del producto nacional bruto de los países donantes, la tendencia es a alejarse, en vez de acercarse a tal cifra. En 1961-1962, dicha asistencia representó un 0.53% del producto nacional bruto de los países de la OCDE.²⁴ En 1974 la cifra comparable fue de 0.33%. (Véase nuevamente el cuadro 2.) Las propuestas en este aspecto afinan la definición de la meta de 0.7% y enfatizan su cumplimiento.

ii) *Las corrientes de recursos provenientes de instituciones multilaterales de financiamiento del desarrollo.* Las propuestas en esta materia son muy generales. Se refieren particularmente al aumento de los aportes de los países desarrollados a las instituciones multilaterales y a las condiciones de los préstamos de aquellos a los países en desarrollo.

iii) *El acceso a los mercados de capital de los países desarrollados.* Las propuestas en este campo adquieren importancia creciente a medida que se limita cada vez más la asistencia oficial para el desarrollo y las posibilidades de algunos países en desarrollo de obtener recursos de los organismos multinacionales de financiamiento para ese fin.

Aquí caben también las propuestas sobre mecanismos multilaterales de garantía, ya que el juicio del mercado sobre la solvencia de un país deudor es decisivo para la obtención de recursos. Aparte de tales propuestas, cabe considerar medidas como la exención de los países en desarrollo de limitaciones administrativas a la colocación de sus valores, así como la exención para las instituciones inversoras del país acreedor de tales limitaciones, o de otras legales, incluyendo aquellas que se refieran al control de salida de capitales respecto de valores emitidos por los países en desarrollo.

En este campo se requiere una mayor preocupación activa de parte de los países en desarrollo, tanto para especificar con precisión la naturaleza de las dificultades que les limitan el acceso a los mercados externos de capitales, como para negociar su eliminación o reducción. La situación varía de un país desarrollado a otro, por lo que las negociaciones deberían ir encaminadas a establecer una declaración clara de intenciones y un marco de referencia en el plano multilateral; y luego cabría buscar acuerdos directos con los diversos países desarrollados.²⁵

Algunos países en desarrollo ya hacen uso de los mercados externos de capitales en grado relativamente importante. Su experiencia es muy valiosa para los demás, por lo que cabe considerar la posibilidad de que presten asistencia técnica en este campo a otros países en desarrollo, para ayudar en la preparación de emisiones de bonos u otros valores en los mercados externos, y aun en su colocación en el mercado.

d) *La acción sobre el financiamiento de la balanza de pagos*

Los organismos multilaterales, y en particular el FMI, no pudieron enfrentar la necesidad de incrementar fuertemente las corrientes financieras, necesidad que se generó al agravarse los desequilibrios de pagos internacionales. Por sus escasas disponibilidades de recursos y las condiciones exigidas para usarlos, el financiamiento de estos organismos ha perdido importancia relativa en los últimos seis o siete años, tal vez con una leve recuperación en 1975. Los países se han visto impulsados a recurrir a la banca internacional tanto para depositar sus excedentes como para cubrir sus deficiencias.

Por este motivo, los grandes bancos en los mercados internacionales vienen cumpliendo cada vez en mayor grado el papel de cámara de compensación internacional, papel que en cada país cabe, tradicionalmente, a los bancos centrales. Paralelamente, son los primeros los que generan ahora una parte importante de la liquidez internacional, sin responder necesariamente a criterios coherentes con los objetivos de estabilidad y desarrollo de la economía mundial.

Las propuestas que se han hecho en este campo coinciden con el objetivo de incrementar los recursos y la importancia de los organismos multilaterales pertinentes, así como de liberalizar las condiciones para el uso de esos recursos.

Es necesario tener en cuenta que existen al menos dos tipos de situaciones que requieren financiamiento: aquellas generadas básicamente por influencias externas que están fuera de las posibilidades de control de las autoridades, y aquellas que resultan principalmente como consecuencia de decisiones de política interna.

Las necesidades de financiamiento generadas por problemas de ajustes de balanza de pagos debidos a causas externas —como caídas de los precios de los principales productos de exportación o encarecimiento de los productos importados— deberían satisfacerse minimizando el peso del ajuste, presente o futuro, para el país en desarrollo. Con este propósito sería necesario que dicho financiamiento fuese a mediano o largo plazo, y en términos que incluyesen un elemento concesional.

El actual mecanismo de financiamiento compensatorio por bajas de los ingresos de exportación en el FMI cumple apenas en parte el objetivo indicado. En efecto, pese a que recientemente se han liberalizado algo los requisitos para su uso, el mecanismo aún opera

sobre bases que no toman debidamente en cuenta los incrementos mundiales de precios; sus plazos de pago son relativamente cortos; sólo actúa cuando bajan los ingresos de exportaciones de bienes, y no toma en cuenta posibles aumentos del valor de las importaciones (debido a incrementos en su volumen o en sus precios) por causas fuera del control de las autoridades.

Las necesidades de financiamiento derivadas de decisiones de política interna se vinculan a la conveniencia de distribuir en el tiempo el peso de los ajustes necesarios en los pagos externos, así como el período necesario para que las medidas de ajuste adoptadas surtan su efecto. El FMI responde a esta necesidad, así como otras no cubiertas por mecanismos específicos, brindando a los países la posibilidad de girar recursos del Fondo en determinada relación con las cuotas de cada uno de ellos. A medida que los giros sobrepasan ciertos límites, se hacen más duros los requisitos para hacer uso de dichos recursos.²⁶

Se espera en general que los países sufran el peso de las medidas de ajuste en proporción a su responsabilidad en el problema creado. Aunque esto es muy difícil de establecer en la práctica, no hay proposiciones de país alguno que desconozcan su validez. Las propuestas que se han mencionado en diversos foros van encaminadas a aumentar los recursos del FMI y a introducir en las condiciones para cada giro una mejor evaluación de la necesidad de crecimiento de los países en desarrollo. Se ha acordado ampliar transitoriamente en 45% los tramos de créditos del FMI, mientras se logra obtener la aprobación legal en los países para un aumento de 35% en las cuotas.

e) *La acción sobre los precios de los productos básicos*

La acción en este campo abarca principalmente: i) las medidas que se adoptarán para dar cumplimiento a la resolución 93 (IV) de la UNCTAD sobre el Programa Integrado para los Productos Básicos, y ii) las decisiones que se adopten en materia de reducción o eliminación de restricciones arancelarias y no arancelarias sobre los productos básicos en las Negociaciones Comerciales Multilaterales del GATT.

Las medidas estipuladas en la resolución 93 (IV) de la UNCTAD se relacionan fundamentalmente con la negociación de un acuerdo internacional sobre los productos básicos. El acuerdo propuesto incluye la constitución de un fondo común para el financiamiento de existencias reguladoras, a fin de dar mayor estabilidad —dentro de una tendencia de crecimiento dinámico— a las exportaciones de los países en desarrollo, reducir o atenuar las fuertes fluctuaciones de los precios en los mercados internacionales y defender su poder de compra. También incluye la conclusión de acuerdos internacionales sobre productos para lograr el mismo objetivo. El fondo común y los acuerdos sobre productos se consolidan en el llamado Programa Integrado para los Productos Básicos de la UNCTAD. Estas medidas no excluyen las acciones que puedan interesar a algunos de los países exportadores en desarrollo a través de la organización de asociaciones de productores. Esas acciones podrían llevar a entendimientos y políticas coordinadas de exportación, destinadas a regularizar y mejorar sus ingresos.

Los países no alineados, en su reunión de Colombo, decidieron dar total respaldo al programa integrado de productos básicos propuesto por la Secretaría de la UNCTAD. Convinieron además en establecer un Fondo Especial para el financiamiento de reservas reguladoras de los precios de las materias primas si las negociaciones sobre el fondo común propuesto por la Secretaría de la UNCTAD no obtuviesen resultados satisfactorios a breve plazo.

Las negociaciones Comerciales Multilaterales pueden significar una mayor apertura de los mercados de los países desarrollados para las exportaciones de productos básicos de países en desarrollo de dos maneras: mediante la reducción de los altos niveles de

protección agrícola existentes en aquellos países, y mediante la liberación completa de las importaciones de productos tropicales. En ambos casos un mayor acceso a tales mercados favorecería los niveles de precios y los ingresos totales de exportación de los países en desarrollo.

f) *La acción sobre el comercio*

En un plano más general cabe considerar todas aquellas acciones que tienden a expandir y diversificar las exportaciones de los países en desarrollo. Una enumeración breve incluiría las siguientes:

- i) Un significativo mejoramiento del sistema generalizado de preferencias existente en favor de las manufacturas y semimanufacturas de los países en desarrollo mediante una mayor cobertura por productos, aumento de los márgenes de preferencia, liberalización de las normas de origen, reducción de otras barreras no arancelarias, y otras medidas similares;
- ii) Concesiones especiales —en el marco de las Negociaciones Comerciales Multilaterales— en favor del comercio de los países en desarrollo, particularmente en el campo de las restricciones no arancelarias, el recurso a las cláusulas de salvaguardia, la aplicación de derechos compensatorios, etc. Estas concesiones complementarían (en vez de contrarrestar, como ocurre a menudo) los esfuerzos internos que realizan los países en desarrollo a través de sus programas y políticas de promoción de exportaciones de manufacturas y semimanufacturas;
- iii) Medidas de apoyo a los procesos de integración regional y subregional;
- iv) Condiciones más liberales para la transferencia de tecnología.

2. *Otros aspectos*

Los países en desarrollo no alineados, en su reunión en Colombo, elaboraron un programa de acción en el campo económico que agrega un conjunto de nuevas proposiciones a las ya hechas en otros foros, particularmente en el campo de la cooperación entre países en desarrollo.

Los países no alineados han hecho un nuevo llamado a la colaboración entre países en desarrollo. En este espíritu, han decidido constituir grupos especiales de expertos que tendrán a su cargo el estudio de una posible moneda internacional común para los países en desarrollo, así como el establecimiento y operación de un banco de los países en desarrollo, con actividades en el campo comercial. Además, han convenido realizar reuniones de representantes de los ministerios de hacienda y bancos centrales de los países interesados, con el fin de considerar el establecimiento de una institución financiera conjunta para promover la cooperación monetaria y financiera entre los países en desarrollo, la creación de una unión de pagos entre estos países y las formas posibles de cooperación y asociación de sus bancos comerciales. En dichas reuniones también se ocuparán del registro y coordinación de informaciones y otras formas de cooperación en materia financiera; la posible operación de esquemas de subsidios a los intereses; la creación de vínculos entre instituciones financieras de países en desarrollo para financiar proyectos en gran escala, y los posibles arreglos adicionales en materia de créditos de exportación y de garantías, o seguros, para los créditos de exportación.

Paralelamente, y como otro paso hacia esquemas aún más completos de cooperación, los países no alineados acordaron considerar el establecimiento de arreglos monetarios entre países en desarrollo que incluyan el fortalecimiento de los arreglos de compensación de pagos actualmente existentes, la creación de otros nuevos en el plano subregional, interregional y regional, abiertos a todos los países en desarrollo, y la vinculación entre ellos.

3. *América Latina y las propuestas de solución*

Las características especiales de un grupo importante de países latinoamericanos, que están en el tramo de clasificación más alto entre los países en desarrollo, los deja en una posición intermedia en que no pueden obtener recursos de financiamiento concesionales, pero tampoco tienen acceso suficientemente expedito a otras formas de financiamiento. En realidad, la mayor parte de los países de la región queda excluida de las definiciones de países más pobres o más seriamente afectados.

Dentro de América Latina, como se señaló en la sección II, la situación de los diversos países no es homogénea. Mientras unos pocos caben dentro de las definiciones de países más pobres o más seriamente afectados, muchos quedan excluidos pese a su evidente necesidad de continuar contando con financiamiento concesional. Por su parte, un grupo de países de la región tiene ya algún acceso de cierta envergadura a los mercados privados de financiamiento, pero tal acceso está básicamente limitado al financiamiento de corto plazo.

Las clasificaciones internacionales de los países en desarrollo, que los dividen hoy en dos categorías, no responden ni sirven a las necesidades de América Latina. Para la región, una clasificación triple como la sugerida en la sección II podría resultar mucho más útil y significativa. En tal clasificación los países de más de 300 dólares de ingreso por habitante al año podrían dividirse en dos grupos, para lo cual no sólo se tendría en cuenta el ingreso per cápita sino también otras características. Estas últimas deberían incluir la estructura productiva y el grado de desarrollo industrial, las posibilidades efectivas de exportación y el acceso a los mercados financieros privados de corto y largo plazo. El grupo formado por aquellos países aún dependientes de la exportación de unos pocos productos básicos y con acceso limitado a los mercados privados de financiamiento podría recibir una cooperación económica y financiera de orientación no muy distinta a la que América Latina obtenía a fines de los años sesenta. En cambio, los países de la región de economía más diversificada y con mayor acceso a las fuentes privadas de financiamiento podrían recibir un tipo de cooperación económica internacional diferente, adaptada a su realidad económica y que haga hincapié en un financiamiento con menor contenido concesional, tanto de fuentes públicas como privadas y con fuerte acento en los aspectos comerciales.

Para la mayor parte de América Latina tiene especial importancia el establecimiento de mecanismos que faciliten su acceso a las fuentes privadas de crédito, tales como esquemas multilaterales de garantía y mercados secundarios para emisiones de bonos así como la liberalización o eliminación de las restricciones para su acceso a los mercados de capitales de los países desarrollados. En cuanto a las fuentes públicas de financiamiento, para América Latina son de especial importancia los esfuerzos que hagan los gobiernos por ayudar al Banco Interamericano de Desarrollo a proporcionar recursos a los países latinoamericanos que solicitan su ayuda. Merece también especial atención el aumento de los recursos del Banco Mundial, en la medida en que este organismo continúe apoyando a la región.

También tiene particular interés para América Latina la ampliación de los recursos del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, que provee importante asistencia a los países y que requiere una base financiera estable y firme para sus actividades.

La tendencia al incremento rápido del financiamiento externo latinoamericano de fuentes privadas acentúa la necesidad de establecer mecanismos institucionales que contribuyan, por una parte, a evitar fluctuaciones bruscas en tal financiamiento y, por otra, a facilitar el acceso de la región a tales fuentes. En el plano regional, tales mecanismos incluyen aquellos que pueden mejorar la solvencia de los países, como la propuesta red de seguridad financiera.

La creciente importancia del financiamiento privado externo que se ha mencionado plantea la posible conveniencia de establecer mecanismos que permitan incorporar, a título experimental, a tres grupos importantes de partícipes: i) las fuentes públicas y privadas de asistencia financiera y técnica; ii) los países receptores y iii) instituciones o individuos de muy alta calificación técnica e independencia intelectual. Un mecanismo que incluya a estos tres grupos de partícipes podría facilitar el financiamiento conjunto de fuentes públicas y privadas y daría una mayor seguridad para planear el futuro. Al mismo tiempo, permitiría una evaluación objetiva del desempeño en el campo económico, tanto de acreedores como de deudores.

Desde un punto de vista más general, tienen especial interés para los países latinoamericanos las medidas destinadas a regularizar y hacer menos errática la expansión de los mercados de euromonedas. Tales mercados están en general fuera del marco de acción de las autoridades monetarias nacionales y no se benefician directamente de los mecanismos nacionales de redescuento y otros que contribuyen a la fluidez del crédito interno. El establecimiento de mecanismos colectivos de redescuento, tal vez en un organismo internacional apropiado, tendría la doble ventaja de promover un comportamiento más estable del mercado de créditos en euromonedas y de facilitar una supervigilancia natural de las condiciones de dichos mercados. Tales mecanismos podrían dar además la posibilidad a otras instituciones internacionales o regionales de invertir parte de sus recursos en participaciones de créditos en euromonedas, orientados en las direcciones que sean más compatibles con los objetivos de cada institución.

Finalmente, también puede ser útil para un grupo importante de países latinoamericanos la posible creación de un servicio de refinanciamiento. Dicho servicio podría desempeñar un papel destacado si no se logra obtener un aumento verdaderamente apreciable de los recursos del FMI que sirvan como línea adicional de defensa frente a dificultades en los pagos externos.

Las propuestas señaladas tanto para los países en desarrollo en general como para América Latina reconocen un marco más amplio: el nuevo orden económico internacional y, en particular, la reforma del sistema monetario. En la medida en que se logre generar incentivos simétricos de ajuste para todos los países, regular la creación de liquidez internacional, establecer mecanismos que permitan distribuir dicha liquidez de manera que responda mejor a las necesidades de los países y evitar movimientos de recursos reales en direcciones no deseadas, impulsándolos hacia donde se les necesita, se habrá dado un paso decisivo para evitar el resurgimiento de los problemas que vienen observándose en el campo financiero externo.

Si se expanden considerablemente las exportaciones latinoamericanas, no se precisa poner tanto énfasis en las medidas de carácter financiero. Se observa así que tales medidas están vinculadas estrechamente con las que pueden adoptarse en el campo comercial.

Las sugerencias que se han mencionado pueden ofrecer paliativos a la situación actual, pero si se las encuadra en un marco general coherente que abarque una gama amplia de aspectos de la vida económica internacional, podría contribuir además a evitar que en el futuro se vuelva a producir una situación de agravados desequilibrios.

NOTAS

¹Una mejor medida de la necesidad de financiamiento externo sería la suma del déficit en cuenta corriente, las amortizaciones de deudas ya contraídas, los retiros de capitales y las variaciones deseadas de las reservas. Estas últimas podrían determinarse mediante la estimación de una demanda de reservas, tarea que se

emprenderá en otro estudio. Por su parte, no se dispone de cifras de endeudamiento brutas de amortizaciones, y los movimientos de capitales en general también se expresan en términos netos. Por tanto, para analizar la *utilización* de diferentes formas de financiamiento se ha preferido sumar sólo el déficit de la cuenta corriente con la variación registrada en las reservas internacionales, sea ella deseada o no. En cambio, como se verá más adelante, para buscar un indicador de la *necesidad* de financiamiento externo adicional se ha decidido sumar el déficit de la cuenta corriente con las amortizaciones de deuda. Este procedimiento implica suponer que *todas* las variaciones de las reservas son variaciones deseadas, supuesto que sólo podrá eliminarse una vez que se disponga de los estudios de demanda de reservas internacionales.

²Discurso del Presidente del Banco Mundial en la XXXI Asamblea Anual de Gobernadores, Manila, Filipinas, septiembre de 1976.

³Véase la nota 1.

⁴Las cifras utilizadas en esta sección, a menos que se señale lo contrario, se refieren a la deuda desembolsada garantizada oficialmente y con plazo de vencimiento superior a un año; no incluye el endeudamiento con el Fondo Monetario Internacional.

⁵Información parcial disponible sobre los países latinoamericanos no exportadores de petróleo permite sostener que su deuda a plazos menores de un año habría crecido en 1974, en comparación al promedio de 1972 y 1973, en más de tres veces.

⁶Si se consideran los giros acumulados netos de los países no exportadores de petróleo de la región sobre el FMI, que representan sólo una parte del endeudamiento total con dicha institución, se puede apreciar que han crecido desde fines de 1974 hasta fines de 1976 en más de 120%, lo que, junto con lo señalado en la nota anterior, indica que el panorama descrito más arriba tiende a subestimar la magnitud del endeudamiento de estos países.

⁷Las cifras bancarias que se entregan a continuación, a menos que se señale lo contrario, incluyen deuda garantizada y no garantizada.

⁸Las cifras bancarias a que hace referencia la nota anterior incluyen el endeudamiento de los centros financieros extranacionales sólo con bancos estadounidenses. En la medida que dichos centros tengan deudas con otros bancos, actúen como intermediarios financieros y que parte importante de su deuda se reasigne hacia los países en desarrollo no exportadores de petróleo, en especial los latinoamericanos, la deuda bancaria efectiva de éstos será superior a las cifras aquí entregadas.

⁹Es decir, representó 63% de la deuda externa global de la región.

¹⁰El término "recursos netos" se usa aquí para denominar el saldo entre deuda con bancos en el exterior neta de amortizaciones, y depósitos y otros activos de los países en dichos bancos.

¹¹Tasa de oferta de fondos interbancarios en Londres (LIBOR) y tasa para préstamos de primera clase (*prime rate*) en Nueva York.

¹²En el último trimestre de 1976, la tasa LIBOR media tuvo su valor más bajo de los últimos trece trimestres.

¹³Es necesario recordar que el déficit proyectado para los próximos años, si bien menor que el de 1975, es excesivamente elevado, particularmente en comparación con los registrados antes de 1974. Además, como se señaló, hay dos elementos que tienden a elevar las necesidades de financiamiento bruto: por una parte, el aumento futuro en el servicio de la deuda externa y, por otra, la necesidad de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo de recuperar sus niveles de reservas internacionales.

¹⁴Véase *IMF Survey*, 22 de agosto de 1976, pp. 244 y 245.

¹⁵Véase CEPAL, *Posibles características de una red de seguridad financiera para América Latina*, E/CEPAL/1009, Santiago de Chile, 31 de julio de 1975.

¹⁶Véase CEPAL, *Temas del nuevo orden económico internacional*, Cuadernos de la CEPAL, N° 12, Santiago de Chile, 1976, pp. 71 a 73.

¹⁷*Declaración y Programa de Acción de Manila*, UNCTAD, TD/195, pp. 25 y 26. Véase también *Action Programme for Economic Co-operation*, Quinta Conferencia de Jefes de Estado o de Gobierno de Países no Alineados, Colombo, Sri Lanka, 19 de agosto de 1976 (NAC/CONF.5/S/4).

¹⁸La Resolución N° 4773 (75/136) de Directores Ejecutivos, adoptada el 1° de agosto de 1975, estableció la Cuenta de Subsidios. La Resolución N° 5144 (76/102)SA, del 12 de julio de 1976, dispuso el primer pago del subsidio a los intereses.

¹⁹*IMF Survey*, Supplement on the Fund, Washington, D.C., Fall 1965, p. 5.

²⁰Quinta Conferencia de Jefes de Estado o de Gobierno de Países no Alineados, Colombo, Sri Lanka, 19 de agosto de 1976, *Action Programme for Economic Co-operation*, op.cit., p. 18.

²¹Véase UNCTAD IV, *New Directions and New Structures for Trade and Development*, Report by the Secretary-General of UNCTAD to the Conference, Nairobi, mayo de 1976. Además, la Secretaría del Comité Conjunto del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial para el Desarrollo ha elaborado algunos estudios preliminares sobre el tema.

²²CEPAL, *Posibles características de una red de seguridad financiera para América Latina*, E/CEPAL/1009, Santiago de Chile, 1975.

²³Declaración y Programa de Acción de Manila, nota del Secretario General de la UNCTAD, *op.cit.*

²⁴Sistema Económico Latinoamericano (SELA), *Informe de la Secretaría Permanente del SELA sobre el Tercer Período de Sesiones de la Conferencia sobre la Cooperación Económica Internacional* (2a. Parte), CL/O-II/Div.Nº4/Add.1, 26 de mayo de 1976, p. 4.

²⁵El Directorio Ejecutivo del FMI ha acordado incluir en sus consultas regulares con los países desarrollados una evaluación de los avances hechos por éstos en materia de liberalización del acceso a sus mercados de capitales.

²⁶No siempre es posible distinguir con claridad entre los efectos de las políticas internas y aquellos ocasionados por causas que escapan al control de las autoridades. Por este motivo, en ocasiones se aplican soluciones apropiadas a uno de estos casos para tratar de resolver el otro.

Inflación mundial y deuda externa: el caso del deflactor impropio

Carlos Massad y Roberto Zabler

Este trabajo apareció publicado en *Cuadernos de la CEPAL*, Nº 19. Los autores agradecen la colaboración de Tatjana Montes y los comentarios de Sidney Dell, Norberto González y la División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL.

En la literatura sobre endeudamiento externo suele decirse que los países deudores se ven favorecidos por la inflación internacional, ya que ésta reduce el valor real de su deuda externa. Aún más, algunos estudios señalan que para medir dicho valor real debe deflactarse el valor nominal de la deuda por un índice de precios de las exportaciones o por un índice de precios de las importaciones.¹

Este artículo pretende demostrar que el efecto de la inflación internacional en la deuda externa es al menos incierto y que, en determinadas circunstancias, la inflación puede incrementar el peso de la deuda.

1. *El valor de la deuda*

El primer aspecto insatisfactorio del tratamiento del valor de la deuda reside en el hecho que se adopta como base de cálculo un monto que representa la suma del valor nominal de los créditos obtenidos menos las amortizaciones hasta la fecha.² Esta suma o valor neto nominal de la deuda no corresponde necesariamente al valor presente de los pagos futuros por amortización e intereses. La diferencia entre ambos valores dependerá normalmente (dejando de lado consideraciones de riesgo, eventuales renegociaciones futuras e insolvencia "intencional") por una parte, de la diferencia entre la tasa interna de retorno implícita en el perfil de amortizaciones e intereses, y la tasa de descuento efectivamente utilizada por el país deudor para actualizar los pagos futuros. Además, desde el punto de vista del país deudor, el valor presente de los pagos futuros (en términos del costo real de servir la deuda) puede diferir del valor nominal neto de la deuda si es que el precio social de la divisa no permanece constante a lo largo del tiempo.

La tasa de interés contractual de un préstamo no es siempre igual a la tasa efectiva. El elemento que más diferencia produce entre ambas es el perfil de las amortizaciones y del pago de intereses. Por ejemplo, si hay años de gracia la tasa efectiva, o tasa interna de retorno implícita en el préstamo, será inferior a la tasa de interés contractual. Es decir, aquella tasa que iguala el valor presente de los pagos futuros por amortizaciones e intereses con el valor nominal neto del préstamo diferirá de la tasa de interés contractual.

Por su parte, la tasa efectiva generalmente diferirá de la tasa que un país considera más apropiada para aplicar a los pagos futuros de amortización e intereses con el fin de obtener el valor presente de esos pagos. Esta diferencia se produce por una diversidad de razones: las consideraciones de riesgo hechas por el país prestamista pueden diferir de las del país prestatario; la escasez relativa de capital, así como la tasa social de preferencia en el tiempo en ambos países será en general distinta; y, por último, la tasa de inflación externa esperada por el país deudor puede diferir de aquella esperada por el país acreedor, con lo que para una misma tasa nominal de interés, las tasas reales esperadas serán distintas. Por supuesto, ambas expectativas de inflación, la del país deudor y la del acreedor, pueden no coincidir con la inflación efectiva.

Como se ve, aun cuando no hubiesen elementos concesionales en los préstamos, y tampoco expectativas de inflación, el valor presente de los pagos futuros por amortización e intereses puede diferir del valor nominal neto de la deuda, debido a las diferentes tasas que aplican el país acreedor y el país deudor para actualizarlos.

Los supuestos necesarios para identificar el valor presente de los pagos futuros de una deuda con su valor nominal neto son extraordinariamente restrictivos. En general, el valor presente de los pagos futuros diferirá del valor nominal neto de la deuda.

Desde el punto de vista del país deudor, el peso de su deuda debería medirse en función del costo que le signifique hacer los pagos futuros por amortizaciones e intereses. Por ejemplo, para un país que tenga una deuda cuyo valor nominal neto sea de 5 000 millones de dólares, el peso de dicha deuda es completamente distinto si ella debe amortizarse en 10 años con una tasa de interés de un 3% anual, que si debe amortizarse en el mismo plazo, pero con una tasa de 10% anual. Suponiendo cuotas iguales de amortización en ambos casos, e intereses aplicados sobre el saldo adeudado, el valor presente de los pagos futuros es de 4 421 millones de dólares en el caso más favorable y de 5 980 millones de dólares en el caso más desfavorable.³ A igual valor nominal neto, el peso de la deuda es completamente distinto en un caso que en el otro, diferencia que queda encubierta cuando se analiza la deuda medida en términos de su valor nominal neto. Este último solamente tendría importancia (fuera del posible efecto de su monto en el endeudamiento futuro del país) si la deuda debiera pagarse en su totalidad de inmediato lo que, naturalmente, no está entre las opciones pertinentes.

Cuando se analiza el peso de la deuda, lo que interesa medir es el sacrificio que debe hacer el país para cumplir sus compromisos con el exterior, en las condiciones en que ellos han sido pactados. Como se ha visto, dicho sacrificio se mide mas bien en función de los pagos futuros que del valor nominal neto; su evaluación debe hacerse considerando el menor consumo o la menor inversión necesarios para pagar la deuda.

En otras palabras, el peso de la deuda ha de medirse en relación con los recursos reales que un país debe destinar a pagarla, distrayéndolos del consumo o la inversión internos y destinándolos a la producción de bienes transables internacionalmente, con el fin de generar el superávit necesario para pagar la deuda. El proceso consta entonces de dos etapas: primero, generar el ahorro necesario y luego, transformar dichos recursos (internos) en moneda extranjera.

El costo marginal de transferir recursos en la dirección señalada está dado por el precio social de la divisa. Por este motivo, para medir el peso de los servicios futuros de la deuda de un país en términos de los recursos reales, debe estimarse la trayectoria futura del precio social de la divisa.⁴

Este último punto es de gran importancia. Aun cuando coincida la tasa interna de retorno de un préstamo con la tasa social de descuento utilizada por el país deudor, un aumento en el precio social de la divisa previsto para el futuro puede hacer que el valor presente de los pagos futuros de la deuda sea mayor en términos de recursos reales nacionales de lo que lo sería si el precio social de la divisa se mantuviese constante. Por otra parte, si se reduce el precio social de la divisa, el monto de recursos reales necesarios para pagar la deuda en el futuro puede ser menor; es decir, es posible que se destine un volumen menor de recursos para servir este objetivo.⁵

Todas estas consideraciones señalan que hay un grado de incertidumbre en las estimaciones tanto del costo de los recursos reales necesarios para hacer los pagos futuros de la deuda, como del valor presente de ésta. La tasa futura esperada de inflación internacional puede diferir de la tasa efectiva, y la tasa social real de descuento, así como el precio social de la divisa, pueden cambiar a lo largo del tiempo.

2. *El procedimiento de deflactación*

Generalmente el efecto de la inflación mundial sobre la deuda externa de los países en desarrollo se toma en cuenta a través de la deflactación del valor nominal neto de la deuda en diversos años por un índice de precios internacionales, con la idea de medir el costo de servir la deuda en términos de recursos reales.

En realidad, tal operación permite evaluar los bienes y servicios que, a precios constantes, podrían adquirirse en el mercado internacional si el valor nominal neto de la

deuda fuese destinado a ello. Pero lo que interesa saber al país deudor es el valor de los recursos reales o bienes y servicios que debe destinar al pago futuro de amortización e intereses de la deuda, y no cuántos bienes y servicios podrían adquirirse en el mercado del país acreedor con el valor neto nominal de la deuda.

Lo correcto es comprender que la inflación mundial⁶ afecta al valor real de servir la deuda básicamente desde tres puntos de vista. En primer lugar, puede modificar los pagos futuros, principalmente de intereses, con lo que el valor nominal neto por este solo hecho deja de ser un buen indicador de la deuda externa efectiva. Además, es preciso considerar, como se señaló anteriormente, el impacto de la inflación mundial sobre la tasa nominal de descuento aplicable a los pagos futuros de la deuda.

Por otra parte, la inflación mundial afecta también al valor social de la divisa, que es una variable de primera importancia en la determinación del costo real de servir la deuda externa. Concretamente, al multiplicar el servicio de la deuda en dólares por el valor social de la divisa se obtiene el valor de servir la deuda en recursos nacionales.

Finalmente, la inflación mundial puede afectar también el sacrificio interno necesario para obtener el valor determinado en el párrafo anterior. Este sacrificio (menor consumo presente y/o futuro) para servir la deuda externa constituye, en último término, el verdadero costo en que se incurre en cada período al generar los recursos necesarios para servir tal deuda.

Evidentemente, al deflactar una serie expresada en términos nominales por un índice de precios creciente se obtendrán valores reales inferiores a los nominales. Lo que no es obvio es si dicho procedimiento aplicado al monto nominal de la deuda es correcto. Supóngase, por ejemplo, dos períodos consecutivos en los cuales el valor nominal neto de la deuda se mantiene constante. Supóngase además que existe una inflación mundial de 10% y que dicha tasa de inflación se refleja perfectamente en las tasas de intereses internacionalmente vigentes y aplicables al valor de la deuda. Si se deflacta ese monto por un adecuado índice de precios se verá que dicho monto en el segundo período, en términos reales, aparece 10% inferior al del primer período. En cambio, por el hecho de que los tipos de intereses reflejan la inflación internacional, el valor presente de los pagos futuros en términos reales será el mismo en ambos años y, por tanto, el peso de la deuda mirado desde el punto de vista del país deudor, no se habría alterado por la inflación internacional.

En realidad, si el tipo de interés refleja las expectativas de inflación y ellas corresponden a la inflación efectiva, la inflación internacional no reduce el valor actual de los futuros pagos de la deuda, sino que lo deja constante. Sólo si la inflación efectiva fuese superior a aquella reflejada en la tasa de interés habría reducción en el valor actualizado de los pagos futuros de la deuda (aun cuando probablemente seguiría siendo superior al valor nominal neto). En cambio, si la inflación efectiva fuese inferior a la esperada, habría un aumento en el valor presente de la deuda externa.

Esto mismo puede explicarse de otra manera. Si la inflación efectiva supera a la implícita en el tipo de interés del préstamo, la tasa a la cual hay que actualizar los pagos futuros será mayor que la tasa del préstamo y, por tanto, se reducirá el valor presente del pago futuro de la deuda. Nótese que esta situación se debe a la discrepancia entre la tasa esperada y la tasa efectiva de inflación y no solamente al hecho de que exista inflación. Si el tipo de interés incorpora la inflación esperada, entonces la medición del peso de la deuda (aun cuando no hay elemento concesional alguno, ni discrepancia entre las tasas de descuento del país deudor y la tasa de retorno implícita en el préstamo) mediante la deflactación del valor nominal neto de ésta por algún índice de precios internacionales, lleva a subestimar el peso de la deuda, subestimación que puede ser de magnitud importante.

En los últimos diez años ha cambiado drásticamente la estructura de la deuda de los países en desarrollo, reduciéndose fuertemente aquella de fuentes oficiales con algún

contenido concesional y aumentando aquella de fuentes privadas, no concesionales y a tasas de interés flotantes que se revisan cada seis meses. Este fenómeno, que ha sido especialmente notable para América Latina, subraya la importancia de tomar en cuenta las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés, cuando se pretende estimar el peso de la deuda para un país determinado.

Estrictamente la carga para el país de servir la deuda se compone, en cada período, de dos elementos: el mayor ahorro (menor consumo presente) o la menor inversión (menor consumo futuro) necesarios, y la transformación de ese volumen de recursos internos en divisas. El factor de conversión en este último punto lo constituye el valor social de la divisa.

En otras palabras, en cada período de pagos es preciso multiplicar el monto de divisas que hay que cancelar por el precio social de las mismas, para así tener una correcta evaluación del monto de recursos reales internos, necesario para servir la deuda externa. El valor actualizado de dichas corrientes (medido en moneda de valor constante del país deudor) corresponde al monto de recursos internos reales que es necesario utilizar para asegurar los pagos futuros.

En la mayoría de los países en desarrollo no hay series cronológicas confiables del precio social de la divisa. Por otra parte, como lo que interesa analizar aquí es el efecto de la inflación mundial en el costo real de servir la deuda externa, no se considerará una serie de elementos ajenos a la evolución de los precios internacionales, que afectan al valor del tipo de cambio social, como catástrofes naturales (sequías, heladas, terremotos), huelgas en actividades importantes de exportación e importación, cambios en la entrada neta de capitales externos, modificaciones de la política comercial, etc.

Si en el proceso de inflación mundial los precios internos del país deudor se mantienen constantes y no hay variación en la relación de precios del intercambio, el valor social de la divisa cae debido a la inflación internacional. Si los tipos de interés aplicables a la deuda reflejan correctamente el alza internacional de precios, entonces el servicio de la deuda aumentará en proporción a la inflación, con lo que el valor de los recursos internos destinados a servir la deuda externa no sufrirá mayores alteraciones.

Si junto con la inflación internacional hay empeoramiento de la relación de precios del intercambio, por este último efecto se reduce el bienestar general. Por otra parte, se observa que la inflación internacional merma el valor social de la divisa; sin embargo, el empeoramiento de la relación del intercambio en el corto plazo tiende a producir un efecto contrario si la elasticidad del cuántum de importaciones ante el valor unitario de las mismas, en términos absolutos, es menor que 1. En este caso, se hace ambiguo el sentido de la modificación del valor social de la divisa. No obstante, en la generalidad de los casos la eventual reducción del valor social de la divisa será menos que proporcional a la tasa de inflación mundial, por lo que el sacrificio interno requerido para servir la deuda externa tenderá a aumentar.

Si la inflación internacional se acompaña de un mejoramiento de la relación de precios del intercambio del país deudor es claro que además de elevarse el bienestar general, el costo de servir la deuda se reduce. La causa de esto último radica en que el tipo de cambio social baja por la inflación mundial, y por el mejoramiento de la relación del intercambio, con lo que la caída proporcional del valor social de la divisa tiende a ser mayor que el crecimiento proporcional del servicio de la deuda. En esta forma, el costo para el país de servir su deuda externa tiende a reducirse.

Todo lo anterior indica que se comete un error serio cuando se intenta medir el valor real de la deuda con el fin de representar el peso de ésta para el deudor mediante la deflatación del valor neto nominal de ella por un índice de precios de importaciones o de exportaciones del país deudor.

Cabe insistir que lo que se intenta medir es el uso de los recursos reales para servir la deuda. Si el alza real de precios se manifiesta principalmente en incremento de los precios de bienes importados por el país deudor, para obtener un mismo nivel de bienestar nacional habrá que dedicar un volumen mayor de recursos a la actividad exportadora, con lo cual se reducirá el consumo presente o futuro del país deudor y, en consecuencia, su bienestar. El problema puede visualizarse también considerando que para mantener el mismo valor de las importaciones, habrá que reducir el volumen físico importado, con lo que descenderá también el consumo y/o la inversión, y con ello el crecimiento económico del país. Un análisis similar (aunque en sentido contrario) es válido si el alza mundial de precios se manifiesta principalmente en un aumento de los precios de exportación.

En consecuencia, tan importante como la evolución de los precios de importación lo es la de los precios de exportación para estimar el efecto neto sobre la situación de los países deudores de un alza de los precios en los mercados mundiales. En particular, el procedimiento bastante generalizado de deflactar la deuda externa por un índice de precios de importación del país deudor incurre básicamente en dos errores de importancia. Primero, al tomar como indicador de la deuda externa el valor nominal neto de la misma, no se incorpora el efecto de un probable aumento de los intereses futuros en el servicio de la deuda. En segundo lugar, al deflactar por un índice de precios de importación, no se está considerando para nada la evolución de los precios de exportación. Al estar en equilibrio la cuenta corriente de la balanza de pagos,⁷ si éstos suben a una tasa similar a la de los primeros, dejan inalterado el valor real de la deuda, y si suben a una tasa inferior a la de los primeros, tienden a elevar el costo de servir la misma; sin embargo, en ambos casos, el procedimiento tradicional de deflactación resulta en un descenso apreciable del valor real de la deuda. Y si los precios de exportación crecen a una tasa superior a los de importación, el procedimiento tradicional subestima la reducción en el valor real de la deuda.

Parece, por lo tanto, que un deflactor más adecuado (es decir que lleve incorporado un menor error) sería el índice de la relación de precios del intercambio del país deudor. En esta forma (considerando que el valor de la deuda está medido "correctamente"), la inflación mundial "neutral" deja inalterado el valor real de la deuda. Con el uso de este deflactor, un empeoramiento en la relación de precios del intercambio aumenta el valor real de la deuda (lo que parece bastante razonable para períodos cortos) y un mejoramiento de dicha relación reduce el costo real de servir la deuda.

Cabe señalar que el uso del índice de la relación de precios del intercambio como deflactor acompañado de una medición adecuada del valor de la deuda externa, si bien no incorpora todos los efectos de la inflación mundial en el valor real de la deuda, reduce apreciablemente el margen de error existente en los cálculos tradicionales.

En general, cuando el escenario internacional se caracteriza por la inflación y los países industriales adoptan políticas tendientes a controlar el alza de los precios, el efecto recesivo de dichas políticas se manifiesta con mayor fuerza en los precios de los productos primarios que exportan usualmente los países en desarrollo. Por lo tanto, si bien en sus etapas de crecimiento y aceleración, la inflación mundial puede beneficiar a muchos países exportadores de productos primarios, es probable que ocurra lo contrario en su fase de estabilización.

Desde este punto de vista, el énfasis en las políticas de estabilización por parte de los países industriales, que se perfila como característico de la economía mundial en el futuro próximo, no augura una evolución favorable.

Finalmente, cabe preguntarse por qué casi todos los estudios sobre deuda externa abordan el problema en términos de su valor nominal neto y de algún índice de precios de exportación o de importación. Parece haber dos causas para ello: una es que el problema ha sido enfocado en muchos casos desde el punto de vista de los países acreedores, los que

sufren una pérdida de capital como consecuencia de la inflación mundial, y consideran a ésta una ganancia para los países deudores; la otra es que el argumento se ha esgrimido en circunstancias en que la mayor parte de la deuda externa de los países en desarrollo era de fuentes oficiales (bilaterales y multilaterales), con pagos futuros fijos en términos nominales.

De las páginas anteriores se concluye que el procedimiento de tomar el valor nominal neto de la deuda y deflactarlo por un índice de precios no es el más esclarecedor para analizar el peso real de la deuda externa para los países deudores en la actualidad. La evolución de su relación de precios del intercambio, la trayectoria del precio social de la divisa y el cambio en las fuentes de financiamiento externo, con el consiguiente cambio en la estructura de plazos de la deuda y con la incorporación de la inflación anticipada en la determinación de los costos financieros de los créditos externos, son elementos que contribuyen a determinar el efecto neto de la inflación mundial sobre el peso de la deuda externa para los países deudores.

A continuación, y con el solo propósito de ilustrar la importancia cuantitativa de los elementos señalados en páginas anteriores se presenta, para algunos países de América Latina, una comparación entre el valor nominal neto de la deuda, deflactada tanto por índices de precios de las importaciones como por índices de la relación de precios del intercambio.

3. *La inflación y la deuda externa de algunos países latinoamericanos*

En el período 1967-1974, en el Brasil el promedio anual acumulativo del crecimiento nominal de la deuda externa garantizada alcanzó a 26.2%. Si se deflacta la deuda por un índice de precios de las importaciones, este crecimiento se reduce a menos de la tercera parte (8.3%). En cambio si se deflacta por el índice de la relación de precios del intercambio de Brasil, el crecimiento medio llega a ser de 18.9%, lo que está señalando, en primer lugar, que en el período considerado mejoró esa relación, y en segundo lugar, que el crecimiento medio anual "real" de la deuda externa garantizada fue 28% menor que el nominal, en lugar del 68% que se deduce de la deflactación simple por un índice de precios de las importaciones.

Algo similar ocurre con Chile y Honduras en el mismo período. En efecto, como se observa en el cuadro 1, en Chile el crecimiento "real" de la deuda externa garantizada fue muy similar, en promedio, al de la deuda nominal, siendo el primero sólo un 4% inferior al último. En cambio, si se utiliza un índice de precios de las importaciones como deflactor, se deduce que la deuda externa habría crecido en promedio, al 8% anual, ritmo inferior en más de 50% al crecimiento de la deuda nominal.

El caso de Honduras es aún más interesante, por cuanto el crecimiento anual "real" *supera* al de la deuda nominal. En efecto, mientras que este último alcanzó como promedio 21.4%, el primero llegó a 23.5%. En cambio, el crecimiento de la deuda externa garantizada deflactada por el índice de precios de las importaciones no alcanzó al 10% anual.

Finalmente cabe señalar que en estos cálculos se utilizó como valor de la deuda el valor nominal neto de la deuda externa garantizada. Debido al cambio experimentado por la composición de la deuda externa de América Latina, lo más probable es que tanto su monto como su ritmo de crecimiento estén subestimados, debido a la importancia creciente de la deuda no garantizada y con interés flotante. Al no considerarse esto, el valor nominal neto de la deuda resulta inferior al que se obtendría mediante un cálculo que incorpore los elementos señalados.

Ahora, si se considera sólo el año 1975, se observa que el crecimiento del componente no garantizado del endeudamiento externo de algunos países de América Latina ha

INFLACION MUNDIAL Y DEUDA EXTERNA

Cuadro 1

DEUDA EXTERNA:^a TASAS DE CRECIMIENTO,^b 1967-1974

(Porcentajes)

	DGE	DGE/PM	DGE/ (PX/PM)
Brasil	26.2	8.3	18.9
Chile	17.3	8.0	16.6
Honduras	21.4	9.8	23.5

Nota: DGE = deuda externa garantizada;

PM = índice de precios de las importaciones;

PX = índice de precios de las exportaciones.

^aValor nominal neto de la deuda externa garantizada. Cifras del Banco Mundial.

^bPromedios acumulativos anuales.

Cuadro 2

TASA DE CRECIMIENTO DE LA DEUDA EXTERNA, 1975

(Porcentajes)

	A Valor nominal neto			B A/PM ^a		C A/(PX/PM) ^b	
	Garan- tizada	No ga- rantizada	Total	Garan- tizada	Total	Garan- tizada	Total
Argentina	1.9	28.5	10.7	-10.3	-2.5	19.5	29.8
México	31.6	41.6	35.3	20.4	23.8	31.2	34.8
Perú	15.2	15.7	15.4	3.3	3.4	30.4	30.5

^aDeuda externa deflactada por un índice de valor unitario de las importaciones.

^bDeuda externa deflactada por un índice de la relación de precios del intercambio.

sido muy superior al componente garantizado, lo que corrobora la importancia de no utilizar el concepto de valor nominal neto en los cálculos del costo real de servir la deuda. Además, se confirma lo señalado en los párrafos anteriores acerca de las grandes diferencias que se obtienen al deflactar por un índice de precios de las importaciones (PM) en vez de hacerlo con PX/PM.M.

Para Argentina, México, y Perú, la deuda externa garantizada creció durante 1975 en 1.9%, 31.6% y 15.2%, mientras que la deuda no garantizada lo hizo a tasas de 28.5%, 41.6% y 15.7%, respectivamente. (Véase el cuadro 2.)

El efecto de la inflación mundial y de la variación de la relación de precios del intercambio sobre el perfil y tasas de crecimiento de la deuda es de gran importancia. En Argentina, mientras que la deuda nominal total creció en 10.7%, al deflactarse por PM, descendiendo 2.5% (la deuda externa garantizada baja 10.3%, habiendo crecido en términos nominales sin deflactación, menos de 2%). En cambio, al deflactar por PX/PM, el crecimiento de la deuda total llega a 29.8% (el de la deuda externa garantizada no alcanza al 20%), siendo así superior al crecimiento de la deuda nominal total (DNT).

En México, la DNT creció 35.3%; aquella deflactada por PM sube 23.8%, mientras que al utilizar PX/PM como deflactor, el crecimiento llega al 34.8%, o sea, casi igual al crecimiento de la DNT.

Finalmente, en Perú, mientras que la DNT creció 15.4%, y aquella deflactada por PM se elevó 3.4% (un ritmo 78% inferior), la deuda "real" aumentó 30.5%, el doble del crecimiento de la DNT.

Al igual que en el análisis del período 1967-1974, cabe recordar que las cifras de deuda externa aquí utilizadas corresponden al valor nominal neto, sin incluir el efecto de tasas de interés flotantes, con lo que seguramente se subestima el valor real de la deuda.

NOTAS

¹ Véase, por ejemplo, Banco Mundial, *World Debt Tables, External Public Debt of LDCs*, 31 de octubre de 1976, volumen I, y R. Aliber, *Perspectives on LDC External Indebtedness*, Conferencia sobre Política Financiera Externa, Santiago, 31 de marzo a 2 de abril de 1977.

² Esta discusión no se refiere al grado de cobertura de las actuales cifras sobre deuda externa ni a la medición de ésta sobre la base de la deuda contratada o de la deuda efectivamente utilizada. Para los propósitos de este trabajo se considerará como deuda externa toda obligación, cuyo monto o cuyo método de determinación se conoce, de pago futuro al exterior para fechas determinadas.

³ En este ejercicio se supone que el valor social de la divisa permanece constante a lo largo del tiempo.

⁴ Algunos análisis teóricos sobre el tema, así como estimaciones empíricas, pueden encontrarse en E. Bacha y L. Taylor, "Foreign Exchange Shadow Prices: A Critical Review of Current Theories", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXXV, Nº 2, mayo de 1971, pp. 197-224; y A. Guadagni, *Los precios sombra en la evaluación social de proyectos de inversión*, Fondo Nacional de Preinversión, Junta Nacional de Planificación, Banco Interamericano de Desarrollo, Quito, marzo de 1976.

⁵ Como se verá en las páginas que siguen, debe estudiarse el efecto de la inflación mundial sobre el precio social de la divisa junto con su impacto sobre el servicio nominal —en dólares— de la deuda.

⁶ Para estos propósitos, la tasa internacional de inflación se define como un promedio ponderado de las tasas de aumento de los precios en los países con los cuales el país deudor realiza transacciones. Dichos precios deberían depurarse de variaciones en los tipos de cambio entre las monedas de aquellos países y la moneda de intervención que utilice el país deudor; los factores de ponderación deberían corresponder a la importancia relativa de cada uno de aquellos países en las transacciones con el país deudor pertinente, incluyendo no sólo bienes y servicios, sino también movimientos de capitales.

⁷ En el apéndice se analiza también el caso en que existe déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Apéndice

Efecto de la inflación mundial sobre el valor social de la divisa

Suponiendo que, a través del tiempo, los precios absolutos de los productos transados internacionalmente son crecientes, el análisis siguiente intenta evaluar el efecto de la inflación mundial sobre el precio social de la divisa.

La metodología utilizada deriva del enfoque del precio social de la divisa, que lo define como aquel que regiría en caso de haber libre comercio internacional.

Supondremos que el flujo neto de divisas provenientes de fuentes distintas a las de la cuenta corriente del balance de pagos es constante y, en particular, que es independiente tanto del ritmo de inflación internacional como de la evolución de la relación de precios del intercambio del país deudor.

Sea

D = flujo de demanda de divisas por período de tiempo

O = flujo de oferta de divisas por período de tiempo

Entonces,

$$D = D(p_i, t/p, y) \quad (1)$$

$$O = O(p_e, t/p, y) \quad (2)$$

p_i = valor unitario de las importaciones

t = tipo de cambio nominal de equilibrio bajo libre comercio

p = nivel de precios internos

y = ingreso real (incluye el efecto de la variación de la relación de precios del intercambio)

p_e = valor unitario de las exportaciones.

Diferenciando totalmente (1) y (2) se obtiene

$$dD = \frac{\delta D}{\delta p_i} dp_i + \frac{\delta D}{\delta(t/p)} d(t/p) + \frac{\delta D}{\delta y} dy \quad (3)$$

$$dO = \frac{\delta O}{\delta p_e} dp_e + \frac{\delta O}{\delta(t/p)} d(t/p) + \frac{\delta O}{\delta y} dy \quad (4)$$

$$dD = dO \rightarrow$$

$$d(t/p) = \frac{\frac{\delta D}{\delta p_i} dp_i + \frac{\delta D}{\delta y} dy - \frac{\delta O}{\delta p_e} dp_e - \frac{\delta O}{\delta y} dy}{\frac{\delta O}{\delta(t/p)} - \frac{\delta D}{\delta(t/p)}} \quad (5)$$

Si no consideramos el efecto de la variación de la relación de precios del intercambio sobre el ingreso nacional, de (5) se obtiene que:

$$(t/\dot{p}) = \frac{p_i q_i (1 + N) \frac{\dot{p}_i}{p_i} - p_e q_e (1 + E) \frac{\dot{p}_e}{p_e}}{\frac{\delta O}{\delta(t/p)} - \frac{\delta D}{\delta(t/p)}} \quad (6)$$

donde

\dot{x} = es la derivada total de x con respecto al tiempo

q_e = cuántum de exportaciones

q_i = cuántum de importaciones

N = elasticidad parcial de la cantidad demandada de importaciones respecto de su valor unitario

E = elasticidad parcial de la cantidad ofrecida de exportaciones respecto de su valor unitario.

I. Si suponemos que el balance de cuenta corriente está en equilibrio, definiendo $V_I = p_i q_i$; $V_E = p_e q_e$ ($V_I = V_E = V_0$), y expresamos el denominador de la expresión (6), que es positivo, como H , se obtiene:

$$(t/\dot{p}) = \left[\frac{V_0}{H} \right] \left\{ (1 + N) \frac{\dot{p}_i}{p_i} - (1 + E) \frac{\dot{p}_e}{p_e} \right\} \quad (7)$$

De la ecuación (7) se observa que si

(i) $|N| \geq 1$ y $(\dot{p}_e, \dot{p}_i > 0)$, $(t/\dot{p}) < 0$

(ii) Si $\frac{\dot{p}_i}{p_i} = 0$, $(t/\dot{p}) < 0$

(iii) Si $\frac{\dot{p}_i}{p_i} = 0$, $(t/\dot{p}) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0$ si $|N| \begin{matrix} \leq \\ \geq \end{matrix} 1$

Finalmente, si

$$\frac{\dot{p}_i}{p_i} = (1 + a) \frac{\dot{p}_e}{p_e} \quad (8)$$

donde $a \geq -1$, se pueden distinguir, básicamente, las siguientes situaciones:

(A) $a = 0$

Entonces (7) se expresa como

$$(t/\dot{p}) = \left[\frac{V_0}{H} \right] \left(\frac{\dot{p}_e}{p_e} \right) \{ N - E \} \quad (9)$$

Dado que $E \geq 0$ y $N \leq 0$, de (9) se deduce que *si hay inflación mundial y no hay variación en la relación de precios del intercambio, se reduce el valor social de la divisa.*

$$(B) a \neq 0$$

Entonces (7) se expresa como

$$(\dot{t}/\dot{p}) = \left(\frac{V_0}{H}\right) \left(\frac{\dot{p}^e}{pe}\right) \left\{ (1+N)(1+a) - (1+E) \right\} = \left(\frac{V_0}{H}\right) \left(\frac{\dot{p}^e}{pe}\right) S \quad (10)$$

$$\text{de donde } (\dot{t}/\dot{p}) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } S \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0$$

$$(B.1) \quad a > 0$$

$$S \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } (1+N)(1+a) - (1+E) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0$$

$$(1+N)(1+a) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} (1+E)$$

Para $|N| < 1$, $(1+N) > 0$ y, por tanto,

$$S \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } (1+a) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{1+E}{1+N}$$

$$(\dot{t}/\dot{p}) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } a \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{E-N}{1+N}$$

En resumen, si junto con la inflación mundial hay deterioro en la relación de precios del intercambio (pero $\dot{p}^i > 0$ y $\dot{p}^e > 0$), el valor social de la divisa tiende a subir sólo^a si se dan simultáneamente dos condiciones: una, que $|N| < 1$, y, dos, que el valor unitario de las importaciones crezca a una tasa porcentual superior en $\frac{E-N}{1+N}$ veces a la tasa de crecimiento del valor de las exportaciones.

$$(B.2) \quad a < 0 \quad (\text{y } a \geq -1)$$

$$S \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } (1+N)(1+a) - (1+E) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0$$

Como $(1+a) \geq 0$, si $|N| < 1$

$$S \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } 1+a \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{1+E}{1+N}$$

$$S \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } a \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{E-N}{1+N} \quad (11)$$

Pero como $(E-N)$ y $(1+N)$ son positivos, y como a es negativo, de (11) se deduce que $(\dot{t}/\dot{p}) < 0$, si $a < 0$ para cualquier valor de N y de E .

En resumen, si junto a la inflación mundial hay un mejoramiento en la relación de precios del intercambio, el valor social de la divisa necesariamente disminuye.

II. Si consideramos que el saldo del balance en cuenta corriente es negativo y constante,

$$V_i = V_e + Z \quad (12)$$

donde $Z > 0$

De las ecuaciones (6) y (12) se obtiene:

$$(\tau/\dot{p}) = \frac{V_e \left\{ (1+N) \frac{\dot{P}_i}{P_i} - (1+E) \frac{\dot{P}_e}{P_e} \right\} + Z (1+N) \frac{\dot{P}_i}{P_i}}{H} \quad (13)$$

De la ecuación (13) se observa que si

(i) $/N/ \geq 1$ y $(\dot{P}_e, \dot{P}_i > 0)$, $(\tau/\dot{p}) < 0$

(ii) Si $\frac{\dot{P}_i}{P_i} = 0$, $(\tau/\dot{p}) < 0$

(iii) Si $\frac{\dot{P}_e}{P_e} = 0$, $(\tau/\dot{p}) \begin{cases} \geq 0 & \text{si } /N/ \leq 1 \\ < 0 & \text{si } /N/ > 1 \end{cases}$

A su vez, si

(a) $a = 0$, de la ecuación (13) se obtiene:

$$(\tau/\dot{p}) = \frac{(1+N) \frac{\dot{P}_i}{P_i} V_i - (1+E) \frac{\dot{P}_i}{P_i} V_e}{H}$$

Por lo tanto,

$$(\tau/\dot{p}) \begin{cases} \geq 0 \\ < 0 \end{cases} \text{ si } \frac{Z}{V_e} \begin{cases} \geq \\ < \end{cases} \frac{E-N}{1+N} \quad (14)$$

De (14) se deduce que si no hay variación en la relación de precios del intercambio y si $/N/ < 1$, la inflación mundial provoca un alza (no altera o baja) en el precio social de la divisa si el déficit en cuenta corriente expresado como porcentaje de las exportaciones supera (igual a o es menor) al cociente entre la suma del valor absoluto de las elasticidades E y N, y la suma de $N + 1$.

Alternativamente, dado que $/N/ < 1$, si $a = 0$, la probabilidad de que $(\tau/\dot{p}) > 0$ es función directa de la magnitud del déficit en cuenta corriente y es función inversa del valor de E.

(B) $a \neq 0$

Entonces (13) se expresa como

$$(t/\dot{p}) = \frac{\dot{p}_e}{pe} \left\{ (1 + N) (1 + a) - (1 + E) \right\} + Z (1 + N) (1 + a) \frac{\dot{p}_e}{pe}$$

$$(t/\dot{p}) = \frac{\dot{p}_e}{pe} \left\{ V_i (1 + N) (1 + a) - V_e (1 + E) \right\} \tag{15}$$

de donde si se define $W = V_i (1 + N) (1 + a) - V_e (1 + E)$

$$(t/\dot{p}) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \quad \text{si } W \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0$$

(B.1) $a > 0$

$$\text{Para } /N/ < 1, W \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } 1 + a \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{V_e (1 + E)}{V_i (1 + N)}$$

$$1 + a \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \left(1 - \frac{Z}{V_i} \right) \left(\frac{1 + E}{1 + N} \right)$$

O sea,

$$(t/\dot{p}) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } a \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{E - N}{1 + N} - \frac{Z}{V_i} \left(\frac{1 + E}{1 + N} \right)$$

Se observa que en este caso (en comparación a la situación donde $Z = 0$) se requiere un menor deterioro relativo en la relación de precios del intercambio para que, junto con $/N/ < 1$, la inflación mundial provoque un alza en el precio social de la divisa.

(B.2) $a < 0$ ($a \geq -1$)

Como $(1 + a) > 0$, si $/N/ < 1$

$$W \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} 0 \text{ si } (1 + a) \begin{matrix} \geq \\ \leq \end{matrix} \frac{V_e (1 + E)}{V_i (1 + N)}$$

Como $(1 + a) < 1$, una condición suficiente para que $W < 0$, es que

$$\frac{V_e (1 + E)}{V_i (1 + N)} \cong 1$$

$$\text{O sea } \frac{Z}{V_e} \cong \frac{E - N}{1 + N}$$

Asimismo, una condición necesaria para que en esta situación $W \geq 0$ es que

$$\frac{Z}{V_e} > \frac{E - N}{1 + N}$$

Valores del coeficiente: $\frac{Z}{Ve}$

	1974	1975	1976	1974/1976
Brasil	0.84	0.71	0.54	0.70
Chile	0.18	0.38	-0.02	0.18
Honduras	0.38	0.44	0.31	0.38
Argentina	-0.24	0.37	-0.13	0.07
México	0.46	0.66	0.49	0.54
Perú	0.41	0.92	0.60	0.64

Se observa que, en general, el coeficiente no supera el valor 0.7. Este debe compararse con: $\frac{E - N}{1 + N}$ ($N < 1$) en algunos casos, para deducir el cambio del valor social de la divisa. Si $N = -\frac{1}{2}$ esto significa que para que $0.7 \geq \frac{E - N}{1 + N}$; $E \leq 0.85$.

NOTA

^aUn desmejoramiento de la relación de precios del intercambio puede reducir (o aun invertir) los movimientos de capitales netos hacia el país en cuestión. Ello se debe a que tal deterioro puede crear expectativas (correctas o incorrectas) de una devaluación. Por este efecto, se aumenta la probabilidad de que un desmejoramiento de la relación de precios del intercambio incremente el valor social de la divisa.

**Cartera de inversiones de los países exportadores
de petróleo: diversificación orientada
hacia América Latina**

Carlos Massad

Este trabajo es la versión revisada del artículo publicado en *Estudios de Economía*, N° 12, Segundo Semestre de 1978, Departamento de Economía, Universidad de Chile. Esta versión revisada fue publicada en inglés en *Arab-Latin American Relations, Energy, Trade and Investment*, editor Fehmi Saddy, Transaction Books, New Brunswick, N.J., 1983. El autor agradece a Norberto González sus comentarios, y a Tatjana Montes y María Arce su ayuda estadística.

I

Introducción

Los países exportadores de petróleo extraen riqueza del subsuelo a fin de asegurar un flujo de ingreso futuro. En vez de invertir dejando que el petróleo permanezca donde está, extraen la cantidad suficiente para mantener un nivel dado de consumo y para hacer otras inversiones. Su política incluye la colocación de fondos en los mercados monetario y financiero, así como la adquisición en el extranjero de activos reales. Los rendimientos en mercados financieros diferentes tienden rápidamente a ser iguales, consideración hecha de los movimientos en los tipos de cambio y de los riesgos, puesto que los recursos financieros pueden trasladarse con facilidad de un mercado a otro. La composición de una cierta cartera de inversiones financieras será influida notablemente por la posibilidad que tengan los inversionistas para predecir, con más acierto que el mercado, las futuras variaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés.

No ocurre así tratándose de la adquisición de activos reales. Las tasas de retorno sobre inversiones en activos reales difieren entre países tendiendo a la igualdad con extremada lentitud, mientras que la variabilidad de esos retornos también difiere de país a país; los bienes físicos, la mano de obra, la tecnología y los bienes de capital no se desplazan con la misma facilidad que los recursos financieros, y es sumamente costoso reproducir en otro lugar las condiciones naturales, como el clima, la calidad de los suelos, la altura, etc., existentes en un punto determinado del globo.

Son numerosos los factores que influyen en la composición de la cartera de inversiones en activos reales, y comprenden desde las consideraciones religiosas y culturales hasta los elementos económicos y las condiciones de seguridad. Esto no es forzosamente cierto tratándose de las inversiones financieras, puesto que el costo de alterar la composición de la cartera no es apreciable en tal caso. El costo de alterar la composición de una cartera de inversiones en activos reales es generalmente más alto, de manera que su composición se verá más influida por consideraciones de largo plazo.

La finalidad de este artículo es la de examinar las ventajas económicas que tendría para los países árabes exportadores de petróleo la diversificación internacional de sus respectivas carteras de inversiones en activos reales al asignar una importancia relativa más alta a las inversiones en América Latina.

La primera parte de este estudio concierne al uso de los ahorros externos en el desarrollo latinoamericano y a los principales elementos que han hecho que esa región haya tendido a descansar mayormente en los recursos externos y, de ahí, a aumentar su demanda de ahorros externos.

En la segunda parte se examina la posibilidad de una diversificación internacional de las inversiones que hacen los países árabes exportadores de petróleo y las ventajas que habría, desde un punto de vista económico, en aumentar la participación de sus inversiones en América Latina. También se examinan brevemente otros campos de cooperación financiera, y algunos posibles canales institucionales destinados a facilitar la diversificación de las inversiones de los países inversionistas.

II

**Ahorros internos y ahorros externos en
América Latina**1. *Tendencias pretéritas y presentes*

Los países de América Latina no exportadores de petróleo han sido, por tradición, usuarios netos de ahorros externos. Sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente han permanecido persistentemente en déficit, el que llegó a un promedio anual, para el grupo, de dos mil millones de dólares en el período 1965-1970. Este déficit complementó el ahorro interno y aseguró niveles de inversión lo bastante altos como para contribuir a una tasa de crecimiento de la economía del seis por ciento, en promedio, para el período, y ligeramente menor que ésta para el decenio de los años 60. Durante este lapso, el ahorro interno contribuyó a financiar el 85 por ciento de la inversión fija doméstica bruta mientras que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos cubrió el resto.

El desequilibrio de la balanza de pagos ya mencionado, que representó alrededor del 16 por ciento de las exportaciones de bienes y servicios, no creó problemas generalizados de balanza de pagos. Las exportaciones crecían a una tasa acelerada, mientras que el financiamiento del desequilibrio en cuenta corriente era afrontado por la inversión interna directa, los préstamos obtenidos en fuentes oficiales y los de fuentes privadas en proporciones aproximadamente iguales. Dado que los préstamos obtenidos en fuentes oficiales comprenden, por lo general, endeudamiento a mediano o a largo plazo, la forma adoptada por el financiamiento externo no gravitó excesivamente sobre un período futuro determinado, y el perfil de la deuda externa de la región mostró una distribución cronológica adecuada de los pagos de la deuda.

En la segunda mitad del decenio del 60 y en los primeros años del siguiente se vio una expansión impresionante del comercio exterior de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo. Las exportaciones totales crecieron a una tasa promedio de casi 17 por ciento anual gracias a un esfuerzo agresivo de los países de la región para abrir gradualmente sus economías y para expandir sus exportaciones tanto en los niveles subregional y regional como en el mundial. Tales esfuerzos comprendieron, en algunos países afectados por la inflación, ajustes más pequeños y frecuentes de la tasa de cambio nominal de manera de evitar fluctuaciones agudas de la tasa real. En la mayoría de los países fueron eliminadas, en gran parte, las prácticas de fijación de tasas cambiarias múltiples, y un ambiente general de comercio libre reemplazó a las tendencias altamente proteccionistas prevalecientes en el decenio anterior.

La expansión sostenida de la economía mundial, con relativa estabilidad de precios, hacia el final del decenio de los 50 y durante el que le siguió, puso el marco apropiado para el crecimiento hacia afuera de la mayor parte de los países de América Latina.

A lo largo de este período, la creciente demanda de reservas internacionales en Europa y Japón constituyó una contraparte de los déficit persistentes de la balanza de pagos estadounidense. Así, el sistema monetario de los países occidentales operó eficientemente, y los mercados internacionales monetarios y de capitales del mundo reaparecieron tras el colapso que sucedió a la gran depresión de los años treinta.

A medida que sus relaciones económicas externas se expandían, los países mayores de América Latina —y algunos menores— tuvieron cada vez más acceso a los bancos privados extranjeros como fuentes de crédito. Por supuesto, la expansión del comercio de América Latina coadyuvó en este sentido, pero el terreno se hallaba bien fertilizado por el rápido crecimiento de los mercados euromonetarios.¹ (Véanse cuadros 1 y 2)

CARTERA DE INVERSIONES DE LOS PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO

Cuadro 1

PAISES LATINOAMERICANOS EN DESARROLLO NO EXPORTADORES
DE PETROLEO: FINANCIAMIENTO DE LA CUENTA
CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS^a
(Miles de millones de dólares)

	1966- 1970	1974- 1976	1977	1978	1979
Déficit en cuenta corriente ^b	-2.0	-13.6	-7.9	-10.5	-18.0
Variación de activos de reserva	0.4	0.7	3.9	7.6	5.5
Necesidades	2.4	14.3	11.8	18.1	23.5
Financiamiento externo neto	2.5	13.6	12.7	16.3	24.4
Inversión directa	0.7	2.1	2.3	3.0	3.0
Donaciones	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Préstamos obtenidos netos	1.7	11.4	10.2	13.1	21.2
Fuentes oficiales	0.9	2.0	2.2	2.9	3.0
Multilaterales	0.4	0.9	1.2	1.5	1.5
Bilaterales	0.5	1.1	1.0	1.4	1.5
Fuentes privadas	0.8	9.5	8.0	10.2	18.2
Créditos de proveedores	0.4	0.5	1.2	2.2	1.0
Bancos privados	0.3	8.0	4.7	5.8	18.0
Otras fuentes y errores	0.1	1.0	2.1	2.2	-0.8

Fuente: CEPAL, "Balanza de Pagos", sobre la base de datos publicados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), septiembre, 1981; BID, "External Public Debt of the Latin American Countries" (Washington, D.C., julio, 1981); BIS, "Annual Reports" y "Supplements", y estimaciones de CEPAL.

^aIncluye México y Perú.

^bSaldo total neto de bienes y servicios, y transferencias privadas. Signo menos indica déficit.

Cuadro 2

PAISES LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES DE PETROLEO:
FINANCIAMIENTO EXTERNO E INTERNO DE LA
INVERSION FIJA INTERNA BRUTA^a
(Porcentajes)

	1960-1961	1969-1970	1974-1975	1978-1979
Ahorro interno	85.8	91.6	78.1	84.9
Déficit de la cuenta corriente	14.2	8.4	21.9	15.1
Total	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: CEPAL, "Balanza de Pagos" y "Cuentas Nacionales" sobre la base de datos del FMI y los países, septiembre, 1981.

^aCalculado mediante conversión de monedas nacionales en dólares, empleando factores de conversión publicados por el Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, varios números.

En los primeros años del decenio de los 70, el sostenido déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos, junto con el crecimiento de los mercados euromonetarios, originó la expectativa de que algunas monedas de Europa serían revaluadas respecto del dólar. Tal expectativa causó ingentes movimientos de capital que no pudieron ser controlados por los países. De ahí que las circunstancias económicas forzaran a países industrialmente importantes a dejar que sus monedas flotaran, marcando con ello el inicio de una nueva situación de ajuste de la economía mundial. Las tendencias inflacionarias ya latentes en las postrimerías del decenio anterior se tornaron más evidentes y probaron ser más profundas que en el pasado, de manera que la política antiinflacionaria sirvió más para debilitar la tasa de crecimiento de la economía mundial que para un alivio apreciable de la situación creada por los precios en rápido aumento.

Los aumentos del precio del petróleo, a fines de 1973, junto con ser una consecuencia de tales tendencias, las acentuaron y contribuyeron a una modificación de las estructuras tradicionales de las balanzas de pago del mundo. El déficit en cuenta corriente de los países de América Latina no exportadores de petróleo, que ya se había duplicado llegando a alrededor de cuatro mil millones de dólares en los primeros años del decenio de los 70, aumentó apreciablemente en 1974 y 1979. Países industriales que tradicionalmente mostraban un superávit en su cuenta corriente exhibieron en 1974 un déficit apreciable, el que estimuló aún más la aplicación de políticas económicas restrictivas.

Como secuela de esta serie de circunstancias, el agrandamiento de la brecha externa de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo se vio acompañada por una notable disminución de la importancia relativa de la inversión foránea directa y de los préstamos obtenidos en fuentes oficiales mientras que, paralelamente, los préstamos provenientes de bancos comerciales, para cerrar esa brecha, aumentaban a ojos vistas. En efecto, los préstamos obtenidos en bancos comerciales en el exterior, en la segunda mitad de los años 70, fueron 32 veces mayores que el promedio anual en la segunda mitad de los años 60. Al mismo tiempo, se deterioraron los términos de los préstamos: el factor de concesionalidad descendió en un 73% entre 1969 y 1979. (Véase cuadro 3.)

El acentuado desequilibrio de la cuenta corriente indujo a los países latinoamericanos no exportadores de petróleo tanto a buscar financiamiento adicional cuanto a adoptar políticas de ajuste de una naturaleza tal que evitaran sacrificios excesivos en términos de su tasa de crecimiento. En 1976, el déficit en cuenta corriente bajó a poco más de once mil millones de dólares y, en 1977, descendió nuevamente a casi ocho mil millones de dólares.²

El balance general de la aplicación de estas políticas acusa éxito. El déficit en cuenta corriente volvió a aumentar en 1978, pero las tasas de crecimiento de la economía, aunque menores que las de principio de la década, fueron más altas que las registradas en otras

Cuadro 3

PAISES MIEMBROS DEL CAD Y AGENCIAS MULTILATERALES:^a DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE TRANSFERENCIAS DE FLUJOS FINANCIEROS NETOS A PAISES EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO

(Miles de millones de dólares)

	1969			1975			1979		
	Total	Conce- siona- lidad	Factor de con- cesiona- lidad 2/1	Total	Conce- siona- lidad	Factor de con- cesiona- lidad 2/1	Total	Conce- siona- lidad	Factor de con- cesiona- lidad 2/1
América Latina	2.64	0.81	30.5	7.19	1.07	14.9	18.62	1.55	8.3
Africa ^b	2.08	1.35	64.8	6.51	3.91	60.0	16.60	8.70	52.4
Asia ^c	3.86	2.49	64.5	6.57	3.94	60.0	17.74	9.28	52.3
Europa ^d	1.41	0.31	22.3	3.57	0.63	17.7	8.33	1.99	23.9
Otros	0.28	0.22	80.7	0.68	0.61	90.7	1.01	0.88	87.1

Fuente: OCDE, "Geographical distribution of financial flows to developing countries, 1969-1975", París, 1977; y OCDE, *Development Cooperation Review* (1980).

^aSe refiere al Comité de Asistencia para el Desarrollo de la OCDE y las agencias multilaterales no incluyen aquellas que en sus préstamos tienen un componente de concesionalidad menor que 25 por ciento.

^bExcluye Gabón, Nigeria y Argelia.

^cExcluye el Mediano Oriente, Israel e Indonesia.

^dIncluye Portugal, Chipre, Gibraltar, Grecia, Malta, España, Turquía, Yugoslavia e Israel.

partes del mundo. También la región mantuvo elevadas tasas de inversión, las que permitían asegurar para el futuro un crecimiento sostenido. En 1975-1976, las tasas de inversión fueron superiores a las registradas en cualquier año a partir de 1966. La política mixta de ajuste y financiamiento en América Latina significó una disminución del desequilibrio externo, sin sacrificar las tasas de inversión y, de ahí, sin perjudicar las futuras tasas de crecimiento. Las cifras de CEPAL muestran que las tasas de inversión en el producto geográfico bruto, que fueron de 17.6 por ciento en 1966, crecieron en forma sostenida, alcanzando a un promedio de 21.7% en el período 1975-1980.

2. *Ajuste o financiamiento, o ambos: el cuadro para el futuro cercano*

Es muy posible que el nivel del desequilibrio externo en cuenta corriente obtenido en los últimos años baje en el futuro. Se espera que continúen creciendo rápidamente las importaciones de países exportadores de petróleo. En los países industriales, las políticas tendrán probablemente más éxito que hasta ahora en conseguir la disminución apreciable de los desequilibrios entre ellos, de modo que la suma total de excedentes en la economía mundial debiera descender, con un correspondiente descenso de la suma total de los déficit.

Sin embargo, es muy dudoso que las cifras de desequilibrio regresen en un futuro cercano a las magnitudes mostradas antes de 1974. En efecto, entre 1967 y 1973, la suma total de los déficit en cuenta corriente de los países miembros del Fondo Monetario Internacional alcanzó a un promedio anual de 13 mil millones de dólares, que saltó a sobre 82 mil millones de dólares, en promedio entre 1973 y 1980. Si este guarismo hubiera de descender sostenidamente, a una tasa de diez mil millones de dólares por año, que es una tasa lo suficientemente alta como para considerarla más bien improbable, la cifra anual demoraría entre seis y siete años en regresar al promedio de 1967-1973. Seguramente, el tiempo requerido será mayor.

Como un subproducto de este cuadro general, los países en desarrollo no exportadores de petróleo, incluidos los de América Latina, presentarán un déficit sostenido de sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente durante un lapso relativamente prolongado.

Si en conjunto los países deficitarios hicieran esfuerzos para eliminar este déficit, sólo tendrían éxito transfiriendo el déficit a otro lado; en tanto haya excedentes de magnitud apreciable, ellos han de tener una contrapartida en la forma de déficit. La única alternativa sería una notable disminución del ingreso mundial, porción que es rechazada por todos los afectados.

De ahí que los países latinoamericanos no exportadores de petróleo —y puede que también alguno de los exportadores— ostentarán un déficit en sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente y seguirán demandando ahorros externos, bajo una u otra forma, durante algún tiempo. Esto no sería así, o por lo menos no en la misma magnitud, si estos países fuesen a reducir su nivel de ingreso e inversión, o si hubiesen de estar en situación de aceptar una baja significativa de sus reservas externas, o ambas posibilidades.

Los países latinoamericanos ya han hecho con éxito un esfuerzo para reducir su desequilibrio externo a proporciones más manejables, y la cuestión es si la economía mundial está interesada en suministrar ahorros externos para evitar políticas de ajuste *excesivo* en América Latina.³ Me parece que la respuesta a esta pregunta debe ser positiva.

Aun cuando algunos de los países de la región han acumulado reservas externas de considerable magnitud absoluta, tales reservas, en la gran mayoría de los casos, no son más altas como proporción de las importaciones que lo que fueron en el período 1951-1955, también de reservas elevadas según niveles históricos. (Véase cuadro 4.) El hecho de que sea posible llegar más fácilmente a los mercados euromonetarios de financiamiento de

corto plazo induce a rebajar el monto de las reservas que se necesita; sin embargo, en los años 70 los términos del intercambio han mostrado una volatilidad que justifica la mayor prudencia en el manejo de las reservas.

Por otra parte, las reducciones en el ingreso y la inversión pondrían en peligro la futura tasa de crecimiento de los países, a la vez que provocarían efectos negativos en la economía mundial como un todo. Los países latinoamericanos no exportadores de petróleo constituyen un mercado de más de 360 millones de personas, con un ingreso per cápita anual cercano a los 1 600 dólares. Para Estados Unidos de América, estos países son más importantes que la Comunidad Económica Europea, o que Japón, como demandantes de equipos y productos químicos; y para la Comunidad Económica Europea, sus compras de estos productos son casi tan importantes como las de Estados Unidos, y más importantes que las de Japón. De ahí que América Latina, para las naciones industrializadas, no es un mercado insignificante, de modo que un retroceso o un debilitamiento apreciable de las tasas de crecimiento de la región afectarían a la economía mundial. Como secuela de tal efecto, América Latina estaría contribuyendo al desempleo y al estancamiento de la economía del mundo, lo que también afectaría a los países exportadores de petróleo. Ciertamente, este efecto es pequeño, pero existe. Desde el punto de vista del crecimiento equilibrado de la economía mundial, debieran financiarse los déficit en cuenta corriente que son la contrapartida de excedentes que permanecerán como tales durante un prolongado período de tiempo.

El monto neto de los recursos requeridos no es despreciable, ya que puede significar entre 20 y 30 mil millones de dólares anuales para los países de la región no exportadores de petróleo, si se incluye lo necesario para aumentar las reservas de divisas.

Estos guarismos no toman en cuenta los pagos de la deuda externa. Si tales pagos son incluidos, la cifra bruta de requerimientos financieros se aproximaría a los 50 mil millones de dólares por año, y podría aun superarlos.

Si estas cifras se satisficieran mediante la obtención de préstamos en el exterior, ello implicaría un aumento de la deuda global (pública y privada, garantida o no) de alrededor de un 20 por ciento anual. Hasta ahora, los mercados financieros y monetarios del mundo han podido absorber cantidades aun mayores que éstas. Sin embargo, es necesario recalcar

Cuadro 4

ALGUNOS PAISES LATINOAMERICANOS EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO: RESERVAS COMO PROPORCION DE LAS IMPORTACIONES

(Porcentajes)

<i>País</i>	1951- 1955	1956- 1960	1961- 1965	1966- 1970	1971- 1973	1974- 1980
Argentina	40.0	24.2	15.7	34.9	29.4	64.1
Bolivia	19.9	5.7	12.6	20.7	22.9	22.1
Brasil	29.7	27.7	23.1	23.1	71.3	41.1
Colombia	30.7	27.9	14.7	16.9	26.7	72.6
Chile	16.8	17.0	12.8	25.2	13.3	35.1
Ecuador	37.3	24.2	27.4	24.6	34.6	32.3
Guatemala	45.8	37.0	29.0	23.2	34.4	37.5
México	29.7	33.5	29.5	24.2	27.8	17.7
Uruguay	112.2	84.7	86.7	74.0	65.8	65.6

Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, mayo de 1978; CEPAL, "Balanza de Pagos", sobre la base de estadísticas publicadas por el FMI, septiembre, 1981.

Cuadro 5

USOS ESTIMADOS DE LA CONTRIBUCION NETA DE LOS PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO AL MERCADO MONETARIO

(Porcentajes)

Usuarios	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Países en desarrollo	11	10	1	1	14	32
Europa Oriental	36	40	48	74	45	34
Países desarrollados y resto del mundo ^a	53	50	50	25	41	34
Contribución neta de los países de OPEP	100	100	100	100	100	100
(En miles de millones de dólares)	29	36	38	30	51	76

Fuente: Estimación sobre la base de estadísticas obtenidas del Banco de Pagos Internacionales (BIS), *Informe Anual 48º*, 12 de junio de 1978 e *Informe Anual 51º* de junio de 1981.

^a Resto del mundo comprende centros financieros y otros no determinados. Puesto que tales centros financieros dirigen parte de sus recursos a los países en desarrollo, la importancia relativa de éstos aumentaría, y la de los industrializados disminuiría, si se pudiera efectuar una asignación más precisa.

dos puntos importantes. Primero, el monto de la deuda que un país puede manejar no es ilimitado, y será más bajo mientras más corto sea el período promedio de amortización de la deuda; la dependencia creciente de préstamos obtenidos en la banca privada tenderá a acortar ese período. Segundo, ha cambiado el papel que los países industrializados han representado en la oferta de recursos financieros. En los años 60 y en los primeros del decenio del 70, ellos transfirieron al exterior parte de sus propios ahorros netos, puesto que obtenían un excedente sostenido en sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente. Sin embargo, en los últimos años han desempeñado esencialmente un papel de intermediarios para los ahorros netos provenientes de los países exportadores de petróleo y de unas pocas naciones industrializadas, transfiriendo esos ahorros a ellos mismos, y entre ellos mismos y otras regiones del mundo. Las cifras disponibles apuntan en la dirección de que el reciclaje de los ahorros externos entre ellos mismos es apreciablemente más importante que aquél entre ellos y otras regiones. En efecto, este último puede ser residual y, por tanto, una cifra más volátil. (El cuadro 5 apoya esta afirmación.)

Este análisis es una señal clara de que, si bien está en el interés de América Latina y de la comunidad mundial como un todo financiar los desequilibrios en cuenta corriente del primer grupo de naciones más bien que descansar en un ajuste excesivo que provoque una reducción violenta en su tasa de crecimiento, también interesa a todos los afectados examinar cuidadosamente la forma que puede adoptar este financiamiento.

Aparte de una reducción de las reservas brutas, hay dos maneras principales de financiar un déficit en cuenta corriente: la obtención de préstamos y la inversión extranjera directa.

3. Los préstamos como una forma de obtener recursos financieros

Según se ha señalado, América Latina ha aumentado su dependencia de préstamos en la banca privada, con el efecto de aumentar su costo y reducir el período de pago de la deuda, en comparación con la situación que prevalecía en el decenio de los 60. A la vez, la recurrencia de América Latina a préstamos logrados en fuentes oficiales, tanto nacionales como internacionales, ha bajado apreciablemente. Este cambio tal vez sea irreversible, puesto que hay en el mundo creciente interés en orientar los recursos de bajo costo hacia los países menos desarrollados, de los que, según las definiciones de las Naciones Unidas, hay uno solo en América Latina.

La captación de créditos bancarios por los países en desarrollo está cayendo bajo intenso escrutinio, dado que algunos bancos tienen carteras cuya composición muestra un componente apreciable de préstamos a tales países. Este desarrollo incluye la aplicación de algunos índices para medir la capacidad crediticia de los países prestatarios.

El indicador de la capacidad crediticia a que se recurre con más frecuencia es la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones. La clasificación de los países de América Latina mediante este indicador señala que los que registran una relación elevada están también entre los que gozan de mayor aceptabilidad como deudores en los mercados financieros privados (Argentina, Brasil, Chile y Uruguay), de modo que la relación alta puede ser un indicador de acceso al crédito. Al mismo tiempo, estas estadísticas revelan que los países con una tasa de crecimiento de exportaciones relativamente alta pueden afrontar, sin problemas, una elevada relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones.

Pese a su popularidad, este indicador de la capacidad crediticia no ofrece una visión adecuada. Es un indicador esencialmente estático y nada señala respecto de las posibilidades de exportaciones. En efecto, en el caso de la mayoría de los países latinoamericanos, la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones podría ser mejor interpretada como un indicador del acceso al crédito foráneo que como una advertencia de problemas futuros. (Véase cuadro 6).

Cuadro 6

**PAISES LATINOAMERICANOS EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO:
RELACION ENTRE EL SERVICIO DE LA DEUDA Y LAS EXPORTACIONES
Y TASA DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES**

(Promedios anuales para 1971-1979)

<i>País</i>	<i>Razón servicio de la deuda ofi- cial/exportaciones</i>	<i>Razón servicio de la deuda/ exportaciones</i>	<i>Tasa de crecimiento de exportaciones</i>
Argentina	19.7	32.0	20.2
Brasil	20.5	48.8	22.5
Colombia	12.3	22.8	21.6
Costa Rica	12.8	25.1	18.3
Chile	23.7	43.0	19.3
República Dominicana	6.9	16.3	18.5
El Salvador	4.8	13.0	21.5
Guatemala	3.8	9.9	20.2
Guyana	10.3	12.4	8.5
Honduras	6.0	15.1	18.3
Jamaica	9.9	11.4	10.5
México	34.6	41.1	22.6
Nicaragua	13.3	16.3	13.9
Panamá	16.5	15.3	13.1
Paraguay	9.9	18.2	25.5
Perú	24.6	42.2	18.2
Uruguay	29.5	33.5	21.5

Fuente: CEPAL, "Balanza de Pagos", sobre la base de estadísticas suministradas por el Fondo Monetario Internacional, septiembre, 1981; BID "External Public Debt of the Latin American Countries", Washington, julio, 1981.

Sólo una evaluación global de las perspectivas económicas de un país puede hacerlo, dado que ningún indicador aislado puede mostrar un cuadro comprensivo de la capacidad crediticia. En efecto, la capacidad que los países latinoamericanos han demostrado tanto para capear las difíciles condiciones económicas de mediados del decenio de los 70 como su potencial de desarrollo son los mejores indicios de su futuro.

Hay una forma de conseguir préstamos que se torna cada vez más importante para algunos países de la región, y que se adapta mejor a la situación financiera externa presente de los países que la integran: lograr préstamos a largo plazo en los mercados privados de capital mediante la venta de bonos. Esta forma de endeudamiento ya era bien conocida en el siglo XIX y se desarrolló progresivamente hasta la gran crisis del decenio de los 30. En años recientes, sólo Argentina, Brasil, México y Venezuela, en América Latina han hecho algún uso de este medio.

Sin embargo, una deuda en rápido crecimiento no es algo que los países latinoamericanos consideren deseable. De ahí que se interesen cada vez más en otras formas de financiamiento, incluida la inversión foránea directa.

La argumentación precedente puede resumirse como sigue: los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, en sus respectivas balanzas de pagos, presentan déficit en cuenta corriente que son notablemente mayores que los prevaecientes en decenios pasados; se espera que estos déficit disminuyan, no obstante lo cual permanecerán en niveles relativamente altos por algunos años. De ahí que hay una demanda de ahorro externo tanto en la forma de préstamos como de inversión foránea directa. Los países de América Latina han tenido, y siguen teniéndolo, libre acceso a préstamos bancarios; pero a estos países no les gustaría ver una deuda que sigue subiendo rápidamente, mientras sus plazos de vencimiento se acortan. Así, en los países latinoamericanos hay una demanda de endeudamiento de largo plazo, en bonos, y asimismo una demanda de inversión foránea directa.

La demanda de América Latina por inversión foránea directa existe. En consecuencia, lo que cabría ver enseguida es si podría ser interesante para los países árabes exportadores de petróleo considerar la expansión de su cartera de inversiones en la región latinoamericana. Desde un punto de vista económico, las inversiones árabes directas en Latinoamérica podrían ser tentadoras a causa de sus rendimientos, y por su efecto sobre la variabilidad del retorno que los países inversionistas obtienen de su cartera de inversiones como un todo.

III

Diversificación de la cartera de inversiones. El caso de las inversiones en América Latina

1. *Diversificación internacional de la cartera: sus ventajas económicas*

Es una práctica común diversificar la cartera, de modo de reducir al mínimo la varianza de los retornos en cualquier nivel dado de la tasa de retorno. En efecto, se han desarrollado varios modelos a fin de dar una guía para la composición óptima de la cartera de inversiones. La diversificación internacional⁴ de las carteras es una dimensión importante de su diversificación general. Es razonable esperar que las tasas de retorno sobre las inversiones en países determinados tenderán a ser influidas por el cuadro económico general de cada país. Una disminución de la tasa de crecimiento de la economía de cualquier país, o un aumento de esa tasa, tenderá a afectar las tasas de retorno sobre la inversión en general en ese país. Por tanto, las tasas de retorno sobre la inversión en un

país dado tenderán a moverse a la par con la tendencia general de su economía. Por supuesto, tal influencia no implica una coincidencia perfecta en el tiempo y en las magnitudes de los movimientos de las tasas de retorno en sectores distintos de la economía del país en cuestión. Por consiguiente, hay una ventaja en la diversificación de la inversión, aun dentro de los límites territoriales del país.

El hecho de que las tasas de crecimiento de las economías en países diferentes no se muevan de consuno en el tiempo es una indicación de que las tasas de retorno sobre inversiones, en países diferentes, no se moverán todas en la misma magnitud o siquiera en igual dirección. Aun si la tasa de retorno promedio sobre inversiones fuese la misma para todos los países, habría ventaja en la diversificación internacional de las inversiones, si sus movimientos en el tiempo fuesen distintos. Tal diversificación resultará en una reducción de la variabilidad de los retornos sobre la cartera diversificada para igual nivel de retornos en promedio.

En la profesión económica es práctica generalizada suponer que la incertidumbre lleva aparejado un costo, de manera que, dado cualquier nivel de retornos, el inversionista preferirá la variabilidad más baja a una más alta. El mismo argumento puede trasladarse a la situación de un país como un todo. Esto parece especialmente razonable en países que están transformando una fuente de recursos naturales no renovables en un flujo de ingreso futuro. Para cualquier nivel promedio dado de tal ingreso, una menor variabilidad será preferible a una mayor variabilidad.

Si, a fin de lograr tasas más elevadas de retorno sobre la inversión, un país tuviera que aceptar una mayor variabilidad de retornos, no sería obvia la elección entre posibles combinaciones dadas de retornos sobre inversión y variabilidad. En este caso, a fin de obtener un retorno más alto, un país tendría que aceptar más variabilidad y la selección en cuestión dependería de las preferencias relativas del país en cuanto a los retornos y la variabilidad como, asimismo, de las posibilidades del mercado para trocar el retorno promedio por una variabilidad más baja. En una situación como ésta, podría ser ventajosa para un país una menor tasa de retorno sobre su cartera de inversiones, si ése fuera el costo de una variabilidad de retornos apreciablemente reducida.

Pero, si un país o un grupo de países pudiera alcanzar retornos más altos sobre sus inversiones con la misma variabilidad de esos retornos, o con una menor, tal posición sería indudablemente preferible a una con retornos más bajos y la misma variabilidad o una más alta.

2. Retorno promedio y varianza de una cartera diversificada

Cuando este artículo estaba en preparación, no se dispuso de información sobre las tasas de retorno de las inversiones en diferentes sectores y países. Sin embargo, según se ha señalado, la tasa de crecimiento de la economía de un país ejerce una influencia general en las tasas de retorno sobre inversiones en ese país, de modo que las tasas de crecimiento pueden usarse como sustitutos de las tasas de inversión. Aún más, la teoría económica dice que, en ciertas circunstancias, la tasa de retorno sobre la inversión igualará a la tasa de crecimiento de la economía en un equilibrio de largo plazo.⁵

Estadísticas publicadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) muestran que la tasa de crecimiento de las economías de los países miembros, tomados en conjunto para el período 1950-1980, alcanzó a un promedio de 4.1 por ciento anual. Por otra parte, estadísticas publicadas por la CEPAL evidencian que las economías de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, tomados en conjunto, crecieron a una tasa promedio de 5.6 por ciento por año durante ese mismo período.⁶ Si se toman los promedios por decenio, la tasa de crecimiento de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo fue más alta que la de los países de la OCDE para los tres periodos incluidos: el decenio de los 50, el de los 60, y el de los 70.

Cuadro 7

PAISES DE LA OCDE Y PAISES LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES
DE PETROLEO: TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO
BRUTO REAL Y SU VARIABILIDAD

(Cambios porcentuales)

Región			Región			Región		
Años	OCDE ^a	América Latina ^b	Años	OCDE ^a	América Latina ^b	Años	OCDE ^a	América Latina ^b
1951	7.6	5.7	1961	4.3	6.8	1971	3.7	7.0
1952	3.6	2.6	1962	5.3	3.9	1972	5.4	7.2
1953	4.6	4.7	1963	4.7	3.1	1973	6.1	8.3
1954	1.1	6.0	1964	6.0	7.3	1974	0.6	7.4
1955	7.2	6.2	1965	5.3	5.3	1975	-0.3	3.5
1956	3.2	3.8	1966	5.6	4.6	1976	5.1	5.2
1957	2.8	5.8	1967	3.6	4.3	1977	3.6	4.6
1958	0.6	5.2	1968	5.5	7.0	1978	3.8	5.2
1959	5.6	1.6	1969	4.7	7.4	1979	3.3	6.9
1960	4.5	8.2	1970	3.1	6.9	1980	1.3	6.4
Pro- medio 51-60	4.1	5.0	Pro- medio 61-70	4.8	5.7	Pro- medio 71-80	3.3	6.2
1950-1980								
			OCDE			América Latina		
Promedio (porcentajes)*			4.1			5.6		
Varianza			3.7			2.9		
Covarianza						0.25		
Coeficiente de correlación						0.08		

Fuente: ^aOCDE, *Economic Outlook*, diciembre 1972, 1977, julio 1981.^bCEPAL, sobre la base de estadísticas suministradas por los países informantes, a septiembre de 1981.

*La diferencia en los promedios es estadísticamente significativa.

La variabilidad de la tasa de crecimiento, medida por la varianza, fue de 2.9 para los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, y de 3.7 para los de la OCDE en el período 1950-1980, considerados en conjunto. La covarianza fue de 0.25. (Véase cuadro 7.)

Con estos resultados es posible calcular la tasa promedio de retorno y, asimismo, la varianza de una cartera combinada de inversiones en ambas zonas del mundo. Puesto que la tasa promedio de retorno, medida por la tasa de crecimiento de la economía, es más alta para América Latina que para la OCDE, la cartera combinada exhibirá una tasa de retorno más alta que una cartera exclusivamente de OCDE, cualquiera que sea la importancia relativa de las inversiones en países latinoamericanos no exportadores de petróleo, siempre que tal importancia relativa sea mayor que cero. Por otra parte, la varianza de la cartera combinada será menor mientras menor sea la covarianza de las dos series de tasas de retorno.⁷

Supóngase, por ejemplo, una cartera en que las inversiones en países de la OCDE comprendieran el ochenta por ciento del total, mientras que las inversiones en países latinoamericanos representarían el veinte por ciento restante. El retorno promedio de esta cartera sería de 4.4 mientras que su varianza, de 2.6, que es menor que la varianza de ambos grupos OCDE (3.7) y países latinoamericanos no exportadores de petróleo (2.9),

tomados separadamente. De ahí que una cartera diversificada tendría un rendimiento más alto y una varianza menor que una cartera exclusivamente de OCDE. Por tanto, una cartera diversificada sería indudablemente preferible a una de OCDE no diversificada. A medida que la importancia de la inversión en América Latina aumenta en la cartera combinada, el retorno promedio aumentará sostenidamente, mientras que la varianza disminuirá a un punto mínimo y, enseguida, volverá a subir.⁸

3. *La composición óptima de la cartera de inversiones*

Al emplear las tasas de retorno, varianzas y covarianzas obtenidas de las tasas de crecimiento, es posible determinar la composición de la cartera que da una varianza mínima. Tal cartera estaría compuesta por un 44 por ciento de inversiones en países de la OCDE y 56 por ciento de inversiones en América Latina, con una varianza de 1.7 y un rendimiento promedio de 4.9 por ciento. A medida que la importancia de América Latina en la cartera de inversiones siga aumentando por encima del 56 por ciento la varianza empezará a subir otra vez, partiendo desde el mínimo alcanzado de 1.7; pero todavía será menor que la varianza de la cartera de inversiones en cualquiera de las dos áreas, tomadas separadamente, hasta que las inversiones en Latinoamérica comprendan el ciento por ciento del total. En ese punto, por supuesto, la varianza de la cartera sería aquella de los retornos sobre inversiones en América Latina, mientras que la tasa promedio de retorno sería también la de las inversiones en Latinoamérica.

A partir desde la cartera de mínima varianza, nuevos aumentos en la importancia relativa de las inversiones en América Latina harán aumentar, según se ha señalado, la varianza de la cartera combinada, pero también aumentará la tasa de retorno de la cartera; de esta manera, la selección de una composición determinada de una cartera dependería de las preferencias relativas entre tasas de retorno y varianzas en los países inversionistas. En cambio, la selección de una composición de cartera que incluya inversiones en Latinoamérica, con una importancia relativa igual a 56 por ciento, o menor que ésta, no debiera ser incierta. Dentro de este límite, una cartera que contenga más inversiones en América Latina sería indudablemente preferida a otra que contuviera menos de ellas, puesto que la primera daría un más alto retorno y una menor varianza que la segunda.

Las estadísticas sobre tasas de crecimiento que han sido usadas como sustitutos de las tasas de retorno sobre inversiones ocultan varios aspectos importantes que deberían ser tomados en cuenta para decidir sobre una inversión. El primero de éstos es el hecho de que las tasas de crecimiento en cualquier país dado representan un promedio de tasas de crecimiento de diferentes sectores de la economía; el promedio es el resultado de diferentes tasas en diferentes sectores, algunas de ellas más altas que el promedio, otras, más bajas. A un inversionista le gustaría considerar todo el conjunto de tasas de retorno antes que solamente un promedio, puesto que él podría elegir sectores o proyectos para su inversión entre los mejores de que dispusiera la economía. Ya que esto es cierto tanto en los países de la OCDE como en los latinoamericanos, el argumento en favor de la diversificación internacional de la cartera de inversiones, basado en las cifras globales, mantiene su validez.

Segundo, en general, la tasa de crecimiento puede ser un buen sustituto de la tasa de retorno sobre inversiones, incluidas inversiones tales como aquellas en construcción de caminos, en educación o en otros sectores que no están abiertos a inversionistas foráneos. Una manera factible de averiguar si la tasa de crecimiento es un sustituto razonable de la tasa de retorno sobre inversiones abiertas a inversionistas extranjeros es la de ver si las escasas estadísticas disponibles sobre tasas de retorno de inversión foránea se comportan de una manera similar a la de las tasas de crecimiento.

Cuadro 8

**PAISES DESARROLLADOS Y AMERICA LATINA: TASAS DE RETORNO
SOBRE LA INVERSION DIRECTA NO PETROLERA DE ESTADOS
UNIDOS DE NORTEAMERICA EN EL EXTERIOR**

(Porcentajes)

<i>Año</i>	<i>Países desarrollados</i>	<i>América Latina</i>
1967	9.2	11.3
1968	10.1	12.7
1969	11.4	12.9
1970	10.6	10.8
1971	11.3	9.3
1972	13.0	11.5
1973	15.9	13.5
1974	14.1	16.3
1975	11.7	16.1
1976	12.9	15.0
1977	12.2	14.8
1978	15.6	16.2
1979	18.1	16.7

<i>1967-1979</i>		
	<i>Países desarrollados</i>	<i>América Latina</i>
Promedio (porcentajes)*	12.8	13.6
Varianza	6.5	5.9
Covarianza		3.96
Coefficiente de correlación		0.64

Fuente: Calculado sobre la base de: U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, agosto de 1977-1980.
Utilidades ajustadas divididas por el promedio de las posiciones de inversión directa a principio y a fin de cada año.

*La diferencia en los promedios es estadísticamente significativa.

El Departamento de Comercio de Estados Unidos de América publica cifras de inversiones estadounidenses en diferentes países y regiones, y de ganancias (netas de impuestos) provenientes de esas inversiones, desde 1967 a 1979.⁹ Dichas estadísticas debieran tomarse con beneficio de inventario puesto que las utilidades pueden ser desplazadas entre las afiliadas de una misma compañía en diferentes países mediante la fijación de los precios de los bienes vendidos o comprados entre las afiliadas. Esta consideración implicaría que la variabilidad de las utilidades aparece mayor mientras menor es el monto de las inversiones que se consideran separadas de la cartera global. Por consiguiente, debería suponerse que la varianza de la tasa de utilidades en América Latina, calculada mediante el uso de las mencionadas estadísticas, aumentaría relativamente respecto de aquella calculada a partir de las tasas de crecimiento.

Las tasas de retorno calculadas usando las estadísticas del Departamento de Comercio de Estados Unidos muestran que la tasa promedio sobre inversión directa no petrolera de ese país en el exterior es más alta para América Latina (13.6%) que para los países industrializados (12.8), mientras que las varianzas son 5.9 y 6.5, respectivamente. La covarianza es 3.96. Puesto que las tasas de retorno no son corregidas para considerar la inflación mundial, tienden a sobrestimar las tasas reales. (Véase cuadro 8.)

La varianza de la cartera compuesta de 80 por ciento de inversión en países desarrollados y 20 por ciento de inversiones en América Latina tendría una tasa de retorno de 13.0 por ciento, más alta que aquella que incluye únicamente países desarrollados, y una

varianza de 5.7, menor que la varianza de las tasas de retorno sobre inversiones en países desarrollados. La cartera de mínima varianza estaría compuesta de 54 por ciento de inversiones en América Latina y 46 por ciento en los integrantes de la OCDE, con un rendimiento promedio de 13.2 por ciento y una varianza de 5.1. Una vez más, a medida que las inversiones en Latinoamérica se incrementan a más de 54 por ciento de la cartera, el retorno promedio de ésta aumentaría sostenidamente, pero también aumentaría la varianza, acercándose a la de una cartera compuesta sólo de inversiones en América Latina.

De ahí que hay una ventaja indudable para la diversificación de la cartera en favor de América Latina hasta que la participación de ésta en la cartera total llegue al 54 por ciento. A partir de ese punto, también podría haber una ventaja, pero ésta no sería indudable; dependería de las preferencias relativas de los países inversionistas entre tasa de retorno y varianza. Las conclusiones generales obtenidas mediante el empleo de tasas de crecimiento como sustitutos de las tasas de retorno sobre inversiones quedan así reforzadas.

4. Riesgos políticos y el enfoque de las "ventajas mutuas"

Tercero, ni las tasas de crecimiento ni las de retorno dan una medida de los riesgos políticos, incluido el de la pérdida del capital a causa de expropiación. El análisis de la conveniencia de la diversificación de la cartera internacional toma en cuenta esencialmente los costos y beneficios económicos, pero no deja un margen para el costo proveniente de la inestabilidad política.

El efecto de la inestabilidad política sobre la tasa de retorno de las inversiones, en cuanto difiere del efecto general ya reflejado en la tasa de crecimiento de la economía, se sintetiza en la llamada "estabilidad de las reglas del juego".

Hay dos medios principales, que no se excluyen mutuamente, para obtener la estabilidad del tratamiento de la inversión extranjera: uno es el de tener la influencia suficiente sobre el gobierno receptor de forma que éste resista las presiones para alterar las reglas; el otro es el de hacer que las partes comprendan que es ventajoso no alterarlas.

El primer medio no es eficiente puesto que el poder político puede cambiar de manos de tiempo en tiempo en los países receptores donde la influencia foránea suele tornarse en una cuestión conflictiva, como ha ocurrido en el hecho. De modo que el enfoque de la influencia política para alcanzar la estabilidad de las reglas del juego puede en sí ser inestable.

El enfoque de las ventajas mutuas, por otra parte, tiene mucho que ofrecer. Implica emplear el criterio de la ventaja mutua como un elemento importante en la elección de proyectos de inversión que suministren esa ventaja; por ejemplo, el desarrollo de proyectos que mejoran, en el país receptor, la producción de bienes que tengan mercado en el país (o países) inversionistas puede ser un importante incentivo para la estabilidad de las reglas del juego. El país inversionistas provee, a la vez, los recursos financieros y los mercados, de manera que todo elemento que afecte negativamente a la inversión también puede tener un efecto negativo en los mercados compradores.

Proyectos conjuntos emprendidos con alguna participación de capital del país receptor (o países receptores), y que incluyan complementación internacional de la producción, pueden, así mismo, satisfacer el criterio de las ventajas mutuas. Este tipo de proyectos implica la producción de componentes en más de un país, incluido el país inversionista; implica también la armadura final en más de un país. Aunque desarrollarlos es más complicado, estos proyectos facilitan el acceso tanto a los mercados latinoamericanos como a los de los países inversionistas, y permiten emprender proyectos de gran envergadura, que, al mismo tiempo, satisfacen el criterio de las ventajas mutuas.

La inversión árabe que provea tanto recursos financieros como mercados será menos vulnerable que si se destina únicamente a la provisión de los primeros. Esta vulnerabilidad disminuiría aún más si pudiera establecerse un mecanismo para que las naciones árabes exportadoras de petróleo invirtieran como grupo antes que aisladas unas de otras. Dado que cada país árabe tiene su propia orientación política, al actuar como grupo ofrecerán a los países receptores una posibilidad de diversificación de su cartera política, reduciendo así los riesgos políticos que vienen aparejados como subproducto de los conflictos políticos. Desde el punto de vista de América Latina, una diversificación más amplia de nacionalidades en la inversión foránea ciertamente sería bienvenida.

5. *¿Son soportables las magnitudes involucradas?*

A las tasas de inversión anuales de hoy, los países latinoamericanos no exportadores de petróleo están invirtiendo cerca de cien mil millones de dólares por año, de los que menos del cinco por ciento representan inversión directa extranjera.

Si los países árabes exportadores de petróleo decidieran invertir en América Latina un quinto del flujo de su inversión anual de largo plazo en el exterior, esto significaría alrededor de un octavo de sus excedentes en cuenta corriente y menos del cuatro por ciento de la inversión total anual en América Latina.¹⁰

Cifras de este orden de magnitud no deberían crear problema alguno de absorción en la región, a menos que se concentraran en uno o dos países. Esta última posibilidad —concentración en unos pocos países— no maximiza forzosamente los beneficios de la diversificación de la cartera internacional. Así, las magnitudes globales de inversión que coadyuvarían a obtener los beneficios de la diversificación internacional de la cartera no parecen difíciles de absorber en la región, por lo menos desde un punto de vista global.

La cuestión siguiente es ver si hay oportunidades específicas de inversión que acarrearían ventajas de diversificación desde el punto de vista de los países árabes, y que también serían ventajosas desde un punto de vista latinoamericano; además, ver si portarían elementos que inducirían a la estabilidad en el tratamiento de la inversión foránea en los países receptores. A fin de responder a esta pregunta, habría que examinar en detalle la economía de los diferentes países de América Latina, pero esto se halla más allá del alcance de este artículo. Sin embargo, un examen somero de estos problemas puede permitir el descubrimiento de zonas de interés común.

Tal vez, uno de los problemas más difíciles que América Latina sigue encarando es la tasa acelerada de migración desde las áreas rurales hacia las urbes. Esta migración tiende a agravar tanto los problemas sociales como los económicos: el desempleo en las ciudades se mantiene en niveles relativamente altos, mientras que los servicios habitacionales, de transporte, de sanidad y otros están sobrecargados por la tasa acelerada de aumento de la población en las zonas urbanas. Al mismo tiempo, la tierra agrícola, recurso relativamente abundante en la región, permanece subutilizada.

El desarrollo de las exportaciones de bienes agrícolas y agroindustriales es, por tanto, de interés sustancial para América Latina. Podría expandirse ventajosamente la producción de trigo, maíz, poroto soya, carnes vacuna y bovina, azúcar, café y tabaco, así como la de frutas y vegetales, y la de jugos y pulpas de frutas y vegetales. Entre otras interesantes posibilidades, están la madera, productos madereros, celulosa y papel, zapatos y textiles de algodón y de lana. Por supuesto, aprovechando las materias primas minerales existentes en la región, podrían manufacturarse ventajosamente varios productos tales como alambre y cañería de cobre, y una amplia variedad de bienes en el campo de la industria liviana. Todos estos productos podrían hallar mercados en los países productores de petróleo y en otros países del mundo árabe.

Según se dijo, América Latina necesita tanto los recursos financieros como los mercados externos para continuar creciendo, y las naciones árabes exportadoras de petróleo podrían suministrar unos y otros. Un programa de cooperación que comprendiera inversión árabe en la producción de bienes destinados a los mercados árabes representaría ventajas para todas las partes involucradas. Para América Latina las ventajas estarían en el mayor desarrollo de su agricultura e industria, coadyuvando así a detener la tasa acelerada de migración rural hacia la urbe, paliando el desempleo y la desocupación disfrazada, y a incentivar la diversificación sostenida de las exportaciones, aumentando así tanto el nivel como la estabilidad del ingreso de divisas, con un efecto positivo sobre la estabilidad de las finanzas extranjeras y sobre la economía como un todo, y en la contribución a un crecimiento sostenido de esta última.

Para los países árabes exportadores de petróleo, las ventajas económicas se darían en la oferta de una amplia variedad de bienes, y en las atractivas tasas de retorno sobre la inversión en los mercados que originan esos bienes. El análisis de las ventajas políticas queda fuera del alcance de este artículo.

6. Arreglos institucionales para la cooperación

Aparte de las inversiones directas, hay muchos otros campos de cooperación financiera entre los países árabes exportadores de petróleo y América Latina. Ya se ha dicho que esta región se interesa en obtener préstamos a largo plazo, de manera que una mayor apertura de los mercados de capital de los países exportadores de petróleo a los países latinoamericanos ciertamente sería apreciada. Sin embargo, puede que sea más difícil de desarrollar este campo de cooperación, puesto que la diferencia de las tasas de retorno de inversiones financieras en América Latina, comparadas con aquellas de otras áreas, no sería significativa para los países inversionistas. Desde el punto de vista de los inversionistas, las ventajas principales estarían en la diversificación de los riesgos políticos, un tema que no se explora aquí.

Los países exportadores de petróleo ya están contribuyendo a los servicios creados en el Fondo Monetario Internacional y en el Banco Mundial, y tales contribuciones también son importantes para América Latina.

Hay un gran vacío en los servicios financieros disponibles para los países latinoamericanos, que es la falta de mecanismos que suministren crédito en el tramo de los cinco a diez años de vencimiento. Este vacío podría llenarse ya fuese a través de aportes al Banco Interamericano de Desarrollo o mediante el establecimiento de un servicio especial para el fin señalado.

La conclusión principal de este artículo es que estaría en el interés de los países árabes exportadores de petróleo diversificar hacia América Latina su cartera de inversiones directas. Para hacerlo se necesita un esfuerzo consciente de examen de las oportunidades de inversiones específicas en determinados campos en diferentes países. Pese al hecho de que la inmigración árabe ha sido conspicua en el pasado, no se dispone fácilmente de información sobre oportunidades de inversión que podrían interesar a los países árabes. De ahí que, si estos países deciden diversificar su cartera de inversiones, tal decisión debería ir acompañada de un esfuerzo sistemático para descubrir las oportunidades de inversiones y los proyectos específicos que se emprenderían. Ese esfuerzo requiere organización.

El establecimiento reciente del Banco Árabe Latinoamericano, con capitales de países árabes y latinoamericanos, constituye, tal vez, una base para emprender los estudios requeridos. Un proyecto especial, bajo el patrocinio de las Naciones Unidas, quizás podría proveer una base más amplia para explorar las posibilidades de inversión de mutuo interés para los países árabes y los latinoamericanos. No obstante, cualesquiera que sean

los arreglos, el aspecto importante que cabe subrayar es que la diversificación de la cartera no puede ser alcanzada sin el costo de un esfuerzo sostenido de examen de las oportunidades de inversión.

NOTAS

¹ El tamaño y la tasa de crecimiento de los mercados euromonetarios se miden a base de la suma de los activos contra no residentes en bancos de Alemania Federal, Bélgica-Luxemburgo, Francia, Gran Bretaña, Holanda, Italia, Suecia, Suiza y las sucursales de bancos de los Estados Unidos en Bahamas, Hong-Kong, Islas Caimanes, Líbano, Panamá y Singapur.

² Una proyección preliminar para 1978 señala un aumento probable a más de diez mil millones de dólares.

³ Se entiende aquí por ajuste excesivo uno que redujese drásticamente, o aun revirtiese, la tasa de crecimiento de la economía.

⁴ Véase por ejemplo, H.G. Gruber, "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows" en *American Economic Review*, Vol. LVIII, Nº 5, Parte 1, diciembre de 1968.

⁵ Supuesto que sólo hay cambios tecnológicos neutrales y que el equilibrio se obtiene maximizando el consumo. Véase, por ejemplo, Harry G. Johnson, *Macroeconomics and Monetary Theory*, Londres, Lowe and Brydone, 1971, capítulo 20. También F. Hahn y R.C.O. Matthews, "The Theory of Economic Growth, a Survey", *Economic Journal*, diciembre de 1964, vol. 74, pp. 779-902.

⁶ Estas cifras corresponden a un promedio ponderado de la tasa de crecimiento del PNB de cada país, usando el PNB como ponderador.

⁷ La varianza de la cartera combinada se obtiene de $S^2(A,B) = a^2S^2(A) + (1-a)^2S^2(B) + a(1-a)S(A)(B)$, donde $S^2(A)$ y $S^2(B)$ son las varianzas de cada una de las series de retornos, y $S(A)(B)$ es la covarianza. Los ponderadores son a y $(1-a)$.

⁸ En este artículo se toman áreas económicas amplias como un todo, sin explorar la diversidad dentro de esas áreas. Este enfoque, erróneo si se intentara describir las áreas en cuestión, es útil, sin embargo, para abordar problemas de diversificación internacional de inversiones. El hecho de que cada área esté compuesta de unidades económicas distintas que se comportan diferentemente, ya ha sido tomado en consideración en el cálculo de la tasa promedio de crecimiento y de las varianzas y covarianzas. Obviamente, si las decisiones de política económica se tomasen por cada área como unidad, su interacción sería más alta que la que es ahora, y la covarianza calculada también sería más alta, reduciendo las ventajas de la diversificación internacional de las inversiones.

⁹ U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, agosto de 1977, Cuadro 12.

¹⁰ Estas cifras suponen un flujo de inversión de largo plazo en el exterior, por los países árabes exportadores de petróleo, de 20 mil millones de dólares por año, y un excedente en cuenta corriente de 32 mil millones de dólares.

Movimientos internacionales de capitales

Ricardo Arriazu

Este estudio fue publicado en *Cuadernos de la CEPAL* N° 32. No podría haberse realizado sin la colaboración de Beatriz Tchinnosian, quien no sólo efectuó la mayoría de los cálculos numéricos, sino que debe ser también considerada como coautora de algunas de sus secciones. El autor desea dejar expresa constancia de los valiosos comentarios recibidos de Carlos Massad, así como su permanente estímulo. Agradece asimismo la colaboración de J. Cortigiani y M. Orozco, y de A. de Mattanó en lo referente a la metodología estadística. Además, desea agradecer al Centro de Estudios Monetarios y Bancarios del Banco Central de la República Argentina por el apoyo brindado en la parte de computación.

I

Introducción

El estudio de los movimientos internacionales de capitales ocupa un lugar destacado en las publicaciones económicas contemporáneas, y ha recibido cada vez más atención en los últimos años, dada la intensificación de dichos movimientos y el uso generalizado de la flotación de monedas como base de los sistemas cambiarios nacionales a partir de 1971.¹

Uno de los temas que ha sido objeto de mayor atención y estudio es el referente a la interrelación entre los movimientos de capitales y los esfuerzos de desarrollo de los países menos avanzados. Se han publicado numerosos documentos que examinan en detalle aspectos tales como el de las necesidades de divisas que trae consigo un proceso de desarrollo, los problemas derivados de la insuficiencia de ahorro interno y de la escasez de divisas, la necesidad de transferencias oficiales de recursos reales hacia los países en desarrollo, los problemas de deuda externa y sus consecuencias para la elección de estrategias de desarrollo, las condiciones de acceso a los mercados de capitales de los países desarrollados, etc. Todos estos esfuerzos han dado resultados en mayor o menor grado positivos, mejorando tanto el conocimiento global de los diferentes aspectos del tema como la información estadística disponible.

En el área latinoamericana el tema ha despertado especial interés por cuanto muchos países de la región dependen en gran medida de los movimientos internacionales de capitales para financiar y mantener tasas de desarrollo económico elevadas y sostenidas. Por esto se han realizado esfuerzos a nivel internacional para profundizar su estudio, y se ha solicitado que la materia sea examinada en el más alto nivel político, en pie de igualdad con otros aspectos de la reforma monetaria internacional. Asimismo, el hecho de que varios países de la región deban enfrentar problemas de deuda externa (actualmente o en un futuro cercano) ha servido también de estímulo para impulsar los mencionados estudios. La creación de un comité internacional a nivel ministerial (el Comité para el Desarrollo del FMI y del Banco Mundial), cuya principal tarea es la de examinar la transferencia de recursos reales desde países desarrollados a países en vías de desarrollo, y los recientes debates en diversos foros sobre los problemas de la deuda de los países en desarrollo, son consecuencia directa de los esfuerzos citados, y evidencian la importancia —y vigencia— del tema.

Lamentablemente, la mayoría de los estudios relacionados con los movimientos de capitales desde y hacia países en desarrollo se centran en aspectos institucionales y prestan escasa o nula atención al estudio de las causas de los movimientos internacionales, no compensatorios, de capitales. Al mismo tiempo, el creciente número de estudios analíticos publicados en los últimos tiempos se refieren exclusivamente a los movimientos de capitales entre países desarrollados, por lo que resultan de poca utilidad para el análisis de las experiencias de países en desarrollo, los cuales han estado sujetos a distorsiones mucho más considerables que los países desarrollados. Existe entonces una clara necesidad de extender el espectro del análisis de los estudios relacionados con los países en desarrollo, profundizando los análisis especialmente en lo que se refiere a la determinación de las variables de política que influyen en forma significativa sobre los movimientos internacionales de capitales. Tales estudios no sólo alcanzarán una mejor comprensión del pasado, sino que además permitirán prever con mayor exactitud los movimientos futuros,

contribuyendo así a un mejor planeamiento de la política económica en general y de la del sector externo en particular. En consecuencia, el principal objetivo del presente estudio consiste en evaluar los avances analíticos en materia de movimientos de capitales, adaptándolos a las realidades económicas e institucionales de la región, con el propósito de identificar los principales factores que influyen sobre los movimientos de capitales desde y hacia América Latina.

En la sección II del trabajo se describirán brevemente los modelos teóricos que han servido de base para la confección del "modelo combinado simplificado" a partir del cual se realizarán las estimaciones empíricas. En la sección III, netamente empírica, se especifican las principales variables económicas que explican el comportamiento de los movimientos de capitales, y se mencionan asimismo los problemas de medición presentados a lo largo del trabajo para la cuantificación de dichas variables. En el último punto de esta sección se hace una evaluación de los resultados empíricos obtenidos para los distintos países de la región considerados en el presente estudio. El resumen y las principales conclusiones se presentan en la sección IV; dicha sección destaca especialmente las conclusiones de política económica que se derivan del estudio, con miras a que ellas puedan contribuir al diseño de políticas para el sector externo. El trabajo incluye un apéndice estadístico que describe las metodologías empleadas para la reconstrucción de las series de datos utilizadas en la evaluación empírica, estimando mediante las mismas las observaciones relativas a las tenencias privadas de activos externos por parte de no residentes; un segundo apéndice presenta el material estadístico básico.

II

El modelo

Las técnicas de evaluación de los movimientos internacionales de capitales muestran una evolución paralela a los avances en otros campos del pensamiento económico; en particular, la mayoría de los estudios recientes se basan en los modelos de selección de cartera en condiciones de riesgo, introducidos por H. Markowitz,² o se derivan directamente del llamado enfoque monetario del balance de pagos.³

1. Modelo de selección de cartera

Los modelos de selección de cartera en condiciones de riesgo que provienen del trabajo de H. Markowitz tratan el problema general de asignar fondos disponibles para inversión entre diversas opciones de activos con tasas de retorno diferenciadas e inciertas. Estos modelos intentan identificar el conjunto de soluciones que maximizan las tasas esperadas de retorno, minimizando el riesgo, eliminando las posibilidades de inversión que resultan claramente de menor rendimiento y estableciendo criterios de selección para aquellas que requieran una más clara especificación individual de preferencia entre tasas de retorno y riesgo. Rolf Mantel, en un reciente artículo, menciona los métodos que se han utilizado, o sugerido para intentar resolver este problema:

1. Enfoques basados en la teoría de los inventarios y en la programación dinámica.
2. Teoría bayesiana y de decisiones secuenciales.
3. Simulación.
4. Programación en condiciones de incertidumbre, en dos etapas.
5. Programación con restricciones probabilísticas.
6. Programación cuadrática.
7. Teoría de la selección de cartera de Markowitz (1959), como en el modelo de Cheng (1962).

8. Programación en condiciones de incertidumbre en etapas múltiples, utilizando el principio de descomposición primal de Dantzing, y Wolfe, como en el modelo de Bradley y Crane (1972).⁴

La extensión del modelo para permitir su uso en la explicación de movimientos internacionales de capitales es muy sencilla y sólo exige introducir los activos externos (divisas, depósitos, inversiones directas, títulos públicos, etc.) entre las alternativas de inversión.⁵ En estas circunstancias, los activos externos compiten con los activos nacionales, y cualquier cambio en la composición de las carteras de inversión, tanto nacionales como externas, puede provocar movimientos internacionales de capitales. Dichos movimientos pueden, por lo tanto, tener origen en dos factores: i) modificaciones en las condiciones de rentabilidad esperada o de riesgo, las que llevan a cambios en la selección de cartera, afectando las tenencias de activos nacionales y externos y creando así movimientos de capitales; y ii) la asignación de los incrementos en fondos de inversión entre las diferentes alternativas, que también puede dar origen a movimientos de capitales, aun cuando no haya modificaciones en las condiciones de rentabilidad o de riesgo.

Todo estudio empírico de los movimientos de capitales basado en el modelo de selección de cartera exige necesariamente el uso de supuestos simplificadores. En el mundo real, la variedad de alternativas de inversión y sus diferentes matices, en combinación con los factores de riesgo, liquidez, operaciones relacionadas, etc., que usualmente se toman en cuenta al realizar una decisión de inversión, sobrepasan las posibilidades de especificación de un modelo, más aún cuando el número de observaciones estadísticas es muy limitado. En consecuencia, lo más aconsejable en este caso (considerando el objetivo principal del estudio) es limitarse a unas pocas alternativas de inversión, tanto nacionales como externas, que por su importancia puedan servir como variables representativas de las restantes alternativas de inversión en activos nacionales y externos. Así, el procedimiento más sencillo es el de considerar por un lado a todos los activos nacionales como productos homogéneos, con una tasa de retorno representada por "la" tasa de interés del mercado nacional, y considerar por otro lado a los activos externos también como productos homogéneos, con una tasa de retorno representada por "la" tasa de interés externa. De este modo, los movimientos de capitales estarían determinados por la diferencial entre la tasa de interés nacional y la externa. Esta relación funcional entre los movimientos de capitales y la diferencial entre las tasas de interés nacional y externa representa la forma más usual de incorporación del tema de los movimientos internacionales de capitales en los diversos modelos macroeconómicos de economía abierta, antes de desarrollarse los modelos de selección de cartera.

Naturalmente, este modelo simplifica excesivamente la realidad; no pueden tratarse a todos los productos como homogéneos (una inversión directa no puede ser tratada como semejante a una inversión financiera de corto plazo). Por otro lado, el modelo pasa completamente por alto otros factores relevantes, como el riesgo, y aspectos tales como las preferencias de liquidez, el grado de aceptabilidad internacional de los diversos activos, etc. Sin embargo, el problema se agudiza a partir de la generalización de la flotación de monedas, puesto que en este caso el riesgo cambiario adquiere una importancia primordial, que equivale o supera la de la tasa nominal de retorno. Varios estudios recientes han tratado, con bastante éxito, de modificar este modelo sencillo adecuándolo a las realidades del mercado, sin abandonar su simplicidad básica.⁶

En el caso de algunos países latinoamericanos, sin embargo, incluso estos modelos modificados no son de plena utilidad, debido al alto grado de intervención oficial en los mercados cambiarios y financieros. Dicha intervención ha distorsionado completamente el grado de representatividad de "la" tasa de interés como mecanismo de medición de rentabilidad y ha distorsionado también los propios movimientos de capitales (sin

impedirlos) mediante el uso amplio de mecanismos de control. A pesar de esto, una correcta definición de los diversos elementos que componen el concepto de "rendimiento efectivo" de las diferentes alternativas de inversión debería permitir una verificación empírica de la validez general del modelo planteado y de la importancia de los mecanismos de selección de cartera en la generación de los movimientos internacionales de capitales.

2. *El enfoque monetario del balance de pagos y los movimientos de capitales*

El modelo de selección de cartera en condiciones de riesgo es de suma utilidad para el estudio de los movimientos de capitales en el caso en que los mercados sean imperfectos, pero presenta algunas limitaciones cuando los mercados internacionales de capitales funcionan en forma ágil y eficiente. En este último caso, pequeñísimas variaciones en las condiciones de los mercados financieros nacionales tenderían a inducir movimientos masivos de capitales cuya materialización llevaría rápidamente a la eliminación de cualquier diferencial de tasas de interés. En estas circunstancias sería casi imposible verificar empíricamente una relación significativa entre diferenciales de tasas de interés y movimientos de capitales. Por otro lado, cabe destacar que el modelo de selección de cartera parte de la definición de las diferencias de rendimientos efectivos como variable explicativa, pero en el caso descrito no sirve para alcanzar conclusiones de política económica puesto que dicha definición no permite inferir los factores causantes de las diferenciales de rendimiento efectivo, que son, en esencia, los factores que provocan los movimientos de capitales.

El "redescubrimiento" del llamado "enfoque monetario del balance de pagos" generó un amplio espectro de nuevas investigaciones en el campo del balance de pagos, incluso el estudio de los movimientos de capitales a la luz del nuevo enfoque. En esencia, y simplificando en exceso el "enfoque monetario del balance de pagos" señala que todo desequilibrio de balance de pagos es el resultado de desequilibrios en los mercados monetarios nacionales; es decir, en el supuesto de perfecta movilidad de bienes y de capitales, una creación interna de dinero por sobre la demanda incremental requerida por la economía generaría simultáneamente una demanda excedente de bienes y una oferta excedente de dinero que se traduciría en un deterioro de la cuenta corriente del balance de pagos y en salidas de capitales inducidas por una reducción temporal de la tasa interna de interés frente a las tasas externas. En consecuencia, la existencia de un "desequilibrio monetario" permitiría explicar la vigencia temporal de diferenciales de tasas de interés y constituiría en última instancia la verdadera causa de los movimientos de capitales.

3. *Las limitaciones a los movimientos de capitales*

Los modelos a que aluden los párrafos anteriores presentan entre sí una diferencia básica: el modelo basado en el "enfoque monetario del balance de pagos" presupone una alta elasticidad de sustitución entre activos nacionales y activos externos (en el modelo puro la elasticidad de sustitución entre activos nacionales y externos es infinita) mientras que en el modelo de selección de cartera la elasticidad de sustitución puede variar en función de las imperfecciones y rigideces de los mercados.

La experiencia en materia de movimientos de capitales muestra numerosas circunstancias en que se mantienen por largos períodos diferenciales de rendimientos efectivos entre países, sin generar movimientos de capitales en magnitudes que tiendan a su eliminación; más aún, en ciertas ocasiones, los movimientos de capital tienden a convertirse en un elemento desestabilizador. En la mayoría de estos casos la falta de eficiencia del

funcionamiento de los mecanismos de ajuste proviene del factor riesgo, que no se encuentra debidamente considerado en el enfoque monetario, pero que desempeña un papel preponderante en el enfoque de selección de cartera. La identificación del elemento "riesgo" en lo referente a su influencia en los movimientos internacionales de capitales presenta dos aspectos claramente diferenciables: por un lado existe el riesgo particular de una inversión en un activo determinado, riesgo que debe ser comparado con el de otras alternativas de inversión, ya sea en activos nacionales o externos; y por otro, existe el riesgo asociado con cualquier operación que se efectúe en activos de un país determinado. Es decir, en conjunción con el riesgo inherente a cada activo en particular existe un elemento de riesgo común a todos los activos de un país determinado.

El primero de estos elementos sólo puede ser parcialmente tomado en cuenta al estimar los rendimientos efectivos esperados de los activos nacionales frente a los activos externos, y en un estudio empírico resulta imposible una especificación adecuada dados los problemas que se crearían al intentar aislar cada elemento de riesgo individual. El riesgo colectivo (segundo aspecto del riesgo) puede ser identificado más fácilmente que el anterior mediante variables de evaluación de riesgos, utilizadas con frecuencia en los mercados financieros internacionales; éstas intentan medir de algún modo sencillo y comparable el grado y calidad del riesgo asociado con operaciones financieras en un país determinado. Ejemplos de dichas variables de uso común son el nivel de las reservas internacionales, la relación entre las reservas y el monto de las importaciones, el nivel de la deuda externa, la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones, etc. Ninguna de ellas es realmente confiable como instrumento de medición de niveles de riesgo; sin embargo, dado su uso generalizado en los mercados financieros internacionales, sirven perfectamente como variables de medición de los efectos que ellas mismas (en cuanto a instrumentos de medición de niveles de riesgo) producen en los movimientos de capitales.

Existen otros elementos institucionales que también afectan sensiblemente la elasticidad de respuesta de los movimientos de capitales frente a variaciones de rendimientos efectivos. Entre ellos se cuentan las restricciones administrativas, las distorsiones en los mercados financieros nacionales, las inestabilidades políticas, las transferencias no económicas, etc. Todos estos elementos afectan en mayor o menor grado los movimientos de capitales y deben ser tomados en consideración al realizar la evaluación teórica y empírica de los mismos.

4. Un modelo combinado simplificado

La variedad de experiencias económicas de los países de América Latina hace imposible el uso generalizado de modelos simples y exige la especificación de modelos más complejos que capten las particularidades de los diferentes países. Las posibilidades de indentificar un modelo que se adecue a cada país escapa completamente a las posibilidades del presente trabajo, pues requeriría una vasta investigación de la historia económica de cada uno de los países.

Una solución intermedia surge de la posibilidad de combinar los modelos descritos en los puntos 1 y 2, agregando algunas de las variables que se sugieren en el punto 3 y unas pocas variables muy significativas que sean propias de cada país. Básicamente, este modelo se deriva del análisis del enfoque monetario del balance de pagos; su hipótesis consiste en que, en una economía pequeña, totalmente abierta a los movimientos de capitales y de bienes y con un esquema de tipos de cambio fijos, los movimientos de capitales tienen su principal origen en "desequilibrios monetarios" internos. En principio este esquema simple debería ser suficiente para lograr un nivel adecuado de explicación de los movimientos de capitales; sin embargo, cualquier imperfección en los mercados que impida o demore el ajuste instantáneo de los desequilibrios monetarios a través de los

mercados cambiarios repercutirá en los mercados internos y afectará la magnitud y característica de los movimientos de capitales, y, por consiguiente, las relaciones funcionales entre los desequilibrios monetarios y dichos movimientos. En estas circunstancias, la presencia de un desequilibrio monetario afectará el balance de pagos y los movimientos de capitales en el modo descrito en el párrafo anterior, pero tenderá además a afectar las tasas de interés internas, repercutiendo sobre el equilibrio económico global de la economía y generando movimientos adicionales de capitales en respuesta a las diferenciales de tasas de interés. Si las observaciones son lo suficientemente espaciadas, el modelo original produciría resultados satisfactorios; pero si las observaciones corresponden a períodos breves (o la velocidad de ajuste es lenta) no resultaría adecuado el modelo original. Por ello resulta necesario modificarlo incorporando una nueva variable explicativa que mida la influencia de las diferenciales de tasas de interés.

Las diferenciales de tasas de interés pueden también tener origen en factores totalmente desvinculados de los desequilibrios monetarios, y responder, en general, a decisiones de políticas económicas que distorsionan los mercados financieros y cambiarios; en estas circunstancias, se hace imprescindible incorporar una variable que capte los efectos de las diferenciales en rendimientos efectivos de los activos nacionales en relación con los activos externos.

Para completar este "modelo combinado simplificado" sólo haría falta, tal como se señaló en la sección anterior, incorporar una variable que refleje el grado de riesgo global del país en cuestión (el nivel de reservas, el nivel de la deuda por ejemplo). De este modo, el uso de estas tres variables —"el desequilibrio monetario", "diferenciales de rendimientos efectivos", y "nivel de reservas"— juntamente con ajustes estadísticos que corrijan factores tales como el de la estacionalidad y/o tendencia, debería ser suficiente para alcanzar resultados empíricos satisfactorios en la mayoría de los casos de países no sujetos a grandes distorsiones.⁷ Sin embargo, existen países dentro de la región cuyas economías han estado sujetas en forma continua o esporádica a una amplia gama de controles tanto directos como indirectos; en dicho caso (el de estas economías "complejas"), el modelo descrito no resulta adecuado y debe ampliarse. Para hacerlo, se hace necesario un conocimiento cabal de la historia económica de dichos países, lo que permite identificar las variables de política que puedan haber influido sobre los movimientos de capital. Como ejemplos de tales políticas pueden citarse los controles directos a los movimientos de capitales (control de cambio), los subsidios para el ingreso de préstamos financieros (las operaciones de pase), la vigencia de mercados paralelos de divisas, etc.

La próxima sección, en la que se presentan los aspectos empíricos del presente estudio, contiene una descripción detallada de las principales variables utilizadas en cada caso, entre las que se incluyen las mencionadas aquí.

III

Evaluación empírica de los movimientos internacionales de capitales: la experiencia de algunos países latinoamericanos

1. Descripción general del trabajo

Al encarar los aspectos empíricos del presente estudio, se consideró conveniente, en primera instancia, concentrar el análisis general en el caso particular de un país de la región para el cual se dispusiera de amplia información estadística y económica. Este procedimiento permitió extender posteriormente el análisis a otros países de la región, sobre la base de la experiencia adquirida y con un mínimo de esfuerzo de adaptación.

Dada la mayor experiencia del autor en materia de regulaciones de política económica en países del Cono Sur, particularmente en Argentina, la mayor parte del trabajo 'exploratorio' se realizó sobre la base de la información disponible para dicho país. Con posterioridad el modelo de especificación que surgió del estudio de la experiencia argentina fue utilizado, con pequeñas modificaciones, para identificar las principales causales de los movimientos de capitales en países tales como Brasil y Chile. Los resultados obtenidos fueron satisfactorios, dado el alto grado de paralelismo de las políticas económicas aplicadas a lo largo de su historia por estos tres países.⁸

Al seleccionar los países que sirvieron de base para el estudio empírico se tuvo en cuenta no solamente la disponibilidad de estadísticas, sino la necesidad de incluir países grandes y países pequeños, países de economía cerrada y países de economía abierta, países con gran experiencia en el uso de restricciones de los movimientos de capitales y países sin dicha experiencia. Argentina, Brasil, Chile y Guatemala presentan estas características y brindan una variada muestra de experiencias, ideal para verificar las bondades del modelo combinado ante diversas circunstancias y para alcanzar conclusiones acerca de la identificación de las causales de los movimientos internacionales de capitales.⁹

Una de las mayores dificultades para el estudio empírico de los movimientos de capitales proviene de que el número de observaciones —cuya periodicidad es anual— es muy escaso; se limitan así las posibilidades de análisis simultáneo de todas las variables pertinentes.

Para solucionar este problema se han utilizado tres métodos diferentes. El primero consistió en realizar, para cada país, diversas regresiones múltiples; en cada una de ellas se combinó un número limitado de variables, entre las que se incluyeron, en todos los casos, los principales elementos del "modelo combinado simplificado", con un número limitado de variables que intentan reflejar las peculiaridades de cada país. En sucesivos ensayos, se fueron eliminando aquellas variables que los resultados señalaban como de poca significación, limitando las regresiones finales a unas pocas variables significativas, con el objeto de aumentar el número de grados de libertad.

El segundo método utilizado consistió en combinar en una sola regresión el análisis de series cronológicas y el de sección cruzada, tratando todos los datos básicos de diferentes países como si pertenecieran a una sola. La principal desventaja de este segundo método consiste en la necesidad de suponer que los coeficientes de regresión de las diversas variables son iguales para todos los países. Este método permitió lograr algunas mejoras en la significación de los resultados; sin embargo, dichas mejoras no han sido incorporadas al presente trabajo, por cuanto los resultados para cada uno de los países en particular no permiten suponer la igualdad de los coeficientes.

El tercer método utilizado —quizás el más apropiado— fue el de efectuar el trabajo sobre la base de datos trimestrales, lo que no sólo permite incrementar el número de observaciones y los grados de libertad, sino además captar con mucha mayor facilidad efectos de variables que fluctúan permanentemente a través del tiempo. No hay duda de que el uso de datos trimestrales es el método más apropiado para la mayoría de los propósitos; lamentablemente, las posibilidades de uso de dichos datos se encuentran seriamente limitadas por el hecho de que sólo un número muy reducido de países poseen series trimestrales que permitan la cuantificación de las principales variables relevantes tanto en lo relativo a los datos de balance de pagos como en lo relativo a otras variables, entre ellas el flujo de tenencias privadas de activos de liquidez internacional.

2. Especificación de las principales variables utilizadas en el modelo combinado simplificado

a) *El concepto de movimiento de capitales*

En los últimos quince años, diversas instituciones han realizado un esfuerzo sustancial por mejorar y sistematizar la información en materia de balance de pagos, especialmente en lo que respecta a la presentación de los principales rubros relacionados con los movimientos de capitales.

i) *Conceptos incluidos en la información oficial de balance de pagos:* La presentación tradicional del balance de pagos agrupa tales movimientos en dos grandes grupos: transferencias oficiales y movimientos de capitales autónomos —o no compensatorios— por una parte, y financiamiento compensatorio por la otra. El primer grupo incluye los movimientos autónomos de capitales, tanto de corto como de largo plazo (privados y oficiales), mientras que el segundo concepto incluye préstamos y demás ingresos de capital obtenidos por las autoridades con el exclusivo propósito de financiar desequilibrios en el balance de pagos y de compensar movimientos de las reservas internacionales.

Desde un punto de vista analítico, los movimientos no compensatorios de capitales requieren especial atención, ya que son mucho más difíciles de predecir que los movimientos de carácter compensatorio y, en su mayor parte, escapan al control directo de las autoridades monetarias. Por otro lado, son precisamente los movimientos autónomos de capital los que responden al modelo planteado en este trabajo, puesto que los movimientos compensatorios (como su nombre lo indica) intentan justamente compensar los efectos de las variables descritas sobre los movimientos autónomos de capitales. El apéndice B presenta la información básica sobre dichos movimientos autónomos para los países sobre los cuales se realizó la evaluación empírica, tal como la entregan los propios países en sus informaciones sobre balance de pagos.

ii) *Flujos no registrados de capitales:* La principal dificultad para evaluar los movimientos autónomos de capitales proviene de que la información disponible cubre solamente los movimientos de capital identificados oficialmente, los que muchas veces no reflejan la totalidad de los movimientos autónomos. Es importante destacar que los datos de balance de pagos de un país no reflejan necesariamente la situación de los pagos externos de ese país en su conjunto, sino más bien la de sus autoridades monetarias; esto significa que es muy posible (en realidad así ocurre a menudo) que el balance de pagos de un país en su conjunto registre un superávit al mismo tiempo que el balance oficial del mismo país muestre un déficit, o viceversa. Esta situación se produce cada vez que el sector privado —no bancario— de un país decide incrementar sus tenencias de activos internacionales líquidos, adquiriéndolos legal o ilegalmente en el mercado, lo que en última instancia recae sobre las autoridades monetarias.

La posibilidad de que puedan coexistir simultáneamente un superávit de pagos para el país como un todo, y un déficit en el balance oficial de pagos (o viceversa) genera la necesidad de redefinir el concepto de balance de pagos pertinente para este análisis.

Desde un punto de vista teórico, y particularmente en relación con problemas tales como el de la determinación de las necesidades globales de liquidez internacional, la estabilidad del sistema monetario internacional y la instauración de un sistema generalizado de convertibilidad, se gana en precisión mediante el uso de una definición amplia que incluya, tanto en el balance de pagos como en las definiciones de liquidez internacional, los flujos privados no registrados. Sin embargo, desde el punto de vista de la selección de instrumentos de política económica y de la evaluación de posibles estrategias de desarrollo, parece más apropiado centrar el análisis en la definición oficial de balance de pagos,

ajustando los respectivos conceptos para tomar en cuenta los movimientos de capitales no registrados.

El trabajo de ajustar las cifras oficiales para tomar en cuenta los movimientos de capital no registrados es largo y tedioso, pero esencial para obtener resultados que tengan alguna utilidad. Los movimientos no registrados de capital exceden frecuentemente el monto de aquellos registrados y muestran con frecuencia tendencias opuestas a las de los capitales registrados. Tales movimientos son particularmente notables en las economías que se caracterizan por el uso generalizado de controles cambiarios.

Evidentemente, resulta imposible identificar la totalidad de los movimientos de capital no registrados, pero afortunadamente se dispone de datos bastante detallados sobre algunos de ellos, lo que permite mejorar la calidad de la información disponible. La fuente de información más accesible a este respecto es el rubro "errores y omisiones" en el balance de pagos. Las operaciones que se incluyen en esta categoría deberían reclasificarse, ya sea como operaciones en cuenta corriente o como movimientos de capital no compensatorio. Sin embargo, la tarea de examinar en detalle el rubro "errores y omisiones" con el fin de lograr una correcta asignación del total registrado en este rubro, aunque posible, sobrepasa el alcance de este estudio. En él se empleará un enfoque menos riguroso pero de más fácil aplicación, como es el de tratar la totalidad del rubro "errores y omisiones" como movimientos autónomos de capital, comparando el comportamiento de los datos ajustados con el de los datos oficiales en el análisis de regresión. El apéndice B contiene la información pertinente. Una mejora en los resultados empíricos debe constituirse en la única evidencia válida de que este procedimiento es adecuado.

La evaluación empírica exige un segundo ajuste de los datos para tomar en cuenta los cambios (flujos) en las tenencias privadas de activos de liquidez internacional. Aunque no es fácil establecer la relación existente entre las tenencias privadas de liquidez internacional y los movimientos internacionales de capitales, ésta puede desprenderse de la observación de las prácticas normales en los mercados cambiarios y de capital. En los mercados libres de restricciones para los movimientos de capitales (tanto para comprar como para vender moneda extranjera), los cambios en las tenencias privadas de liquidez se canalizan a través de la compra y venta de dichos activos en los mercados oficiales y, por lo tanto, aparecerán normalmente registrados como movimientos autónomos de capital.¹⁰ Sin embargo, cuando existe un régimen de control de cambios que no permite la compra de divisas para propósitos de atesoramiento, esta acumulación se canalizará, por lo general, a través de la práctica común de sobrefacturación de importaciones y subfacturación de exportaciones y de movimientos falsos en las cuentas que integran el rubro "servicios" (turismo, dividendos, regalías, gastos de puertos, etc.)

En los apéndices A y B se incluye toda la información disponible en materia de tenencias privadas de activos de liquidez internacional, tanto a nivel trimestral como al nivel anual; lamentablemente, sin embargo, dicha información no es suficiente para los fines de este estudio, y se hace necesario reconstruir, sobre la base de los datos existentes, las series requeridas.¹¹

b) *Rendimientos efectivos diferenciales*

Los aportes teóricos, así como la evidencia empírica disponible para países desarrollados, coinciden en identificar a las diferenciales de rendimientos efectivos entre los activos nacionales y los activos externos como uno de los principales determinantes de los movimientos internacionales de capitales; el término "rendimiento efectivo" se define de la manera más amplia posible, e incluye conceptos tales como el de tasas de interés, variaciones en el valor de capital de un activo, ventajas impositivas, etc.

Si hubiera mercados financieros y cambiarios eficientes, se simplificaría tremendamente la tarea de cuantificar dichos rendimientos efectivos, tanto para inversiones directas como para inversiones financieras. Sin embargo, el uso generalizado de controles y restricciones —tanto en los mercados de capitales como en los mercados cambiarios— torna muy difícil dicha cuantificación.

La mayor parte de los estudios empíricos o teóricos relacionados con el tema han concentrado su atención casi exclusivamente en las diferenciales entre las tasas de interés, en cuanto éstas representan diferenciales de "rendimientos efectivos". Sin embargo, desde la generalización de la flotación de las monedas, estos estudios han tendido también a incluir en la definición de "rendimiento efectivo", las variaciones en el valor de un activo originadas por variaciones en los tipos de cambio.

En países pequeños, con mercados financieros y cambiarios libres de restricciones, y con sistemas cambiarios basados en tipos de cambio fijos, la práctica de asimilar el concepto de "rendimiento efectivo" a la tasa de interés de mercado debería tender a arrojar resultados satisfactorios, lo cual a su vez simplificaría tremendamente la tarea de cuantificación. Por otro lado, en el caso de países libres de restricciones pero con sistemas cambiarios basados en la flotación de la moneda, la cuantificación del concepto de rendimiento efectivo sólo requeriría la inclusión de valores que reflejen las expectativas de modificaciones cambiarias. Sin embargo, el uso frecuente de restricciones y controles cambiarios y financieros en la mayoría de los países latinoamericanos, y las crisis cambiarias recurrentes que afrontan estos países, invalidan el uso de procedimientos simples y exigen métodos de cuantificación más complejos, capaces de reflejar adecuadamente las diferenciales de rendimientos efectivos. Por último, las tasas de interés no siempre son representativas de la rentabilidad de las inversiones directas.

Las tasas de interés, en los diversos países de la región, han estado generalmente sujetas —aunque en distinto grado— al control oficial, con la consiguiente aparición de mercados informales. En tales circunstancias no sólo se dificulta la cuantificación del concepto de rendimiento para el caso de activos financieros, sino que se invalida también la posibilidad de usar tasas de interés financieras como sustituto de una variable que mida el rendimiento marginal del capital. Por otra parte, los flujos financieros de corto plazo son seriamente afectados por las tasas de interés y los movimientos cambiarios oficiales, así como por las operaciones de los mercados paralelos de cambio, los mercados informales de crédito, etc.

Resulta *a priori* evidente que no todos los movimientos de capitales responden a una misma motivación. Las inversiones directas son, por naturaleza, inversiones de plazo más largo que la mayoría de las inversiones financieras y responden por lo general a expectativas de retorno en actividades productivas, y no a expectativas de ganancias de cortísimo plazo. Por otro lado, aun cuando en teoría los movimientos de capitales oficiales —no compensatorios— deberían guiarse por el mismo sistema de costos e incentivos que los movimientos privados, no sucede así en la práctica: las motivaciones tanto económicas como políticas de dichos movimientos no coinciden necesariamente con las motivaciones privadas, mientras que al mismo tiempo la relativa ineficiencia de algunas empresas estatales de los países de la región genera, en muchas ocasiones, movimientos de capitales no relacionados con diferencias de rendimientos efectivos sino con deseos de evitar procesos de control presupuestario.

En lo relativo a las inversiones directas, y ante la ausencia de información fidedigna acerca de sus rendimientos, es necesario utilizar otras variables para reflejar éstos. Una solución aparentemente obvia a primera vista es la de utilizar para tal propósito, los dividendos y rendimientos de las acciones que se cotizan en bolsa, pero la falta de transparencia de los mercados bursátiles de la región, así como la fuerte tendencia al

autofinanciamiento en la mayor parte de las empresas, hace que dicha información no sea útil para reflejar los rendimientos de la inversión directa. Un camino indirecto posible sería utilizar las tasas esperadas de crecimiento del PNB como indicadores de las tasas internas de retorno estimadas mediante algunos de los métodos desarrollados para cuantificar expectativas.

La medición de los rendimientos efectivos en operaciones financieras, aunque parece más sencilla, es en realidad mucho más compleja. En países con inflación elevada y persistente, con tipos de cambio inestables y mercados financieros y cambiarios distorsionados (con amplios mercados paralelos) la medición de las diferenciales de rendimientos efectivos se complica por las expectativas de variación de las tasas cambiarias y por la posibilidad de obtener ganancias adicionales adquiriendo activos externos a precios oficiales para venderlos posteriormente en los mercados paralelos. Como hay ocasiones en que las cotizaciones de las divisas en los mercados paralelos duplican o triplican las cotizaciones en los mercados oficiales, los rendimientos de estas transacciones cambiarias oscurecen completamente la importancia de las diferenciales simples de tasas de interés.

La especificación de la variable "rendimientos efectivos diferenciales" se basa en el supuesto de que en los países de América Latina gran parte de los movimientos de capitales se originan en el comportamiento de los agentes económicos del país estudiado,¹² los que comparan no solamente los rendimientos alternativos de diversos activos financieros nacionales y externos, sino también las alternativas de inversión en bienes reales. En esencia, el problema puede ser simplificado y vislumbrado en términos de la comparación entre el poder adquisitivo, al final del período de análisis, de una inversión en activos nacionales (la más rentable), y el poder adquisitivo de una inversión en el exterior cuyas divisas se adquieren al tipo de cambio oficial y cuyo producto se liquida al final del período en el mercado paralelo.¹³

Naturalmente, esta forma de medición combina varias operaciones que podrían haber sido tratadas por separado (como por ejemplo la posibilidad de comprar divisas al precio oficial a través de cualquiera de los varios mecanismos posibles, y venderlas inmediatamente en el mercado paralelo) pero este procedimiento no agregaría nada al análisis de los movimientos de capitales y agravaría los problemas creados por el escaso número de observaciones.

c) *Desequilibrio monetario*

Tal como se señalara en la sección donde se describe el modelo basado en el enfoque monetario del balance de pagos, éste ha enfatizado, desde su utilización implícita por parte de D. Hume, y posteriormente en forma más explícita en los trabajos de F.Y. Edgeworth y A. Marshall, la importancia de los efectos de política monetaria sobre el balance de pagos, fundamentalmente a través de su repercusión en el flujo de bienes reales.

El mismo razonamiento que da origen a dicho enfoque se aplica con igual validez a los movimientos autónomos de capital. En efecto, si las autoridades monetarias crean crédito en un monto que exceda la demanda incremental de dinero por parte del público, dicho crédito será rápidamente distribuido por éste entre varios activos alternativos: acumulación involuntaria de dinero (demoras en el ajuste de las tenencias de saldos monetarios reales a los niveles deseados), compra de bienes y servicios —nacionales e importados—, compra de activos de liquidez internacional, reducción del endeudamiento externo (factores estos últimos que dan origen a las salidas de capital), etc. Del mismo modo, una política crediticia restrictiva obligará al público a disminuir sus tenencias de activos de liquidez internacional y a contraer créditos externos para satisfacer sus necesidades de crédito y de dinero.

Por otro lado, el segundo componente del desequilibrio monetario —la demanda de dinero— producirá los mismos efectos pero en sentido contrario; es decir, un incremento en la demanda de dinero, en su más amplia definición, producirá los mismos efectos que una política crediticia restrictiva. Debe observarse que se enfatiza el concepto de política crediticia y no el de política monetaria, por cuanto el crédito es la variable de control de las autoridades monetarias, y porque la política monetaria es el resultado conjunto de la política crediticia y del efecto de ésta y otras medidas sobre el balance de pagos.

Es importante enfatizar que se definió el concepto de "desequilibrio monetario" en términos de la relación entre la política crediticia y la demanda *incremental* de dinero (ambos conceptos de flujo) en lugar de definirlo en términos de acervos (diferencias entre el acervo de crédito y la demanda global de dinero), porque los movimientos de capitales (flujos) se originan en respuesta a cambios en los desequilibrios globales y no propiamente en respuesta a dichos desequilibrios. Al mismo tiempo, el proceso de ajuste de un "desequilibrio monetario" no es instantáneo y puede transcurrir largo tiempo hasta su concreción; de este modo, en las conclusiones empíricas, un flujo de capitales observado puede corresponder al agregado de varios flujos correspondientes a ajustes parciales de varios desequilibrios monetarios de períodos pasados. En las evaluaciones empíricas basadas en datos anuales, la importancia de esta demora en el proceso de ajuste puede ser escasa (aunque es imposible afirmarlo *a priori*); sin embargo, en las evaluaciones basadas en datos trimestrales estas demoras pueden afectar significativamente los resultados, por lo que puede tornarse imprescindible el uso de variables rezagadas que capten adecuadamente los efectos de ajuste parcial de los desequilibrios monetarios.

Por otro lado, el efecto de un desequilibrio monetario sobre los flujos de capitales puede también verse seriamente modificado por el efecto del mismo desequilibrio sobre la cuenta corriente; un desequilibrio que es compensado parcialmente por los flujos en la cuenta corriente del balance de pagos generará un flujo de capitales inferior al que existiría si la cuenta corriente no compensara parte del mencionado desequilibrio. Esta relación, que se deriva del razonamiento central del enfoque monetario del balance de pagos, y del proceso de creación de dinero en un esquema de tipos de cambio fijo, introduce la necesidad de tomar en cuenta los efectos de los resultados de la cuenta corriente, ya sea mediante el ajuste de las cifras al especificar el concepto de "desequilibrio monetario", o mediante su tratamiento como una variable independiente adicional alternativa, que se describe más adelante.

Una complicación adicional en la evaluación de los efectos de los desequilibrios monetarios sobre los movimientos de capitales está dada por el hecho de que dichos desequilibrios afectan simultáneamente a otros mercados y a otras variables, fundamentalmente del modelo combinado simplificado, lo que dificulta la correcta identificación de los efectos de cada una de las variables. Al mismo tiempo, algunas de estas otras variables son a su vez importantes para determinar la demanda de dinero, fundamental para la determinación de la variable "desequilibrio monetario". Otra dificultad en la definición de esta variable surge del hecho de que no existen estimaciones consistentes, y disponibles, de "demanda de dinero" para los países analizados, por lo que es necesario en algunos de ellos estimarlas exclusivamente con el único objetivo de definir la variable en cuestión. En la sección correspondiente se describe en mayor detalle la metodología utilizada para su cuantificación.

d) *Tenencias oficiales de reservas*

Es frecuente que altos funcionarios del ámbito económico destaquen la experiencia —reiterada— de que una sólida posición de balance de pagos y de reservas en un país lleva a una abundante oferta de fondos externos, y que dicha oferta tiende a debilitarse, y aun a desaparecer, en momentos en que existen dificultades en los pagos externos.

La inclusión en el presente estudio de una variable representativa del grado de riesgo asociado con las operaciones con un determinado país permite incorporar este hecho en la evaluación empírica; permite además cuantificar el grado de disponibilidad de la oferta internacional de fondos. En general, ésta puede interpretarse como una de las variables representativas del estado de los mercados internacionales de capitales en relación con el país estudiado.

La banca internacional tiende a fijar periódicamente el grado en que desea comprometer sus inversiones en cada país; para llegar a esta decisión realiza una evaluación de las perspectivas futuras del sector externo del país en cuestión y de sus posibilidades de endeudamiento, basándose para ello en un conjunto de indicadores simples, entre los que se destacan el nivel de reservas, el grado de endeudamiento, el perfil de la deuda, las perspectivas de mediano plazo del balance de pagos, etc.

En el presente estudio se utiliza la variable reservas brutas como variable representativa de esa evaluación y de la actitud de los mercados de capitales para con el país analizado. No se intentó el uso de otras variables tales como el nivel de las reservas netas, el nivel de endeudamiento, etc., porque los resultados empíricos con la variable reservas brutas fueron ampliamente satisfactorios. Sin embargo, el tema merece una exploración más amplia en alguna revisión futura del presente estudio.

Hay un elemento que debe ser considerado con sumo cuidado durante la evaluación empírica: un flujo de capital hacia el país incrementa automáticamente el nivel de reservas; aun cuando una de las variables es una variable de flujo y la otra es una variable de acervo, en casos excepcionales esta relación podría generar un problema de causalidad entre la variable dependiente y la variable independiente, evidenciando al mismo tiempo un alto coeficiente de correlación simple entre ambas variables.

En la mayoría de las evaluaciones empíricas el problema no se presenta. Sin embargo, al usar el nivel total de reservas como variable explicativa, es posible, en aquellos casos en que se detecta un elevado grado de autocorrelación, utilizar diversos métodos para resolver el problema, entre ellos el uso de variables desfasadas o de variables expresadas en términos de promedios anuales.

e) *El uso de restricciones directas a los movimientos de capitales*

Los países latinoamericanos han utilizado reiteradamente las restricciones cambiarias para afrontar problemas de balance de pagos, y han dado muestras de un gran espíritu "innovador" en su uso. El razonamiento económico que justifica el uso de las restricciones cambiarias es muy simple: las divisas son, tal vez, el insumo más escaso en la economía de los países en desarrollo, y por ello son un bien público cuya asignación entre diferentes usuarios debe ser claramente definida por las autoridades económicas.

El grado de intensidad en el uso de las restricciones cambiarias varía de país en país y de año en año, dependiendo tanto de las circunstancias económicas como del pensamiento económico de los gobiernos. Sin entrar en debate acerca de los resultados económicos de las restricciones, es importante evaluarlas en términos de su propio objetivo: detener las salidas de capitales en momentos de dificultades de balance de pagos sin afectar negativamente los ingresos normales de divisas.¹⁴

Es decir, si los controles a los movimientos de capitales funcionaran en forma efectiva, la imposibilidad de obtener divisas al precio oficial para fines especulativos disminuiría el atractivo de las operaciones en divisas y el resultado neto de la imposición de controles de capitales sería probablemente positivo,¹⁵ en el sentido de que las salidas netas serían inferiores a las que se producirían sin los controles. Si por el contrario, estos últimos fueran ineficientes, su imposición sólo incentivaría la compra de activos externos y por consiguiente la salida de capitales. La efectividad o inefectividad de los controles de

capitales es una cuestión puramente empírica que no puede ser resuelta en el campo de la teoría.

El presente trabajo permite realizar una simple comprobación de la eficiencia global de los controles de los movimientos de capitales en la región. De haber controles eficientes, el resultado de la regresión de la variable movimientos autónomos de capital sobre la variable restricciones tiene que mostrar una relación inversa entre ambas variables, aun en aquellos casos en que la relación de conducta no se encuentre completamente especificada; en caso contrario, el efecto global del uso de tales restricciones sería contrario a sus objetivos. Al mismo tiempo, en el caso de que la regresión simple de estas dos variables arroje resultados opuestos a los objetivos de la medida, una mejor especificación de la función (incorporando otras variables, como la de rendimientos efectivos diferenciales,¹⁶ por ejemplo, con el fin de considerar las distorsiones producidas por los controles) daría una relación funcional con los signos esperados; en este caso, la variable "restricciones" debería tender a medir solamente los efectos de la legalidad o ilegalidad de las operaciones. El efecto neto del uso de las restricciones sería de todos modos negativo.

Por último, las restricciones, por lo general, se introducen cuando hay problemas de balance de pagos y/o de reservas, con lo que la estrecha vinculación entre dichas variables independientes puede crear problemas similares a los descritos en la sección anterior.

f) *El saldo de la cuenta corriente — tratamiento conjunto de las variables "reservas" y "cuenta corriente"*

Las autoridades económicas suelen afirmar que las instituciones internacionales de préstamo tienden a restringir sus operaciones con los países con dificultades en sus cuentas corrientes de balance de pagos; que limitan los créditos nuevos y exigen el pago de operaciones que normalmente serían renovadas. De ser esto así, habría un fuerte motivo para esperar que los capitales autónomos se movieran en el mismo sentido que el balance de cuenta corriente, ampliando de ese modo las fluctuaciones de esta última en vez de operar como factor de amortiguación. Por otro lado, es también común —entre los países de la región— imponer a proveedores externos la obligación de financiar sus exportaciones, por un plazo mínimo, en momentos de dificultades de pagos, incentivando al mismo tiempo a las empresas del Estado para que incrementen sus niveles de endeudamiento externo. Estas dos tendencias contradictorias tornan incierta la evaluación del comportamiento de esta variable. En general, debe esperarse que, en la medida en que mejore la especificación de la función global, la relación entre el saldo de la cuenta corriente y los movimientos autónomos de capitales tenderá a fortalecer el segundo de estos argumentos, mostrando por lo tanto un signo negativo: los proveedores de bienes externos, renuentes a financiar exportaciones,¹⁷ cumplirán el requisito formal del financiamiento para luego sacar de inmediato los fondos a través de los mercados no institucionalizados. Con una buena especificación de las relaciones de conducta, el primer movimiento estaría captado por la variable "cuenta corriente" y el segundo por la variable "rendimientos efectivos diferenciales". Una posible manera de captar ambos efectos sería la de usar como variables independientes —simultáneamente— el saldo de la cuenta corriente en el período en cuestión y en el período inmediatamente anterior; de este modo el dato del período captaría el efecto de la obligación legal de financiamiento por parte de los proveedores externos, y el saldo del período anterior captaría el elemento de "riesgo" y la actitud de los mercados internacionales de crédito.

No son éstas las únicas complicaciones que se observan en el uso de los saldos en cuenta corriente como variable explicativa. Los países en desarrollo han propuesto reiteradamente la creación de mecanismos que garanticen la transferencia de recursos reales hacia dichos países, argumentando que los mismos son por naturaleza importado-

res netos de capitales. Por lo tanto la concreción del objetivo de transferencia de recursos reales¹⁸ de países desarrollados a países en desarrollo implicaría el registro simultáneo de un deterioro en la cuenta corriente con afluencia de capitales al país; en forma semejante, las inversiones directas de capitales vienen por lo general acompañadas de importaciones de bienes de capital, lo que también daría el resultado descrito en el párrafo anterior.

Por último, en caso de aceptarse las premisas del enfoque monetario del balance de pagos, un exceso de creación de crédito en relación con la evolución incremental de la demanda de dinero generará simultáneamente un deterioro en la cuenta corriente y una salida de capitales.

Todos estos argumentos muestran lo difícil que es encontrar, en el plano teórico, una definida relación entre la variable "cuenta corriente" y los movimientos autónomos de capitales; el problema por lo tanto se transforma en un problema empírico, pero aun en este caso resultará muy difícil que los resultados permitan alcanzar conclusiones definidas.

Un modo posible de facilitar la interpretación de los resultados empíricos en función de algunas de las hipótesis de los párrafos anteriores proviene del análisis de los mecanismos de evaluación vigentes en la banca internacional. Es evidente que cuando un país con una sólida posición de reservas y buenas perspectivas futuras en materia de balance de pagos enfrenta una situación transitoria de desequilibrios en cuenta corriente, la banca internacional se mostrará muy dispuesta a financiar dicho desequilibrio: se tratará de una operación muy rentable y de poco riesgo. Incluso, en algunos casos, la banca puede estar también dispuesta a financiar desequilibrios persistentes en cuenta corriente (caso del Brasil en el último decenio) cuando estos desequilibrios forman parte de un programa prudente y equilibrado de manejo del sector externo. Por el contrario, parece razonable esperar que la banca no prestará ayuda a aquellos países que muestren tendencia al deterioro persistente de la cuenta corriente y que muestren niveles bajos, o caídas persistentes en las reservas internacionales. La evaluación de estas circunstancias es compleja y no puede ser representada por una simple variable, pero de todos modos parece conveniente intentar definir una variable de estas características para captar, aunque más no sea, algunos de los importantes efectos de la variable "cuenta corriente" sobre los movimientos autónomos de capitales. Una forma posible de definir la variable para cumplir con dicho objetivo puede ser utilizar el cociente entre el saldo de la cuenta corriente y el nivel de reservas, tratando así de conformar la existencia de una relación directa entre este cociente y los movimientos de capitales; es decir, mientras mayor sea el déficit en cuenta corriente en relación con el nivel de reservas, mayor será la renuencia de la banca internacional para financiar esos desequilibrios.

Por último, los mismos comentarios que se hicieron al examinar las diversas alternativas de definición de movimientos de capitales se aplican en forma simétrica a la definición de los saldos de la cuenta corriente. El uso de restricciones cambiarias fomenta la formación de mercados paralelos y genera la vigencia de cotizaciones diferenciales entre los mercados paralelos y los mercados oficiales. Un exportador que debe obligatoriamente entregar el producto de sus exportaciones al tipo de cambio oficial se verá tentado por el mencionado diferencial de cotización a falsear sus declaraciones de exportaciones, subfacturando las mismas, con el fin de vender la parte no declarada en el mercado paralelo; un importador, al mismo tiempo, también se verá tentado, por su capacidad de acceso a los mercados oficiales, a requerir más divisas que las necesarias mediante el recurso de sobrefacturar sus importaciones permitidas. De este modo, la sobrefacturación y la subfacturación se convierten en el vehículo preferido de los movimientos de capitales, juntamente con las demoras y anticipos de cobros y pagos, y la sobre y subfacturación en los rubros de la cuenta de servicios. En consecuencia, la cuenta corriente tenderá a ser el mecanismo que canaliza los flujos privados y por lo tanto deben ser corregidos de un modo simétrico con las correcciones que se efectúan en la cuenta de capital.

Cabe en esta sección ampliar también algunos de los conceptos enunciados en la sección de especificación de la variable "desequilibrio monetario", relacionados con la asociación de dicho desequilibrio con la cuenta corriente, y por lo tanto con su efecto en los movimientos de capitales. Una deficiencia en la creación de crédito en relación con la demanda incremental de dinero afecta simultáneamente la cuenta corriente del balance de pagos y la cuenta de capital; y a través de ambos el desequilibrio tiende a ajustarse. Sin embargo, si en respuesta a otros incentivos la cuenta corriente mostrara un resultado opuesto al esperado, la consiguiente destrucción de dinero agravaría el desequilibrio monetario y requeriría una contribución adicional de los movimientos de capitales al proceso de ajuste.

Para tomar en cuenta este problema existen dos alternativas: incorporar el resultado de la cuenta corriente a la definición de desequilibrio monetario, trabajando con cifras ajustadas en la especificación del modelo; o incorporar como variable independiente el saldo de la cuenta corriente. Ambas posibilidades tienen el mismo objetivo y deberían producir resultados satisfactorios. La primera parece más adecuada para países libres de restricciones y para casos con pocas observaciones; la segunda parece más adecuada para economías complejas en donde el número de observaciones es amplio y el uso de restricciones intenso.

3. *Variables de adecuación a situaciones particulares*

En las secciones anteriores se describe en cierto detalle el conjunto de variables explicativas que constituyen el núcleo de lo que hemos denominado el "modelo combinado simplificado".

Al describir dicho modelo, se señaló que el mismo sólo podría aplicarse en su forma más simple a países libres de regulaciones o distorsiones importantes; para el caso de países con gran experiencia en el uso de regulaciones pormenorizadas de control se torna imprescindible evaluar dichas regulaciones y particularidades, con el fin de poder ajustar el modelo para incorporarlas.

Dada la mayor experiencia del autor con el caso argentino, se consideró conveniente realizar para este país una cuidadosa evaluación de la experiencia histórica reciente en materia de restricciones a los movimientos de capitales, con el fin de determinar el grado de probabilidad de que algunas de dichas medidas puedan haber generado repercusiones no captadas todavía por las principales variables explicativas, incluso la de "restricciones".

Se comprobó, por ejemplo, la existencia de una política denominada de "pases financieros", al margen de las demás disposiciones cambiarias, cuyas particularidades no podían ser captadas por ninguna de las restantes variables. En efecto, en diversas oportunidades las autoridades argentinas aplicaron una política de "pases" financieros, que se utilizaba básicamente en momentos de dificultades de pagos, y consistía en otorgar a las personas o instituciones que ingresaran capitales (por lo general capital financiero, pero en ocasiones incluso de financiamiento de importaciones) un "seguro de cambio" que garantizaba el reintegro de los fondos, en una fecha fijada, con un tipo de cambio predeterminado. La prima implícita en el seguro de cambio se fijaba en un nivel permanentemente inferior al de la tasa esperada de devaluación, e inferior también al de la tasa de inflación; más aún, inferior a la tasa interna de interés (también regulada), todo ello con el objetivo de incentivar los ingresos de capitales. Para dar una idea de la magnitud implícita del subsidio que involucraba esta operación, basta señalar que, a fines de 1975, la prima del seguro de cambio era inferior al 30% anual, mientras que la tasa de devaluación en el mercado paralelo en el mencionado año fue superior al 1 000%. En estas circunstancias era de esperar que se produjeran ingresos masivos de capitales amparados por esta operación (y así sucedió), para proceder inmediatamente a retirar esos mismos capitales a través del mercado paralelo.

Estas operaciones no pueden ser captadas en toda su magnitud por las principales variables explicativas del modelo, por lo que se tornó imprescindible incorporar una nueva variable que captara el efecto de estas operaciones; ésta fue la variable "swaps" (de compra de cambio con pacto de retroventa) construida sobre la base de las diferencias de rentabilidad entre operaciones de ingresos de capital que hacían uso de esta facilidad y aquellas que no lo hacían.

En forma semejante, se comprobó la existencia de otros aspectos de política económica que por su importancia debían ser tomados en cuenta al realizar cualquier análisis. Un ejemplo de estos hechos particulares son las transferencias que recibieron Nicaragua y Guatemala como consecuencia de los terremotos que sufrieron a mediados del decenio de 1970, con el consiguiente impacto sobre las cuentas corrientes; otro es el relativo a los permisos de importaciones sin uso de divisas (medida muy usual durante el decenio de 1950) de acuerdo con lo cual los importadores recibían permisos de importación de una amplia gama de productos, siempre y cuando no requirieran de las autoridades monetarias las correspondientes divisas; en estos casos, el precio interno de los productos en cuestión alcanzaba un nivel varias veces superior al precio de un producto externo, aun después de computar todos los recargos y costos de intermediación de los mismos, con lo que la tasa de retorno de los ingresos de capitales —implícitos en los ingresos de las mercaderías— eran muy superiores a las correspondientes a las operaciones financieras simples, y similares en concepto a los descritos en el párrafo anterior.

También cabe mencionar los problemas de evaluación que se derivan de las operaciones de importaciones secretas, las cuales no son por lo general registradas ni en el rubro importaciones ni en el rubro ingreso de capitales, pero cuyos pagos se registran consistentemente en la cuenta de capital.

Por último (y no es lo menos importante), los frecuentes conflictos políticos en los países de la región son causales de primer orden de los movimientos de capitales, y resultan imposibles de asociar a ninguna de las variables económicas mencionadas precedentemente. En aquellos casos en que dichos conflictos producen resultados claramente discernibles, es posible incorporarlos al análisis empírico mediante el uso de variables artificiales denominadas "dummies" que reflejen la influencia de estos factores. Sin embargo, este procedimiento es de poca utilidad para aquellos casos en que los efectos de estos acontecimientos no sean susceptibles de una evaluación inequívoca.

Todo lo anterior lleva a la conclusión de que no es posible esperar *a priori* resultados espectaculares en los aspectos empíricos del trabajo en el caso de aquellos países que han estado sujetos a frecuentes distorsiones y crisis políticas. Al mismo tiempo, es de esperar que sean satisfactorios los resultados correspondientes a los países de economías estables y poco distorsionadas: que ellos se adecuen al modelo descrito y generen un cierto grado de poder predictivo.

4. Cuantificación de las principales variables

Una de las principales restricciones para la correcta evaluación de las hipótesis presentadas en la sección anterior consiste en la falta de información adecuada para los países de la región respecto de muchas de las variables allí mencionadas. Esta falta de información es particularmente importante en lo referente a tasas de interés, tenencias privadas de activos de liquidez internacional, regímenes especiales, etc.

a) *Ajuste de las cifras oficiales de movimientos de capitales*

El primer problema que se plantea, por lo tanto, se refiere a la cuantificación de los flujos de capitales, ajustados para tomar en cuenta las variaciones en las tenencias de activos de liquidez internacional por parte del sector privado.¹⁹

La información que existe acerca de estas tenencias es sumamente parcial, pero tiende a mejorar. La principal fuente de datos en lo relativo a tenencias privadas de activos de liquidez internacional es la Reserva Federal de los Estados Unidos, que publica, desde hace ya más de dos decenios, información con respecto a los depósitos de corto plazo de extranjeros, en dólares, en bancos de Estados Unidos; esta información incluye también la correspondiente a depósitos a más de un año de plazo, y la tenencia de bonos del gobierno. Estas estadísticas hubiesen sido adecuadas (aunque no completas) si el estudio se hubiese concentrado en el análisis de los flujos de capitales en el decenio de 1950; sin embargo, dado el tremendo crecimiento de los mercados de euromonedas y la proliferación de los mercados extrafronterizos, las estadísticas de los depósitos en bancos de Estados Unidos dejaron, desde mediados de los años 60, de representar adecuadamente el total. Afortunadamente, a partir de 1972, el Banco de Inglaterra comenzó a publicar datos anuales relacionados con los depósitos hechos por extranjeros en bancos situados en el Reino Unido, en euromonedas, sin incluir los depósitos en libras esterlinas. Antes de 1972, la información disponible no contempla una clasificación por país, aunque sí incluye datos para diversas regiones en su conjunto. A partir de 1974, el Banco de Inglaterra publica dicha información con una periodicidad trimestral. Por último, desde fines de 1975, el Banco de Ajustes Internacionales de Basilea publica, con una periodicidad trimestral, datos relacionados con los depósitos de extranjeros, denominados en diferentes monedas, en los bancos de Europa (incluyendo Suiza), de Estados Unidos, Panamá, Singapur y demás mercados transfronterizos.

Es evidente, por lo señalado en el párrafo anterior, que poco a poco la información disponible sobre tenencias de activos externos por parte del sector privado, mejora sustancialmente en cuanto a su cobertura y a su calidad, homogeneidad y frecuencia de publicación.²⁰

La falta de la necesaria información obligó a usar un procedimiento especial para poder realizar la evaluación empírica. Este consistió en un estudio, etapa por etapa y usando diversos métodos estadísticos, destinado a estimar los flujos no registrados de capitales. En consecuencia se experimentó —para el caso argentino— con cinco definiciones alternativas de movimientos autónomos de capitales: i) cifras de movimientos autónomos sin ajustes, tal como se presentan en los balances de pagos nacionales; ii) cifras que se derivan de adicionar el rubro "errores y omisiones" al concepto de capitales autónomos; iii) cifras ajustadas por los flujos no registrados estimados sobre la base de los datos existentes de tenencias privadas de liquidez y la extrapolación lineal de los datos faltantes; iv) cifras ajustadas por los flujos no registrados estimados como en el punto anterior, pero sobre la base del procedimiento de extrapolación que se describe en el apéndice A, y v) cifras ajustadas por los flujos no registrados estimados sobre la base de series relacionadas con el procedimiento que se describe en el apéndice A.

En todos estos casos se puso especial cuidado en que la reconstrucción de series se realizara con métodos estadísticos que aseguraran que los posibles resultados favorables se debieran a una buena especificación del modelo y no a interferencias provenientes de la propia construcción de las series. Los métodos descritos en el párrafo anterior cumplen con este requisito, y si algún comentario puede hacerse a los mismos es que, al no incluir elementos subjetivos, es casi seguro que arrojarán resultados menos satisfactorios que los que se derivarían del mismo modelo con información estadística completa.

Por todo lo anterior, es importante enfatizar que el principal propósito de la evaluación empírica es comprobar la validez del modelo en general y el grado de significación de las diferentes variables explicativas, con el objetivo de extraer conclusiones que puedan contribuir a la formulación de las políticas económicas en general, y las del sector externo en particular; pero bajo ningún concepto puede pretenderse que dichas

estimaciones empíricas tengan fines de predicción, puesto que los coeficientes obtenidos provendrán de datos cuya precisión no es suficiente, aunque basten como signos de tendencias generales.

b) *Ajuste de los saldos en cuenta corriente*

La medición de la variable "saldo en cuenta corriente" sólo exige corregir las cifras oficiales de cuenta corriente utilizando los mismos flujos de tenencias privadas de divisas. En ambos casos merece especial consideración la forma en que se producen las filtraciones del sistema oficial de registro, puesto que puede darse el caso de que las entradas y egresos de capital se realicen a través de la cuenta corriente, o también el de que sólo los egresos se canalicen a través de dicha cuenta, mientras que las entradas se registren a través de la cuenta de capital.

c) *Generalización del concepto de rendimiento efectivo*

La cuantificación de la variable "rendimientos efectivos diferenciales" fue bastante dificultosa. La información relativa a tasas de interés es casi nula, puesto que en la mayoría de los países con tasas de interés reguladas no existe información con respecto a las tasas de interés en los mercados no institucionalizados y, más aún, ni siquiera se publican series estadísticas de las tasas reguladas. Sin embargo, con la ayuda de los Bancos Centrales de la región fue posible reconstruir la información para algunos países.²¹ En aquellos casos en que la información no estaba disponible, se usó la tasa de inflación como variable de la rentabilidad de los activos financieros nacionales.²²

El único punto que faltaría enfatizar con respecto a esta variable es que no se debe perder de vista el hecho de que constituye una simplificación de la realidad, que trata de representar de una manera simple la comparación entre una amplia gama de alternativas de inversión en activos nacionales y una gama también amplia de alternativas de inversión en activos externos.

d) *Cuantificación del concepto de "desequilibrios monetarios"*

La cuantificación de la variable "desequilibrios monetarios" no presenta mayores problemas desde el punto de vista de la disponibilidad de datos (los datos monetarios son por lo general los mejores, en casi todos los países de la región). Sin embargo, presenta dificultades por la falta de estimaciones consistentes de "demandas de dinero" y porque, en varios casos, elaborar dichas estimaciones para los países estudiados constituye a su vez un proyecto de investigación. Al mismo tiempo, puesto que una de las principales variables explicativas de la demanda de dinero es la estructura de tasas de interés, caemos nuevamente en las dificultades derivadas de la falta de información en materia de dichas tasas. En el caso particular del presente estudio, se realizaron estimaciones de desequilibrio monetario para Argentina y Guatemala, y se realizarán experimentos para los casos de Brasil y Chile. Naturalmente, las cifras de desequilibrio monetario fueron convertidas a dólares para hacer compatible su comparación con las cifras de balance de pagos. Los ajustes por el saldo de la cuenta corriente se realizaron con las cifras que se derivan del análisis de la sección anterior.

e) *Movimientos oficiales y movimientos privados de capitales*

La definición de movimientos de capitales autónomos —o no compensatorios— incluye tanto los flujos que se derivan de la acción del sector oficial (excluyendo a las autoridades monetarias) como los flujos del sector privado. Si bien la experiencia puede

diferir de país a país, parece razonable esperar que el comportamiento de estos dos sectores no será estrictamente semejante, puesto que responden a incentivos distintos y, en algunas ocasiones, contradictorios. Es común por ejemplo, en algunos países de la región, que organismos del sector oficial usen el crédito externo como una forma de escapar a la disciplina presupuestaria, importándoles poco la rentabilidad de dicha operación. De ser válida esta afirmación, los coeficientes de las diversas variables diferirán sustancialmente si se realiza la evaluación sobre la base de datos de flujos privados o si se realiza sobre la base de datos de flujos autónomos totales, y por lo tanto un tratamiento agregado tendería a reducir la calidad de la evaluación. Por este motivo, pareció importante tratar de evaluar también en forma separada el comportamiento de cada uno de estos flujos, suponiendo que todas las tenencias de divisas en el exterior pertenecen ya sea al sector privado o al sector oficial monetario.

f) *Otras consideraciones*

Con respecto a las restantes variables, éstas fueron descritas en la sección anterior, y en general no presentan mayores dificultades de cuantificación. Por ejemplo, el caso relativo al uso de una política de pases por parte de Brasil es similar al de la Argentina. Es evidente que esta variable hubiese sido muy importante para completar la explicación de la experiencia del Brasil; sin embargo, no fue posible conseguir información, por lo que fue necesario dejarla fuera del estudio en esta etapa. En el caso de las transferencias hacia los países afectados por terremotos, fue imposible obtener estadísticas sobre qué parte de la ayuda recibida tomó la forma de transferencia directa y qué parte consistió en renovación de deudas.

5. *Evaluación de los resultados empíricos*

En la presente sección se presentan los diversos resultados de la evaluación empírica realizada para Argentina a nivel trimestral,²³ y para Brasil, Chile y Guatemala a nivel anual. Lamentablemente, los resultados de los diferentes casos no son estrictamente comparables; las dificultades de obtención de los datos, junto con lo laborioso de extender la evaluación empírica completa a todos los países,²⁴ exigían seleccionar los casos en que se aplicarían procedimientos complejos y separarlos de aquellos en los que se haría una evaluación menos detallada.

El modelo ha sido aplicado en forma completa para el caso de Guatemala (ejemplo de economía casi totalmente libre de restricciones) y para el caso de Argentina, al nivel trimestral (ejemplo de uso intenso de regulaciones restrictivas en los campos cambiarios y financieros, y caso interesante por la frecuencia con que se modifican sus políticas económicas, lo que permite verificar la validez de las premisas del modelo ante circunstancias cambiantes). Una evaluación menos completa se realizó a nivel anual para Brasil y Chile.

En todos los casos la evaluación se hizo en primer lugar sobre la base de cifras de movimiento de capitales sin ajustar, y luego sobre la base de cifras ajustadas.²⁵ La evaluación también incluye el estudio de los movimientos autónomos totales y los movimientos privados, por separado.

a) *Economías libres de restricciones: el caso de Guatemala*

El caso de Guatemala es un caso sumamente interesante para la evaluación del modelo descrito en la segunda parte de este documento. Guatemala es un país que se ajusta en forma casi perfecta a los supuestos del llamado "enfoque monetario del balance de pagos"; es decir, es un país pequeño, casi completamente libre de restricciones al

movimiento de bienes y de capitales, y con un sistema cambiario basado en tipo de cambio fijo. Más aún, Guatemala muestra una notable estabilidad en materia de políticas económicas. El único factor distorsionante en su economía proviene del control de la tasa de interés en los mercados financieros; sin embargo, por tratarse de una economía abierta a los movimientos de bienes, dicha distorsión no es demasiado significativa.

Las principales conclusiones de las estimaciones empíricas son las siguientes:

1. Las cifras oficiales permiten un análisis adecuado, puesto que las tenencias privadas en el exterior son muy reducidas y, dada la ausencia de controles, estos flujos se encuentran ya reflejados en las cifras oficiales.
2. La variable "desequilibrio monetario" refleja persistentemente una deficiencia en la relación entre recursos monetarios de origen interno y demanda global de dinero. Dicho país es entonces importador neto de capitales, para satisfacer los requerimientos de liquidez de la economía. Este persistente desequilibrio se mantiene también, casi sin excepción, en términos de flujos —ajustados por el resultado de la cuenta corriente— razón por la cual el país es también un persistente importador de capitales en términos de flujos, para corregir los desequilibrios monetarios incrementales.²⁶
3. El rubro "movimientos de capitales no compensatorios" muestra persistentemente saldos positivos (entradas) tanto al nivel de movimientos privados como al nivel de movimientos autónomos totales.
4. En todos los casos el poder explicativo del modelo fue sumamente satisfactorio, arrojando todas las regresiones niveles de coeficientes de determinación (R^2) muy elevados. El valor mínimo de dicho coeficiente en el conjunto de regresiones fue de 0,90, lo que demuestra el alto grado de ajuste del modelo para el caso de un país cuya economía presenta las características de Guatemala.
5. Tanto la variable dependiente como la mayoría de las variables independientes incluyen un fuerte elemento de tendencia, que no desaparece al trabajar en términos reales. Esta situación obliga a incluir una variable adicional que aisle la influencia de la mencionada tendencia. La incorporación de esta variable permite identificar mucho más claramente aquellas variables de política que influyen sobre los movimientos de capitales.
6. El "modelo combinado simple puro" arroja resultados muy satisfactorios tanto en el plano de capitales autónomos totales como en el de movimientos de capitales privados. Las mencionadas regresiones pueden ser resumidas en las siguientes ecuaciones:

$$GCAT = -13,56 - 0,387 \text{ GDEM}^* + 93,91 \text{ GRENT} + 0,23 \text{ GRT} + 1,94 \text{ t}$$

$$\quad \quad \quad (-2,14) \quad (-4,41) \quad \quad \quad (1,99) \quad \quad \quad (5,83) \quad \quad \quad (2,14)$$

$$R^2 = 0,97 \quad D.W^* = 2,32$$

$$GCPT = -11,62 - 0,27 \text{ GDEM}^* + 78,79 \text{ GRENT} + 0,248 \text{ GRT} + 1,36 \text{ t}$$

$$\quad \quad \quad (-1,87) \quad (-3,05) \quad \quad \quad (1,70) \quad \quad \quad (6,12) \quad \quad \quad (1,54)$$

$$R^{2*} = 0,97 \quad D.W^* = 2,42$$

en donde

GCAT = movimientos de capitales autónomos totales para Guatemala, incluyendo el rubro errores y omisiones.

GDEM* = "desequilibrio monetario ajustado", en flujos = Δ crédito total - Δ demanda estimada de dinero, + el saldo de la cuenta corriente.

- GRENT = diferencial de rendimientos efectivos entre activos financieros de Guatemala y activos externos.
 GRT = reservas brutas totales sin ajustar.
 t = variable representativa de la tendencia.
 GCPT = movimientos privados de capitales, ajustados por el rubro errores y omisiones.

7. Estos resultados confirman la validez global del modelo planteado y la adecuación del modelo combinado en su versión simplificada a una economía simple, libre de restricciones; todos los coeficientes muestran el signo esperado y el ordenamiento de los coeficientes de significación de las distintas variables coincide con el ordenamiento que se deriva del modelo.
8. La variable que muestra el mayor nivel de significación es la de "reservas brutas totales", representativa del nivel de riesgo asociado con las operaciones externas con Guatemala; este alto grado de significación se deriva del alto nivel de correlación simple (0,95) que muestran ambas variables, lo que tiende a oscurecer algunas de las otras relaciones funcionales (en realidad todas las variables independientes muestran altos niveles de correlación simple con respecto a la variable dependiente).

Un coeficiente tan elevado de correlación simple plantea la duda de la posible presencia de autocorrelación entre ambas variables, particularmente al presentarse asociado con un nivel relativamente elevado del coeficiente de Dursin-Watson. Teóricamente, la posibilidad de que se plantee un proceso de autocorrelación entre la variable "reservas brutas totales"—un concepto de acervo— y la variable "movimientos de capitales"—un concepto de flujo—, es remota, pero no descartable. Un desequilibrio monetario afecta simultáneamente los movimientos de capitales y la cuenta corriente, afectando por lo tanto el flujo de reservas; si bien en la mayoría de los países la relación directa entre el nivel de reservas y el flujo de capitales (resultante de este proceso) es prácticamente nula, es posible construir un ejemplo de flujos de capitales que generen una serie de niveles totales de reservas altamente relacionada con la serie de flujos.

El uso de la variable "reservas brutas totales" rezagado, rompe en teoría cualquier relación teórica entre ambas variables; sin embargo, aunque su inclusión en el caso de Guatemala disminuye la significación de los coeficientes Dursin-Watson, el coeficiente de correlación simple entre ambas variables continúa mostrando valores sumamente elevados (0,94). Al mismo tiempo, los resultados globales de la evaluación empírica, con la variable "GRT" rezagada, continúan siendo altamente satisfactorios, aunque la importancia relativa de las variables "desequilibrio monetario" y "rendimientos efectivos diferenciales" se revierten con respecto a los resultados descritos en el punto 6.

9. La variable "desequilibrio monetario ajustado" muestra un alto nivel de significación, tanto en las evaluaciones empíricas de los movimientos de capitales privados como en la correspondiente a los movimientos autónomos totales; este resultado confirma la validez general del modelo, y su particular aplicabilidad para el caso de economías libres de restricciones.
10. Esta fuerte relación existente entre los desequilibrios monetarios y los movimientos de capitales se ve confirmada al relacionar empíricamente los residuos de ambas variables con sus respectivas tendencias; los resultados de tal relación muestran los signos correctos, un alto nivel de significación y un coeficiente de correlación simple del 0,45.

11. En una primera evaluación, resulta un poco sorprendente que los coeficientes de la variable desequilibrio monetario sean más significativos para el caso de capitales autónomos que para el caso de capitales privados. Sin embargo, estos resultados son lógicos en el caso en que el sector público sea un activo demandante de fondos en los mercados internacionales de capitales; en estas circunstancias, al examinar los flujos privados, el concepto de desequilibrio monetario debería ser, quizás, también ajustado para incluir los ingresos de capitales (no compensatorios, con efectos monetarios) de las autoridades, puesto que una parte del desequilibrio original es cubierta por dichos ingresos de capitales.
12. Los coeficientes de la variable "rendimientos efectivos diferenciales" muestran el signo correcto y son significativos, no variando demasiado al pasar de la definición de capitales autónomos totales a capitales privados. Estos resultados son consistentes con el modelo teórico, puesto que, a pesar de que Guatemala es una economía abierta a los movimientos de capitales, las regulaciones en materia de tasas de interés introducen modificaciones a las premisas del modelo puro.²⁷ En estas circunstancias es de esperar que las diferenciales de rendimientos efectivos desempeñen un importante papel en la explicación de los movimientos de capitales, aunque éste sea menos importante que el de la variable "desequilibrio monetario".
13. La variable "restricciones" no tiene ninguna relevancia en el caso de Guatemala, puesto que es una economía libre de tales restricciones.
14. La variable "cuenta corriente" arroja resultados altamente significativos cuando se la trata por separado, y los coeficientes muestran signos opuestos a los de los movimientos de capitales; este resultado implica que los movimientos de capitales autónomos compensan los desequilibrios en cuenta corriente, asegurando de ese modo el carácter de transferencia de recursos reales de tales movimientos. La estabilidad de la política económica, conjuntamente con un manejo prudente y un nivel adecuado de reservas, permiten que el país mantenga un persistente desequilibrio en cuenta corriente, financiado a través de influjos de capitales, sin que la confianza internacional se resienta por ello. Sin embargo, al incluir la cuenta corriente como variable independiente, la variable desequilibrio monetario pierde relevancia, porque resulta imposible separar su efecto directo sobre los movimientos de capital de sus efectos indirectos a través de la cuenta corriente.
15. La significación de los coeficientes se vio en un principio afectada por la presencia simultánea de autocorrelación y multicolinealidad en los resultados de las evaluaciones empíricas. Estos fenómenos, muy comunes en el análisis de series económicas, impiden sostener —con total certidumbre— la exactitud de cada uno de los diversos coeficientes; sin embargo, considerando el elevado nivel de los coeficientes de correlación y el alto grado de significación de cada uno de los coeficientes, era muy difícil que estos problemas invalidaran las conclusiones generales descritas en los párrafos anteriores.

Para resolver el problema de autocorrelación, se reprocesó la información sobre la base de métodos estadísticos especialmente diseñados para resolver este problema; el resultado de este procedimiento fue el elevar el grado de significación de todos los coeficientes, confirmando todas las conclusiones originales y reafirmando la aplicabilidad del modelo al caso de Guatemala.

Los problemas de multicolinealidad presentaron mayores dificultades, dada la falta de un programa que permitiera la corrección de los mismos; en esas circunstancias, el único procedimiento que podía aplicarse, consistía en realizar todas las evaluaciones en primeras diferencias, procedimiento adecuado para resolver los problemas de multicolinealidad pero que por lo general exige relaciones de conducta extrema-

damente estrechas para producir resultados adecuados. La aplicación de este procedimiento al caso de Guatemala produjo resultados que pueden ser calificados como muy satisfactorios:

$$\Delta \text{GCAT} = -1,16 - 0,318 \Delta \text{GDEM}^* + 155,26 \Delta \text{GRENT} + 0,17 \Delta \text{GRT}$$

(-0,10)
(-2,98)
(1,50)
(1,59)

$$R^{2*} = 0,58$$

Todos los signos son correctos y el orden relativo de significación de los diversos coeficientes coincide con lo que se deriva del modelo teórico; más aún, la relativa "estabilidad" de los coeficientes al trabajar en primeras diferencias confirma la validez de los resultados del modelo en su versión original.

16. La visión final que dejan estos resultados, tomando una perspectiva de largo plazo, es la de una economía administrada con prudencia, en donde la política crediticia se expande en forma casi permanente a un ritmo inferior a la expansión de la demanda global de dinero por parte de la economía; en consecuencia, las deficiencias de liquidez de la economía se suplen a través de la emisión proveniente de los incrementos de reservas. Como al mismo tiempo la cuenta corriente muestra resultados persistentemente deficitarios, los ingresos de capitales deben compensar dichos saldos y cubrir las deficiencias de liquidez. El uso del ahorro externo le permitió al país crecer más rápidamente que lo que hubiese sido posible mediante el uso exclusivo del ahorro interno; al mismo tiempo, dicho ahorro interno se encuentra restringido por las regulaciones internas en materia de tasas de interés, lo que obliga a las autoridades a un endeudamiento externo mayor del que sería necesario en caso de contar con una política adecuada de tasas de interés.
17. El error típico de la estimación, a pesar de ser el más reducido logrado hasta el presente en todas las evaluaciones empíricas, es todavía demasiado elevado como para que las funciones estimadas puedan ser de utilidad con fines de predicción. El cuadro 1 muestra el resumen de las principales regresiones.

Cuadro 1

GUATEMALA: MOVIMIENTOS DE CAPITALES, 1958-1976

<i>Variable dependiente</i>	<i>Constante</i>	<i>GDEM</i>	<i>GRENT</i>	<i>GRT</i>	<i>GRT-1</i>	<i>t</i>	<i>GCC</i>	<i>R²*</i>	<i>DW</i>
	13,56	-0,387 ^a	93,92	0,231		1,943		0,97	2,33
Movimientos de Capitales	(-2,14)	(-4,41)	(1,99)	(5,83)		(2,14)			(ajustado)
Autónomos	-24,46	0,376	120,41	0,376		1,844	-0,439	0,96	1,99
Totales	(-3,55)	(-0,69)	(2,61)	(8,70)		(2,00)	(-3,53)		
	-34,80	-0,135 ^a	182,25		0,516	2,99		0,90	2,39
	(-2,65)	(-0,92)	(2,18)		(4,75)	(1,67)			
	-11,62	-0,27 ^a	78,79	0,248		1,36		0,97	2,42
Movimientos de Capitales	(-1,88)	(-3,05)	(1,70)	(6,12)		(1,54)			(ajustado)
Privados	25,03	0,081	125,52	0,384		1,836	-0,448	0,96	2,06
	(-3,38)	(0,62)	(2,65)	(6,90)		(1,98)	(-3,09)		
	-31,71	-0,190 ^a	165,92		0,467	2,74		0,91	2,33
	(-2,46)	(-1,90)	(2,04)	(-4,09)	(-4,09)	(1,60)			

^aCoefficientes en que la variable GDEM fue ajustada por los saldos en cuenta corriente.

b) *Economías con uso frecuente de restricciones: el caso argentino*

La economía argentina muestra una de las experiencias más ricas del continente en lo que se refiere al uso de restricciones y regulaciones, no sólo en los mercados cambiarios, sino también en los mercados financieros, de trabajo, de capitales, etc. Otra característica importante de la economía argentina es la poca estabilidad de sus políticas económicas, las cuales con llamativa frecuencia fluctúan en forma extrema: existen períodos de casi total eliminación de controles (fundamentalmente en materia cambiaria y de precios), y otros en que el uso de controles abarca casi todos los campos de la economía. Estas dos características hacen de la Argentina un caso ideal para verificar empíricamente la validez del modelo, y para comprobar su capacidad explicativa en economías notablemente alejadas de los supuestos del modelo sencillo, y con características sujetas a permanentes variaciones.

Las estimaciones para el caso argentino se realizaron a nivel trimestral sobre la base de cuatro series distintas que reflejan los movimientos autónomos de capitales. La primera de ellas se basa en las cifras del balance de pagos, sin ningún tipo de ajuste; la segunda se construyó mediante el ajuste de dichas cifras sobre la base del rubro "errores y omisiones"; la tercera muestra un nuevo ajuste de las cifras, destinado a tomar en cuenta los flujos privados no registrados, sobre la base de la reconstrucción de series de depósitos en el exterior mediante métodos lineales; la última presenta cifras reajustadas para reflejar movimientos de capitales no registrados, las cuales se basan en cifras de tenencias privadas de activos de liquidez internacional, provenientes de la reconstrucción de series mediante el método de series relacionadas.

Las principales conclusiones de dichas evaluaciones son las siguientes:

i) *Movimientos de capitales sin ajustar*

Los resultados de las regresiones a nivel trimestral, usando como variable dependiente las cifras de capital no compensatorio tal como se publican en el balance de pagos, arrojan resultados muy pobres, aun cuando se adecua el modelo para tomar en cuenta las características de la economía argentina.

ii) *Movimientos de capitales ajustados por el rubro "errores y omisiones"*

Ajustando las cifras para tomar en cuenta el rubro "errores" es posible lograr resultados bastante satisfactorios. El mejor resultado para esta definición se obtiene para el concepto de movimientos de capitales privados, ajustado por "errores y omisiones", cuya evaluación se realiza para el período 1968 (segundo trimestre) a 1977 (cuarto trimestre). La mejor especificación proviene de la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned}
 ARCA2 = & - 123,56 + 91,65 ARRENT + 0,147 ARRT - 0,021 ARDM - \\
 & (-2,09) \quad (1,116) \quad (3,95) \quad (-0,92) \\
 & - 1012,32 ARS + 82,35 ARREST - 0,208 ARCC - 383,88 ARD1 + \\
 & (-2,34) \quad (1,04) \quad (-2,01) \quad (-3,91) \\
 & + 452,54 ARD2 \\
 & (3,37)
 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,76 \quad D.W = 1,79$$

en donde

ARCA2 = movimientos autónomos de capital según el balance de pagos, ajustado por "errores y omisiones".

AED1 y AED2	=	variables artificiales destinadas a eliminar dos observaciones atípicas.
ARS	=	rentabilidad de una operación de pase financiero.
ARREST	=	variable representativa del grado de intensidad de uso de restricciones.
ARCC	=	saldo de la cuenta corriente según el balance de pagos.

El resto de las variables tienen el mismo significado que en el caso de Guatemala, excepto que las letras AR, que identifican al país estudiado, reemplazan a la letra G.

De estos resultados podemos extraer las siguientes conclusiones:

1. Todos los coeficientes muestran el signo esperado, con la única excepción de la variable "restricciones". El hecho de que esta variable arroje un signo positivo significa que mientras más intensas son las restricciones al movimiento de capitales, mayores son las salidas de los mismos y viceversa; es decir, la imposición de restricciones genera efectos totalmente opuestos a los buscados por la medida. Esta conclusión no es sorprendente en sí misma (y en realidad era de esperar, tal como se señaló en la descripción del modelo), pero no podía suponerse de antemano que, con una especificación adecuada del modelo, el signo del coeficiente no tendiera a modificarse para mostrar el efecto puro que la "ilegitimidad" resultante de los controles produce sobre los movimientos de capitales. Una especificación completa del modelo debería permitir aislar los efectos directos de la medida (restricción) de sus efectos indirectos (mercados paralelos, etc.).

2. La principal variable explicativa es el nivel de reservas, lo que no debe sorprender en un país de política económica tan fluctuante; en general, dicho nivel refleja la estabilidad de política, y mide entonces el nivel de riesgo.

3. Sorprende la escasa significación de la variable "rendimientos efectivos diferenciales", pero este resultado puede ser el producto de las regulaciones y de las formas ocultas que toman los movimientos de capitales. Un ajuste más completo de las cifras debería mejorar sensiblemente los resultados.

4. La variable correspondiente a la rentabilidad de las operaciones de pases financieros muestra un alto grado de significación, lo cual es explicable por las espectaculares ganancias involucradas en dichas operaciones; en el supuesto de que todas las operaciones de pases se encuentren registradas, no debe sorprender que esta variable arroje buenos resultados, incluso con cifras sin ajustar. Este es un caso típico de necesidad de adecuación del modelo original a las características y peculiaridades de un país.

5. La variable "desequilibrio monetario" muestra un grado aceptable de significación y los saldos en cuenta corriente muestran un carácter compensatorio de los movimientos de capitales frente a dichos saldos (producto también de la obligación de financiar importaciones, financiamiento necesariamente registrado en el balance de pagos).

iii) *Movimientos privados de capitales ajustados por flujos en las tenencias privadas calculadas sobre la base del método de series relacionadas*

La reconstrucción de la serie de tenencias privadas de activos de liquidez en los mercados financieros internacionales, sobre la base del método de series relacionadas, permite ajustar las cifras oficiales de movimientos de capitales en forma más acabada que la descrita en la sección anterior.²⁸ La mejor especificación sobre la base de estas cifras, para el período 1968 (segundo trimestre) a 1977 (cuarto trimestre), se logró mediante la siguiente ecuación:

$$\text{ARCA3} = -110,66 + 161,53 \text{ ARREST} + 0,124 \text{ ARRT} - 0,039 \text{ ARDM}^* -$$

(-2,25)
(5,87)
(4,53)
(-1,49)

$$\begin{array}{cccc}
 - 1637,2 & + 78,14 & + 635,46 & + 506,07 \\
 (-4,65) & (1,18) & (-7,90) & (4,77)
 \end{array}$$

$$R^{*2} = 0,89 \quad D.W = 2,43$$

en donde

ARCA3 = movimientos de capitales autónomos, ajustados por flujos de tenencias privadas, estimados mediante el método de series relacionadas, y por el rubro errores y omisiones.

ARDM* = desequilibrio monetario ajustado por el saldo de la cuenta corriente.

ARD1 y ARD2 = variables artificiales usadas para corregir dos observaciones en las que los flujos observados se encuentran claramente fuera de todo tipo de explicación (política o económica) plausible.

Los resultados de esta evaluación son altamente satisfactorios y responden plenamente al modelo planteado, quedando así resueltas algunas de las dudas que se postularon en la sección anterior. Las principales conclusiones son:

1. El coeficiente de la variable representativa de los diferenciales de rendimientos efectivos muestra un alto grado de significación (5,87) el cual se eleva notablemente sobre los resultados obtenidos a base de las cifras oficiales de movimientos de capitales, ajustadas por errores y omisiones. El hecho de que el coeficiente aumente su significación al ajustar las cifras oficiales para tomar en consideración los movimientos de capitales no registrados permite confirmar la importancia de las estructuras de tasas de retorno de los diferentes activos en la generación de los movimientos de capitales, y pone en evidencia la ineffectividad de los controles a los movimientos de capitales como instrumento para contrarrestar los efectos de los incentivos o de las trabas en materia económica; los controles sólo logran transformar las formas que toman los movimientos de capitales, los que se realizan de todas maneras a través de mecanismos tales como la sobrefacturación, la subfacturación, los adelantos y retrasos en transacciones corrientes, etc. Por otro lado, la mejora en el nivel de significación de los coeficientes permite también comprobar que eran adecuadas las estimaciones de flujos no registrados —base del ajuste de las cifras oficiales— que se realizaron sobre la base de la información disponible en materia de tenencias privadas de activos de liquidez internacional.

2. El grado de significación de la variable "rendimientos efectivos diferenciales" no sólo se eleva por el ajuste de las cifras de movimientos de capitales, sino que también porque mejora la especificación de la función estimativa; esto permite distinguir entre flujos inducidos por medidas especiales (operaciones de "pases", regulaciones en materia de financiación de importaciones, etc.) y flujos posteriores (normalmente egresos) inducidos por razones de diferencias de rentabilidad entre los activos nacionales y los activos externos (en la regresión simple y directa entre la variable "movimientos de capitales ajustados" y la variable representativa de los diferenciales de rendimiento efectivo, el grado de significación del coeficiente es significativamente menor que el de la presente regresión).

3. La variable representativa del riesgo (nivel de reservas) mantiene un alto nivel de significación (4,53); sin embargo su importancia disminuye ligeramente al ajustarse las cifras de movimientos de capitales y al mejorar la especificación de la función. El uso de esta variable rezagada en un período no afecta en demasía los resultados de la regresión; solamente disminuye ligeramente el grado de significación de la variable reservas, al mismo tiempo que eleva ligeramente los de las variables que miden el efecto de los rendimientos efectivos y las operaciones de pases. El test de multicolinearidad también mejora levemente.

4. La variable "desequilibrio monetario" mantiene una importancia relativa en la explicación de los movimientos de capitales, pero ésta se ve muy disminuida al compararla con el efecto de las distorsiones resultantes de otras medidas de política económica. En ningún momento esta variable alcanza el poder explicativo de que goza en economías abiertas, libres de restricciones.

5. El efecto de la política de pases descrita en la sección anterior queda aún más claramente identificado al ajustar las cifras para tomar en consideración los movimientos no registrados, elevando el grado de significación de dicha variable (-4,65). Este hecho, conjuntamente con la mejora en el poder explicativo de la variable que representa los rendimientos efectivos, constituyen pruebas evidentes de la ineficiencia de dicha política de pases, puesto que los ingresos generados por los subsidios dan paso casi inmediatamente a salidas de capitales por canales no institucionales; el primer efecto está captado por la variable ARS, el segundo por la variable ARRENT.

6. El coeficiente de la variable representativa del nivel de restricciones en la economía, a pesar de no ser significativo al nivel del 5%, muestra consistentemente un signo (positivo) que confirma inequívocamente lo contraproducente de dichas medidas; más aún, a pesar de que el coeficiente de esta variable cae considerablemente al mejorar la especificación de la función (lo que es de esperar, puesto que los efectos perniciosos de las restricciones son captados por otras variables) en ningún momento modifica su signo (lo que de producirse implicaría que la medida habría logrado al menos algunos de sus objetivos, aunque en lo global sería de todos modos contraproducente). El efecto global y acumulado de la medida se cuantifica mejor a través de la regresión simple entre la variable independiente y la variable "restricciones", la que muestra un coeficiente de 379,90 con un nivel de significación sumamente elevado (como lo muestra un coeficiente "t" de 3,65). Esta relación señala el efecto total del uso de restricciones, y es clara muestra de su efecto negativo.

7. La variable "cuenta corriente" no mostró resultados de significación al tratarla como variable independiente en la evaluación empírica sobre la base de datos ajustados. Sin embargo, este resultado debe ser evaluado con sumo cuidado, puesto que la pérdida de significación se produjo al incorporar las variables artificiales para eliminar las dos observaciones atípicas; es posible que una nueva versión más detallada de las cifras del balance de pagos permita encontrar una explicación económica para dichas observaciones atípicas, en cuyo caso sería conveniente intentar nuevamente acordar un tratamiento independiente a esta variable. Por otro lado, en la evaluación con cifras sin ajustar, esta variable resultó significativa a pesar del uso de dichas variables de simulación.

8. Los intentos de identificar elementos de estacionalidad en los flujos de capitales no permitieron verificar la presencia de un patrón significativo.

Por último, los mismos cálculos descritos en los párrafos anteriores fueron repetidos deflactando aquellas variables susceptibles de incluir un elemento de distorsión derivado de la inflación internacional; en general, los resultados no sufren demasiadas modificaciones en lo relativo al grado de significación de las diferentes variables, aunque sí, por supuesto, en la magnitud de los coeficientes.

iv) *Movimientos autónomos de capitales, ajustados por flujos no registrados estimados mediante métodos lineales*

La incertidumbre con respecto a las cifras de flujos no registrados de capitales derivadas de la información disponible de tenencias privadas de activos de liquidez internacional, estimados mediante el método de series relacionadas, aconseja efectuar la misma evaluación de la sección anterior, pero sobre la base de cifras de movimientos de capitales ajustados por los flujos no registrados, estimados por algún método alternativo. En esta sección se presentan las principales conclusiones de la evaluación realizada sobre

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

la base de cifras ajustadas por estimaciones de flujos no registrados provenientes del uso de extrapolaciones lineales de "residuos no informados" para estimar datos no conocidos. La mejor especificación de los movimientos de capitales, a base de estas cifras, se logra mediante la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \text{ARCA4} = & - 51,07 + 195,98 \text{ ARRENT} + 0,118 \text{ ARRT} - 0,0326 \text{ ARDM}^* - \\ & (-0,66) \quad (4,95) \quad (2,52) \quad (-1,57) \\ & - 2424,91 \text{ ARS} + 34,64 \text{ ARREST} + 0,025 \text{ ARCC4} \\ & (-2,77) \quad (0,31) \quad (0,19) \end{aligned}$$

$$R^{*2} = 0,70 \quad D.W = 2,05$$

en donde

ARCA4 = movimientos autónomos de capitales ajustados para incorporar el rubro "errores y omisiones" y para incorporar los flujos no registrados provenientes de la estimación de tenencias privadas de activos de liquidez internacional a base de extrapolaciones lineales.

ARCC4 = saldos de la cuenta corriente ajustados en forma simétrica con la variable anterior.

Esta estimación se realizó para el período comprendido entre 1970 (primer trimestre) y 1976 (tercer trimestre) y en ella no se efectuó el ajuste por observaciones atípicas, porque ninguna de ellas se encontraba incluida en el período de análisis.

Este resultado confirma todas las conclusiones de la sección anterior, por lo que es poco lo que se puede agregar.

c) *El caso brasileño: principales conclusiones*

La evaluación empírica de la experiencia brasileña en lo relativo a los movimientos internacionales de capitales se realizó, en las primeras etapas de este trabajo, sobre la base de información por años. Los resultados de esta evaluación son por lo general satisfactorios en lo que se refiere a coeficientes de determinación (cercaos al 97%), pero no pueden ser considerados totalmente satisfactorios ni en lo referente al error de predicción (elevado pero no superior al de Argentina) ni en lo referente a la aplicabilidad del modelo base del presente estudio.

Una de las dificultades en la especificación del modelo se deriva de la falta de datos para la cuantificación de algunas de las variables fundamentales. En particular, resultó imposible encontrar información completa en lo relativo a tasas de interés, demanda de dinero y regulaciones en materia de "pases" financieros. Estas variables aparentemente deberían desempeñar un papel fundamental en la especificación del modelo en el caso del Brasil que, como Argentina, ha hecho uso intenso de controles y regulaciones.

Las mejores especificaciones para las diferentes definiciones de movimientos de capitales pueden resumirse del siguiente modo:

Las principales conclusiones que se desprenden de estos resultados son las siguientes:

1. El modelo muestra resultados satisfactorios para todas las definiciones alternativas de movimientos de capitales; sin embargo, el ajuste de las cifras originales del balance de pagos para tomar en cuenta los movimientos no registrados no mejora sustancialmente los resultados. Una posible explicación de esta falta de mejoría podría derivarse del hecho de que los ajustes se hicieron exclusivamente sobre la base de las tenencias privadas

en los mercados de los Estados Unidos; sin embargo, en una evaluación a base de observaciones anuales que comprenden el período 1958-1973, período en que el mercado de capitales de los Estados Unidos alcanzó una importancia preponderante, este factor no puede ser tan significativo.

2. Casi todas las variables explicativas incluidas en este resumen muestran los signos esperados, y un nivel de significación consistente con los resultados para la Argentina, con la excepción de la variable representativa de la rentabilidad de los diferentes activos: esta variable no sólo muestra un escaso nivel de significación sino que hasta muestra el signo inverso. Parece muy poco probable que este resultado refleje el verdadero comportamiento de los agentes económicos del Brasil, por lo que la explicación de esta anomalía debe provenir de la especificación poco completa del modelo y probablemente de la poca información disponible en materia de tasas de interés. Esta conclusión parece corroborada por la experiencia acumulada en la evaluación empírica para Argentina. En efecto, los primeros resultados de la evaluación empírica para el caso argentino también mostraron resultados opuestos a los esperados para la variable "diferenciales de rendimientos efectivos", sin embargo al avanzar la especificación del modelo, esta variable se convirtió en la principal variable explicativa. Las razones para esta situación pueden resumirse del siguiente modo: al no contar con una buena estimación de demanda de dinero, es imposible definir correctamente la variable "desequilibrio monetario", con lo que los efectos del comportamiento de esta variable se distribuirían entre las restantes.

Por otro lado, es sabido que el Brasil empleó una política de pases similar a la descrita en el caso argentino, sin que haya sido posible obtener la información pertinente para incluirla en la evaluación empírica, como se hizo en el caso argentino. La inclusión de esta variable debe influir en forma decisiva sobre los coeficientes de la variable rentabilidad, puesto que separa claramente los influjos inducidos por el subsidio implícito en la política de pases de las salidas de capitales inducidas por la baja rentabilidad de los activos nacionales.

3. La variable restricciones muestra también en el caso del Brasil, como anteriormente en el de la Argentina, un signo incorrecto, que pone de manifiesto la ineficiencia de los controles en la regulación de las salidas de capitales y sus efectos indirectos de carácter negativo.

4. La variable más explicativa, en esta evaluación fue el nivel de reservas. Los resultados no se modificaron al usar esta variable con un desfase de uno o dos períodos.

Cuadro 2

BRASIL: MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES, 1958-1973

(Observaciones anuales)

	Constante	Rentabilidad	Nivel de restricciones	Reservas	Cuenta corriente + flujo	PIB	R ²	RW
Capital total + errores y omisiones - flujos	-220,721 (-1,28)	-3,756 (-0,02)	271,196 (1,10)	0,3047 (7,60)	-0,5215 (-1,5)		0,97	2,08
Capital privado - flujo	-250,78 (-1,33)	-49,321 (-0,22)	376,51 (1,24)	0,3221 (7,93)	-0,4623 (-3,96)		0,97	2,03
Capital privado + errores y omisiones - flujo	-540,95 (-1,73)	-114,61 (-0,50)	233,53 (0,78)	0,2774 (4,74)	-0,401 (-3,16)	0,0132 (1,16)	0,97	2,24

5. La incorporación de la cuenta "errores y omisiones" al concepto de flujos de capitales autónomos tiende a empeorar los resultados. Esto es un poco sorprendente, y puede tener origen en la especificación incompleta del modelo.

6. Las evaluaciones relacionadas con los movimientos privados de capitales también muestran buenos resultados en lo que a coeficientes de determinación y error típico de la estimación se refiere; sin embargo, se mantienen los problemas mencionados anteriormente.

7. En el caso particular de Brasil, se incorporó una nueva variable —el PIB— para tratar de reflejar la rentabilidad de las inversiones directas; los resultados muestran el signo correcto pero el coeficiente "t" no es significativo a un nivel del 5%. Sin embargo, el ajuste de la cuenta corriente para excluir las inversiones directas mejora sustancialmente los resultados al elevarse su significación.

8. La falta de una buena función de demanda de dinero impidió la cuantificación de la variable *desequilibrio monetario*, por lo que la misma no se incluye en la evaluación empírica.

En resumen, aunque los resultados —en general— muestran altos coeficientes de determinación, no pueden ser considerados como totalmente satisfactorios para los objetivos del presente trabajo. Es evidente que esta parte del trabajo requiere una profundización, que no fue posible en esta etapa, dadas las dificultades en la obtención de datos básicos. Sin embargo, la experiencia adquirida en la evaluación de la situación argentina permite ser muy optimista con respecto a las posibilidades de lograr una mejor especificación del modelo para el caso brasileño, una vez cuantificadas correctamente variables de la importancia de "rentabilidad", "desequilibrio monetario" y "pases". Esta tarea de cuantificación debería ser prioritaria en cualquier revisión del presente estudio.

d) *El caso chileno: principales conclusiones*

En el caso chileno, como en el brasileño, la evaluación se realizó sobre la base de datos anuales para capitales privados. También en este caso hubo dificultades para obtener información básica imprescindible para tomar en consideración las peculiaridades de una economía como la chilena, plena de experiencia en el uso de restricciones y regulaciones.

A diferencia del caso argentino, y parcialmente el brasileño, los resultados no pueden considerarse satisfactorios; esta conclusión proviene de los factores que se indican a continuación:

Si bien los resultados de las regresiones a base de datos anuales, sin ajuste, muestran coeficientes de determinación elevados (0,90), los signos de algunos coeficientes y el nivel de significación de otros no parecen razonables a la luz de la teoría económica en general y del modelo base de este trabajo en particular. Un ejemplo de estos factores se deriva de la siguiente relación:

$$\begin{aligned} \text{CHCA1} = & 356,52 - 41,364 \text{ CHRENT} + 839,84 \text{ CHREST} - 0,222 \text{ CHRT} + \\ & (1,82) \quad (-9,41) \quad (3,23) \quad (0,81) \\ & + 0,3842 \text{ CHCC} \\ & (1,50) \end{aligned}$$

$$R^{*2} = 0,90 \quad \text{D.W} = 1,92$$

En esta relación la variable correspondiente a "diferencias de rendimientos efectivos" (CHRENT) es altamente significativa, pero con un signo opuesto al esperado; la variable reservas (CHRT) no muestra un coeficiente significativo; la variable "cuenta

corriente" (CHCC) muestra también un signo opuesto al que se obtuvo para otros países, lo que indicaría que los movimientos de capitales están actuando como amplificadores de los desequilibrios en cuenta corriente.

La única variable que muestra resultados consistentes con el modelo es la variable "restricciones", que arroja un coeficiente altamente significativo, y contrario a los objetivos de las mismas restricciones, lo que demuestra la influencia negativa de estas últimas.

Es evidente que los resultados anteriores sólo pueden derivarse de la mala especificación del modelo, producto a su vez de las dificultades en la obtención de la información. Parece imposible que agentes económicos que en otros estudios han demostrado actuar con gran racionalidad económica se comporten en forma tan irracional al incluir activos financieros externos entre las alternativas de inversión.

Esta conclusión se fortalece al realizar la evaluación sobre la base de cifras ajustadas por las tenencias privadas de activos de liquidez internacional en los mercados de Estados Unidos y por las cifras correspondientes al rubro "errores y omisiones". Dichos ajustes disminuyen sensiblemente el poder explicativo del modelo ($R^2 = 0,375$), pero al mismo tiempo corrigen los coeficientes en la dirección esperada, aunque la corrección no es suficiente como para revertir las conclusiones del párrafo anterior. La mejor especificación está dada por la ecuación:

$$\begin{aligned} \text{CHCA5} = & - 45,537 - 1,4726 \text{ CHRENT} + 237,57 \text{ CHREST} + 0,2544 \text{ CHRT} - \\ & (-0,30) \quad (-0,50) \quad (1,17) \quad (1,18) \\ & - 0,3709 \text{ CHCC} \\ & (1,87) \end{aligned}$$

$$R^{*2} = 0,375 \quad \text{D.W} = 2,59$$

En este caso, la variable representativa del concepto de rentabilidad continúa mostrando un signo opuesto al esperado, pero con un coeficiente no significativo; la variable representativa del riesgo (reservas), muestra una mejora en el coeficiente "t", pero sin llegar a ser significativo.

Estos resultados, sin ser satisfactorios, muestran que es posible esperar una especificación adecuada de las relaciones de conducta una vez efectuado el ajuste completo de las cifras, es decir, cuando se hayan tomado en cuenta los depósitos de particulares en otros mercados, y sobre todo cuando se hayan incluido las variables que reflejen adecuadamente los desequilibrios monetarios, los tratamientos especiales a los movimientos de capitales y los diferenciales de rendimientos efectivos. Esta tarea también debe ser parte prioritaria en cualquier revisión de este trabajo en el futuro.

IV

Resumen y conclusiones

El presente estudio tiene como objetivo la evaluación de los movimientos internacionales de capitales desde y hacia Latinoamérica —tanto al nivel teórico como al nivel de verificación empírica— con el propósito de identificar aquellas variables de política económica que influyen sobre dichos movimientos. Se propone finalmente alcanzar conclusiones de política económica que permitan a los países de la región, un mejor manejo de las variables relacionadas con el sector externo.

En este sentido, este estudio se integra con otros estudios, parte del mismo proyecto bajo el patrocinio conjunto del PNUD y de la CEPAL, que se centran en la evaluación del comportamiento de la cuenta corriente, y los problemas de deuda externa de la región.

El estudio centra su análisis en la evaluación del comportamiento de los movimientos de capitales autónomos (o no compensatorios) por ser estos los más volátiles y los que escapan con mayor frecuencia al control directo de las autoridades económicas. A pesar de que los movimientos autónomos son cuantitativamente los más importantes para la región, se sabe poco acerca de ellos, y los estudios realizados al respecto se centran preferentemente en aspectos institucionales.

El modelo en que se basa la evaluación —teórica y empírica— que forma parte de este trabajo proviene de los adelantos teóricos recientes en la materia, los que se derivan de los modelos de asignación de cartera en condiciones de riesgo y del llamado enfoque monetario del balance de pagos. Sin embargo, estos modelos simples no bastan para reflejar la compleja experiencia económica de los países de la región, por lo que fue necesario modificarlos para incorporar variables que den cuenta de las peculiaridades de los diferentes países.

Uno de los mayores problemas de la evaluación empírica realizada en este trabajo consiste en que, en muchos países, los datos oficiales en materia de movimientos de capitales no reflejan adecuadamente tales flujos. Esto sucede porque frente a la implantación de sistemas cambiarios que regulan y tratan de impedir las entradas y salidas de capitales, los agentes económicos buscan formas y canales alternativos, y generalmente cumplen sus propósitos por esos medios. Los flujos no registrados de capitales pueden llegar a modificar totalmente las cifras oficiales y hacen por lo tanto inútil la evaluación empírica sobre la base de dichas cifras.

Es frecuente que los movimientos de capitales no registrados se materialicen mediante operaciones ficticias en rubros que integran la cuenta corriente. El uso generalizado de procedimientos de subfacturación de exportaciones y de sobrefacturación de importaciones tiende a indicar también que las propias cifras oficiales de cuenta corriente tampoco resultan fidedignas para los fines de la evaluación empírica de los movimientos de capitales o de la cuenta corriente.

Una forma de estimar los movimientos de capitales no registrados es a través de la evaluación de las tenencias privadas de activos de liquidez internacional, cuyas variaciones, en momentos de restricciones cambiarias, pueden ser consideradas como reflejos de tales movimientos no registrados.

No existe información completa en lo relativo a las tenencias del sector privado de activos de liquidez internacional, pero —afortunadamente— crece día a día la disponibilidad de información en lo relativo a depósitos de no residentes en los diversos mercados financieros internacionales. Sobre la base de las cifras existentes fue posible estimar los datos que no estaban disponibles y construir series de flujos no registrados. Estas estimaciones, conjuntamente con una descripción de los procedimientos estadísticos utilizados para dicho fin, están incluidas en el apéndice A.

Las mejoras que se logran en los resultados empíricos al ajustar las cifras oficiales por dichas estimaciones de flujos no registrados tienden a confirmar la validez de los mecanismos utilizados en la reconstrucción de las mencionadas series y permiten considerar que las mismas reflejan, con algún grado de verosimilitud, la magnitud y dirección de los movimientos de capitales no registrados.

Los resultados que se obtuvieron para el caso de Guatemala y de la Argentina son sumamente satisfactorios y muestran la validez explicativa global del modelo; sin embargo, los resultados y en particular los coeficientes resultantes de las diversas regresiones deben ser utilizados con sumo cuidado, puesto que no se cuenta con la certeza de la validez de los datos. Además, cabe recalcar que los resultados no pueden ser utilizados en su forma actual con fines de predicción, por cuanto subsiste un alto nivel de error típico en la estimación.

De todos modos, los resultados son lo suficientemente significativos como para que de ellos se desprendan algunas conclusiones globales de política económica que resultan esenciales para el buen manejo del sector externo. Estas son las siguientes:

a) El buen funcionamiento de los mercados cambiarios y de capital es fundamental para el manejo eficiente del sector externo y para el control de los movimientos de capitales en la dirección deseada.

b) La política monetaria y crediticia es de suma importancia en el manejo del sector externo. Una creación de crédito de origen interno por sobre la demanda incremental de dinero repercutirá en forma negativa en el balance de pagos a través de sus efectos sobre los movimientos de capitales y sobre la cuenta corriente. Sin embargo, dicho desequilibrio monetario tenderá por lo general a canalizarse más rápidamente a través de los mercados de capitales (mediante la compra de divisas y la tasa de interés del país en cuestión) que a través de la cuenta corriente. En países de economía abierta y tipo de cambio fijo, esta variable fue la más significativa en la explicación de los movimientos de capital.

c) La elasticidad de respuesta de los flujos de capitales ante cambios en los rendimientos efectivos diferenciales entre activos nacionales y activos externos parece ser muy elevada, por lo que se pueden obtener resultados significativos con modificaciones moderadas en esta variable. Simétricamente, cualquier regulación que tienda a deprimir las tasas de retorno de los activos nacionales tenderá a afectar muy fuertemente al sector externo. Un breve examen de las políticas financieras de los países de la región tiende a indicar que estas políticas, junto con los desequilibrios monetarios, representan, quizás, las principales causas de los problemas del sector externo enfrentados por los países de la región durante el período analizado.

Por otro lado, el hecho de que la elasticidad de esta variable sea elevada no debe llevar a la conclusión de que los problemas del sector externo son de fácil solución mediante el uso de subsidios a los ingresos de capitales, particularmente si dichos subsidios coexisten con políticas monetarias inconsistentes y con controles a los movimientos de capitales, con los consiguientes mercados paralelos. La experiencia argentina en el uso de tales subsidios deja una gran enseñanza. Estos lograron efectivamente atraer a los capitales externos; sin embargo, al aplicarse en un momento en que existía una liquidez excesiva y posibilidades de enormes ganancias en operaciones no registradas de capitales, los efectos netos globales de la medida fueron negativos. Las autoridades quedaron así sin las divisas y con pérdidas financieras netas derivadas de los subsidios.

d) En aquellos casos en que se desea controlar los movimientos de capitales, ya sea para incentivar su ingreso o impedir su salida, es preferible que tal control no sea directo, sino que se efectúe mediante el uso de incentivos y trabas (como tasas de interés o altos retornos al capital) o de instrumentos de política económica global (como las políticas crediticias y cambiarias). Al ser el dinero una mercadería de difícil control, los controles directos no logran los objetivos deseados y, por el contrario, tienden a generar resultados totalmente opuestos a los buscados. Si bien el control directo puede tener algún poder disuasivo (derivado del carácter de ilegitimidad de los movimientos no registrados), su uso implica la formación inmediata de mercados marginales con la consiguiente generación de incentivos para obtener divisas "baratas" al precio oficial, provocando de ese modo una salida de capitales superior a la que se desea evitar; los resultados de la evaluación empírica son concluyentes en este respecto. Además, el uso de restricción endurece la actitud de los mercados de capitales para con el país que los aplica.

e) Por último, el buen manejo del sector externo exige mantener adecuados niveles de reservas internacionales, de saldo de la cuenta corriente y de la deuda externa. En este sentido, es importante tomar en cuenta los métodos de análisis del sector externo que utilizan las entidades que forman parte de los mercados internacionales de capitales, en

particular en lo que respecta a sus repercusiones sobre los flujos de capitales. Es evidente que la banca internacional mira con buenos ojos el otorgamiento de créditos a países con una sólida posición de reservas y de cuenta corriente, y hasta ejerce presiones con ese objeto. Sin embargo, en tales circunstancias, ¿qué sentido tiene el recibir entradas de capitales que no se traducirían en una transferencia de recursos reales y sólo tenderían a incrementar un nivel ya elevado de reservas? En circunstancias como las descritas, el país en cuestión terminaría pagando intereses (la diferencia entre el costo del préstamo y el retorno de la colocación de las reservas) por la mera creación de dinero interno.

En este sentido, una política prudente de administración de reservas y de endeudamiento, que se complemente con los otros aspectos del buen manejo del sector externo mencionados en los puntos anteriores, sería una política destinada a lograr una afluencia de capitales que permita financiar un desequilibrio moderado en cuenta corriente y un crecimiento, también moderado pero en lo posible continuo, de las reservas internacionales. Esta política debería ser suficiente para lograr un crecimiento más acelerado de la economía —con el concurso del ahorro externo— y para el mantenimiento de una sólida posición del sector externo.

Un buen nivel de reservas permitiría también hacer frente a las oscilaciones cíclicas que presentan las cuentas corrientes de los países de la región, evitando que éstas den lugar a movimientos especulativos de capitales. Por último, un alto nivel de reservas es beneficioso cuando la tasa de retorno marginal al capital, en el país, es mayor que la tasa internacional de interés; en caso contrario, un alto nivel de reservas puede llegar a tener efectos negativos.

Estas conclusiones se desprenden no solamente del análisis teórico, sino también de los resultados de la evaluación empírica de los flujos de capitales para varios países de la región, en particular Guatemala y Argentina; las mismas conclusiones generales surgen una y otra vez de las evaluaciones a nivel de cada país, a pesar de las diferencias que existen entre las diversas experiencias económicas recientes de cada uno, lo que puede ser considerado como una verificación de la validez de dichas conclusiones, a pesar de las circunstancias cambiantes y de la vigencia de regímenes económicos diferentes. Este trabajo sólo debe ser considerado como una etapa en la enorme tarea de evaluación de los movimientos de capitales; sería necesario ampliarlo para abarcar otras experiencias y otras economías, y al mismo tiempo, deberían continuarse los esfuerzos destinados a lograr una mejor especificación para los países aquí incluidos, especialmente en los casos de Brasil y de Chile.

NOTAS

¹Aunque existe una tendencia a asociar la intensificación de los movimientos internacionales de capitales con el uso generalizado de sistemas cambiarios basados en la flotación de las cotizaciones cambiarias, en realidad dicha intensificación precede a la flotación, y sería más correcto asociarla con la internacionalización de los mercados de capitales, el crecimiento explosivo de los mercados de euromonedas y la proliferación de los mercados transfronterizos.

²Harry Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient diversification of investments*. J. Wiley & Sons, Nueva York, 1959.

³Para un resumen del "redescubrimiento" del enfoque monetario del balance de pagos, véase R. Rhomberg y A.R. Heller, "Introductory Survey" en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. I.M.F., Washington, 1977.

⁴Cfr. Rolf Mantel, *Un modelo para la administración de las reservas internacionales*. Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, Banco Central de la República Argentina, septiembre 1978 (publicación mimeografiada).

⁵Grubel, H.G. "Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows". *American Economic Review*. Vol. LVIII, N^o 5, parte 1, diciembre de 1968.

⁶Branson, William H.: *Financial Capital Flows in the U.S. Balance of Payments*. North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1968.

Lihon, O.: *Les mouvements de capitaux à long terme entre la France et l'extérieur*. Trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada, llevado a cabo en Roma en febrero de 1979.

Lybeck, J.A.: *A simultaneous model of capital flows, exchange rates, interest rates and prices of traded goods: Theoretical considerations and estimations by alternative methods*. Godeborgs Universitat, Sweden, trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada, Roma, febrero de 1979.

⁷Ver los resultados relativos a Guatemala en la sección correspondiente.

⁸A pesar de que en un análisis detallado las políticas económicas de estos países presentan frecuentemente características comunes, en muchas ocasiones muestran también marcadas diferencias. A pesar de ello, sus efectos en lo relativo a los movimientos de capitales y al grado de represión de los mercados financieros y cambiarios son notablemente similares.

⁹El estudio también consideraba el análisis de la experiencia de países como México (por su cercanía a un gran mercado de capitales y por las características de su economía), Venezuela (por el carácter dual de su economía) y Colombia (por ser un caso intermedio entre Guatemala y Argentina, en lo que respecta al uso de restricciones y controles). Las dificultades en la obtención de información, junto con el gran esfuerzo que exigió la especificación del modelo para Argentina a nivel trimestral, hicieron necesario dejarlos de lado en esta etapa de la investigación, aunque resultan imprescindibles para obtener una idea más completa del comportamiento de los movimientos de capitales ante diferentes circunstancias institucionales.

¹⁰Incluso bajo un régimen de libertad cambiaria, es posible encontrar diferencias sustanciales entre los movimientos reales de capitales y los registrados; esta situación ocurrirá, por ejemplo, cuando debido a deficiencias del régimen de información estadística la acumulación de divisas por parte de exportadores sea registrada como una menor exportación, en lugar de registrar el ingreso de la exportación y la posterior salida de capital.

¹¹En el presente trabajo se han reconstruido tres series alternativas a nivel trimestral para la Argentina, sobre la base de métodos que van de la simple extrapolación lineal al uso de series relacionadas, basadas en métodos estadísticos relativamente complejos. Los métodos de la construcción de estas series se describen con cierto detalle en la sección relativa a "cuantificación de las principales variables", y con mucho mayor detalle en el apéndice A.

¹²Este supuesto, si bien es compatible con el supuesto de país pequeño, no es esencial, y el modelo no sufre alteraciones si la especificación se realiza sobre la base del comportamiento de los agentes económicos externos.

¹³Un inversionista que posee un capital C_0 puede optar por invertir su capital en activos nacionales a una tasa i , o invertirlo en activos externos a una tasa i^* comprando las divisas a una tasa e_0^D y vendiendo al final del período todas las divisas a una tasa e_1^P . La diferencial de rendimiento es por lo tanto:

$$\frac{C_0 (1 + i)}{(1 + \pi)} - \frac{C_0 (1 + i^*) [C_1^P / C_0^D]}{(1 + \pi)}$$

donde π = tasa de inflación del período.

¹⁴La principal dificultad para realizar esta evaluación reside en la medición de la intensidad de las restricciones vigentes en cada país, lo que no es fácilmente cuantificable. El método utilizado en este estudio se discute en la sección dedicada a cuantificación de variables.

¹⁵El concepto de resultado positivo sólo está restringido al logro del objetivo que persigue la medida y no intenta describir, en absoluto, los efectos de dicha medida sobre la asignación global de recursos y sobre el bienestar de la comunidad en general.

¹⁶Téngase en cuenta que comúnmente la existencia de restricciones genera la aparición de mercados paralelos, cuya cotización —superior a la oficial— constituye un elemento importante en la medición de la variable correspondiente a los rendimientos efectivos diferenciales. Esto implica un alto grado de asociación entre estas dos variables independientes, incrementándose los rendimientos en moneda extranjera en la medida en que los controles cambiarios se tornan más estrictos, y generando así incentivos para la salida de capitales. Así, la medida adoptada tiene un efecto opuesto al buscado.

¹⁷Es decir, al aumentar el monto de las importaciones —y desmejorar por lo tanto la cuenta corriente— se incrementará el flujo de capitales.

¹⁸A pesar que la experiencia histórica muestra que los países en desarrollo son importadores netos de capital registrado, las fugas de capitales no registrados en estos países superan en ocasiones las entradas netas y por lo tanto, podrían invalidar el argumento general; más aún, la evidencia histórica muestra también casos de países que cumplieron su proceso de desarrollo sin recurrir al capital externo. De todos modos, es indudable que el uso de capitales externos es una práctica común que puede acelerar y hacer menos penosa la acumulación de capital que requiere dicho proceso de desarrollo.

¹⁹Sobre el tema de las tenencias privadas de activos de liquidez internacional, véase: Carlos Massad, *Liquidez internacional total, evaluación económica y consecuencias de políticas*, FMI, agosto de 1972; Ricardo

H. Arriazu, "Conferencia en la Reserva Federal de los Estados Unidos", octubre de 1974; Ricardo H. Arriazu, "La reforma del sistema monetario internacional desde la perspectiva de los países en desarrollo", *Revista Argentina de Finanzas*, junio de 1977.

²⁰Esta mejora permitirá, en unos pocos años, la realización de estudios mucho más precisos que los actuales.

²¹Cuando el presente trabajo se encontraba ya prácticamente concluido, el FMI hizo circular un documento interno de V. Galbis, el cual contiene una serie completa de las tasas de interés *reguladas* de los países de la región.

²²Con tasas de interés negativas en términos reales, la alternativa a la compra de activos externos no es la inversión financiera sino el atesoramiento de bienes. El resto de la información necesaria para la construcción de esta variable (tasa de inflación, cotizaciones de los mercados cambiarios oficiales y paralelos, tasa de interés internacional) se encuentra disponible y es de fácil acceso.

²³Si bien se llevaron a cabo evaluaciones anuales para Argentina, los resultados obtenidos fueron inferiores a los provenientes de las regresiones trimestrales, y se optó por presentar directamente los resultados de las estimaciones trimestrales.

²⁴La obtención de funciones adecuadas de demanda de dinero para todos los países —base de la definición de la variable "desequilibrio monetario"— y la reconstrucción de las series de flujos para los mismos países sobre la base del método de series relacionadas, exigen más tiempo que el otorgado a este estudio.

²⁵Las cifras anuales fueron ajustadas exclusivamente por los flujos de tenencias de dólares en los Estados Unidos, debido a la imposibilidad de reconstruir cifras de 20 años atrás con unos pocos datos ciertos. De todos modos, en la mayor parte del período analizado el mercado de Estados Unidos tuvo una importancia preponderante, que superó por mucho la del resto de los mercados.

²⁶La función de demanda que sirvió de base para la cuantificación de la variable "desequilibrio monetario" responde a la siguiente ecuación:

$$\frac{M^d}{P} = -347,85 + 0,234 Y + 917,09 \frac{i - \pi}{1 + \pi} + 0,821 \left(\frac{M}{P}\right)_{t-1} - 14,42 t$$

(-3,69)
(2,17)
(3,82)
(2,44)
(-1,89)

$$R^2 = 0,99 \quad \text{E.T.E.} = 0,047$$

en donde

Y = Ingreso nacional; i = tasa de interés promedio; π = tasa de inflación.

$\left(\frac{M}{P}\right)_{t-1}$ = tenencias del período anterior, representativo de la velocidad de ajuste de las tenencias reales a las tenencias deseadas.

t = tendencia.

²⁷Aunque escapa a los objetivos de este trabajo, vale la pena destacar que, contra lo que generalmente se afirma, las regulaciones de tasas de interés tienen un importante impacto, incluso en países de las características de Guatemala; la variable que capta sus efectos en la función de demanda de dinero es altamente significativa, y presenta el más alto coeficiente de correlación parcial entre todas las variables que integran dicha función.

²⁸El listado de las variables utilizadas para llevar a cabo estas nuevas estimaciones (al igual que las anteriores) se encuentran en el apéndice B.

Apéndice A

Metodología para la reconstrucción de series trimestrales de tenencias privadas de activos de liquidez internacional sobre la base de información parcial

La evaluación empírica de las diversas hipótesis planteadas en torno a las causales de los movimientos internacionales de capitales se ve dificultada por la falta de disponibilidad de cifras oficiales acerca de tales movimientos.

Tal como se señaló en diversas oportunidades en el texto principal del presente trabajo, es frecuente que las autoridades económicas que afrontan dificultades de balance de pagos recurran al uso de restricciones cambiarias con el fin de impedir, o dificultar, las salidas de capitales y la acumulación de activos externos por parte de residentes (acumulación frecuentemente incentivada no solamente por las dificultades de pagos sino principalmente por la falta de rentabilidad de los activos nacionales, debido a regulaciones inadecuadas). En estas circunstancias, los agentes económicos hacen uso de las filtraciones en los sistemas de control para satisfacer sus necesidades de activos externos; siendo esas filtraciones relativamente sencillas, y por lo tanto más frecuentes, a través de los diversos rubros de la cuenta corriente, dichos movimientos de capitales no son registrados como tales sino que figuran como transacciones corrientes.

El único modo de tener una idea aproximada de la magnitud de esos flujos no registrados es detectándolos a través de las variaciones que se produzcan en las tenencias privadas de activos de liquidez internacional; lamentablemente, dichas tenencias no son detectables en su totalidad, puesto que algunos de los activos, tales como tenencias de billetes y monedas extranjeras, no son de fácil registro, mientras que otros activos más fácilmente identificables —tales como los depósitos en bancos y otras entidades financieras— sólo recientemente han sido objeto de un registro sistemático.

A pesar de que la información disponible es parcial, vale la pena intentar sistematizarla con el fin de corregir las cifras oficiales de flujos de capitales. No hacerlo sería equivalente a afirmar que el monto de dichos flujos no registrados es equivalente a cero, lo que claramente no es correcto, y el error inducido en la evaluación sería de todos modos superior al que se comete al realizar correcciones sobre la base de los datos parciales disponibles.

La única información relativamente completa que se posee hasta el presente sobre tenencias de activos de liquidez internacional por parte de los agentes económicos —privados y oficiales— en mercados externos es la que proviene del Boletín del Banco Internacional de Pagos de Basilea, el cual publica —a partir del cuarto trimestre de 1975— una información bastante detallada de los depósitos de no residentes en los bancos y otras entidades financieras de los Estados Unidos, el Reino Unido, los otros siete países que conforman el mercado de euromonedas, y los mercados transfronterizos (Bahamas, Caimán, Panamá, Bermuda, Singapur, Hong Kong, etc.). Estos datos se publican con una frecuencia trimestral, clasificados de acuerdo con la nacionalidad de los depositantes.

Con anterioridad a dicha fecha, sólo existe información completa de los depósitos de no residentes en bancos y otras entidades financieras, de los Estados Unidos, información

que comprende un período lo suficientemente prolongado como para permitir su evaluación empírica. Esta información es publicada mensualmente en el Boletín de la Reserva Federal.

Para el euromercado se dispone de información detallada, por países y a nivel trimestral, de los depósitos de no residentes en bancos del Reino Unido a partir del cuarto trimestre de 1972, así como de datos con periodicidad anual, para los mismos depósitos, a partir de 1971. Para el resto de los mercados europeos y para los mercados transfronterizos, además de la información detallada mencionada anteriormente, sólo existen datos de comportamiento global, con una clasificación de los depositantes en grandes regiones geográficas que no permiten la identificación de sus nacionalidades. Esta última información se encuentra disponible en un completísimo estudio, publicado a principios de 1975, preparado por el Banco Internacional de Pagos de Basilea, que incluye series descriptivas del comportamiento de cada uno de estos mercados, trimestre por trimestre, a partir de 1964.

A pesar de que es lamentable que no exista información completa sobre las tenencias de activos externos por parte de no residentes, la información disponible es particularmente útil por los siguientes motivos: i) hasta mediados del decenio de 1960, el mercado financiero de los Estados Unidos era el destino principal de los fondos de no residentes representando aun en 1968 más del 40% del total global de dichos depósitos de no residentes; ii) esta característica era mucho más notoria en el caso de los depósitos de residentes en América Latina, los que se orientaban preferentemente a dicho mercado (en 1968 los depósitos de residentes latinoamericanos representaban el 70% de los depósitos de no residentes en los Estados Unidos); iii) dentro del rápido crecimiento de mercados de euromonedas el Reino Unido fue hasta fines del decenio de 1960 el principal mercado de expansión; iv) el desarrollo de los mercados transfronterizos es cronológicamente la última etapa en la tendencia a la internacionalización de los mercados financieros, y sólo muy recientemente se han constituido en mercados receptores de los depósitos de los residentes de América Latina.

Por todos estos motivos, puede decirse que la información disponible representa la mayor parte de los flujos de capitales (no registrados) identificables; por lo tanto, para completar la información necesaria solo haría falta reconstruir el resto de la información, mediante procedimientos estadísticos, sobre la base de los datos disponibles. En el presente apéndice se describen tres metodologías para reconstruir series trimestrales —homogéneas— de tenencias privadas de activos de liquidez internacional que se aplicaron al caso argentino. El cuadro 1 muestra la totalidad de los datos disponibles para el caso argentino, y los espacios en blanco representan los datos que deben ser estimados a partir de los datos disponibles.

1. Método de los residuos lineales no informados

Este procedimiento —relativamente sencillo— parte de supuestos parcialmente arbitrarios pero derivados de información del comportamiento de los propios mercados; en esencia se requieren tres etapas para completar los datos que faltan en las series de depósitos de argentinos en los mercados del Reino Unido y en el resto de los mercados internacionales, excluyendo el mercado de Estados Unidos. Dichas etapas son las que se señalan a continuación.

a) *Depósitos en bancos del Reino Unido*

Para completar los datos de depósitos de argentinos en bancos del Reino Unido, es necesario, en primer lugar, interpolar los datos que faltan entre el primer trimestre de

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro I

ARGENTINA: TENENCIAS TOTALES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS
DE LOS ESTADOS UNIDOS, DEL REINO UNIDO Y DE
LUGARES TRANSFRONTERIZOS

(Millones de dólares)

Año	Período		Mercado		
	Trimestre		Estados Unidos	Reino Unido	Otros mercados
1968	I		719		
	II		719		
	III		736		
	IV		768		
1969	I		785		
	II		715		
	III		581		
	IV		489		
1970	I		486		
	II		575		
	III		568		
	IV		563		
1971	I		549		
	II		477		
	III		453		
	IV		461	227	
1972	I		532		
	II		477		
	III		539		
	IV		660	289	
1973	I		726		
	II		751		
	III		913		
	IV		962	397	
1974	I		1 030	378	
	II		1 397	399	
	III		1 133	410	
	IV		922	423	
1975	I		853	416	
	II		1 024	391	
	III		1 017	366	
	IV		1 183	378	920
1976	I		1 210	377	947
	II		1 443	373	963
	III		1 485	410	861
	IV		1 582	529	1 586
1977	I		1 932	437	1 349
	II		1 749	423	1 907
	III		2 237	587	2 433
	IV		1 508	800	2 710

Fuente: Boletines del Banco Internacional de Pagos (Basilea).

1972 y el tercer trimestre de 1973, sobre la base de los datos disponibles para fines de 1971, 1972 y 1973; el más simple de los métodos es el de la interpolación lineal mediante la siguiente ecuación:

$$Y_t = Y_1 + \frac{1}{4} (Y_2 - Y_1) X$$

donde $X = 0, 1, 2, 3$.

Para completar los datos previos al cuarto trimestre de 1971, el método más sencillo es el de extrapolar los datos que faltan mediante el cálculo de una tendencia lineal de dichos datos. El cálculo realizado para el período 1970 (primer trimestre) a 1971 (tercer trimestre), se basó en la tendencia calculada:

$$Y_t = 229.168 + 17,29336 T \quad R_c = 0,95 \quad E.T.E = 4\%$$

Esta estimación está sesgada por el escaso número de observaciones sobre cuya base se realizó el cálculo de la tendencia, y por el hecho de que algunas de dichas observaciones son a su vez producto de una estimación lineal. Por otro lado, los resultados que se obtienen por este procedimiento parecen razonables a luz de la experiencia; al mismo tiempo este procedimiento asegura que los resultados favorables que puedan obtenerse de la evaluación empírica (objetivo final de todo el ejercicio) no son debido a defectos en el método estadístico.

b) *Depósitos en los restantes mercados financieros*

La reconstrucción de las series de depósitos de argentinos en los restantes mercados financieros plantea mayores dificultades. En esta primera etapa de la investigación se utilizó un procedimiento sencillo, basado en el "porcentaje de residuo no informado". En primer lugar se estimó, para los períodos en que hay información, cual es, sobre el total de los depósitos de argentinos en el exterior, el porcentaje que se destinó a estos mercados; luego, sobre la base de la información disponible para América Latina en conjunto, se estimó la misma relación para el primer trimestre de 1970, y se procedió a interpolar los datos que faltaban mediante un procedimiento lineal; luego se estimaron las cifras de los depósitos totales en todos los mercados externos, mediante la siguiente expresión:

$$\sum t + a \cdot \text{Total BIS} = \text{Total BIS}$$

sacando factor común resulta

$$\text{Total BIS} = \frac{\sum t}{1 - a}$$

donde $a =$ "porcentaje residuo lineal no informado" estimado en forma lineal anteriormente, y $\sum t =$ suma de depósitos en los mercados de Estados Unidos y Reino Unido.

Por último, se procedió a comparar los resultados con la información disponible para América Latina, con el fin de determinar si son o no razonables.

El cuadro 2 muestra el resultado de dichas estimaciones y un cálculo de las tenencias privadas que resulta de la deducción de las tenencias oficiales de activos externos de los depósitos totales de no residentes.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 2

 ESTIMACIONES DE LAS TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS DE RESIDENTES
 EN ARGENTINA, EN ESTADOS UNIDOS Y EN EL REINO
 UNIDO, SEGUN METODO LINEAL

(Millones de dólares)

Año	Tri- mestre	Estados Unidos ^a (1)	Reino Unido ^b (2)	Total (1+2)	Porcentaje residuo lineal ^c	BIS lineal ^d	Total de tenencias de activos externos de Argentina ^e	Tenencias privadas de activos externos ^f
1970	I	450	108.11 ^g	558.11 ^g	0.1657 ^g	668.96	302	367
	II	535	125.41 ^g	660.4 ^g	0.1741 ^g	799.54	400	400
	III	533	142.70 ^g	675.7 ^g	0.1824 ^g	826.44	399	427
	IV	539	160.0 ^g	699.9 ^g	0.1907 ^g	864.82	343	522
1971	I	535	177.29 ^g	712.29 ^g	0.199 ^g	889.25	427	643
	II	460	194.58 ^g	654.58 ^g	0.2073 ^g	825.76	159	667
	III	433	212.0 ^g	645.0 ^g	0.2156 ^g	822.29	126	696
	IV	443	227	670.0	0.2240 ^g	863.40	70	793
1972	I	543	242.5 ^g	785.5 ^g	0.2323	1 023.19	169	854
	II	461	258.0 ^g	719.0 ^g	0.241	947.30	59	888
	III	524	273.5 ^g	797.5 ^g	0.2489	1 061.78	83	979
	IV	640	289	929	0.2572	1 250.67	294	957
1973	I	695	316 ^g	1 011 ^g	0.2656 ^g	1 376.63	411	966
	II	736	343 ^g	1 079 ^g	0.2739	1 486.02	585	901
	III	990	370 ^g	1 270 ^g	0.2822	1 769.30	996	773
	IV	926	397	1 323	0.2905	1 864.69	1 068	797
1974	I	1 013	373	1 391	0.2988	1 983.74	1 215	769
	II	1 380	399	1 779	0.3072 ^g	2 567.84	1 594	974
	III	1 107	410	1 517	0.2155 ^g	2 216.22	1 241	975
	IV	887	422.91	1 309.91	0.3238 ^g	1 937.20	1 028	909
1975	I	823	416	1 239	0.3321 ^g	1 855.10	621	1 234
	II	990	391	1 381	0.3404 ^g	2 093.69	408	1 686
	III	986	365	1 351	0.3488 ^g	2 074.63	177	1 898
	IV	1 151	370	1 521	0.379	2 451	247	2 204
1976	I	1 173	377	1 550	0.388	2 534	202	2 332
	II	1 398	373	1 771	0.3628	2 779.4	539	2 240
	III	1 442	420	1 862	0.3240	2 756	669	2 087
	IV	1 540	529.3	2 069.3	0.440	3 697.3	1 354	2 343

Fuente: Para la columna 1, Reserva Federal y FMI. Para la columna 2, Banco de Inglaterra. Para la columna 5, Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements, Basilea). Para la columna 6, Banco Central de la República Argentina.

^aDatos de fin de período. Depósitos de Argentina en Estados Unidos.

^bDatos de fin de período en dólares. Depósitos de Argentina en bancos del Reino Unido en moneda extranjera.

^cPorcentaje residuo lineal no informado: diferencia expresada en porcentaje entre las estadísticas de activos externos de Argentina provenientes del Banco Internacional de Pagos (BIS) y el Fondo Monetario Internacional.

^dDesde el cuarto trimestre de 1975 al cuarto trimestre de 1976 las cifras representan depósitos de Argentina en las principales monedas en los bancos de Europa, Japón, Canadá y Estados Unidos.

^eActivos brutos sobre el exterior de las autoridades monetarias. Datos a fin de período.

^fDiferencia entre BIS lineal y columna 6.

^gValores estimados.

2. Métodos no lineales autorregresivos

El procedimiento es similar al anterior, excepto que las extrapolaciones no se realizan en forma lineal, sino mediante métodos autorregresivos. Como los resultados de este procedimiento tendían a arrojar errores superiores a los del método indicado anteriormente, se prefirió no usarlos en la evaluación de los movimientos de capitales.

3. Método de series relacionadas

Este procedimiento (de uso común en la estimación de información no disponible) se basa en la identificación de variables cuyo comportamiento se encuentra altamente correlacionado con la variable de cuya información se carece, con el fin de estimar el comportamiento de esta última sobre la base de la información disponible para las primeras.

En el presente trabajo se procedió a estimar la información de depósitos de argentinos en el exterior sobre la base del comportamiento de los depósitos globales totales y de América Latina; puesto que la información para estos grandes rubros tampoco es completa, el procedimiento de estimación recogió la información disponible y la clasificó del siguiente modo:

<i>Pasivos externos</i>	<i>con</i> <i>de</i>	<i>Total</i> <i>Mundo</i>	<i>Residentes</i> <i>en América</i> <i>Latina</i>	<i>Residentes</i> <i>en</i> <i>Argentina</i>
Estados Unidos				
Canadá				
Japón				
Mercados transfronterizos				
Euromercado	$\frac{R.U.}{8-R.U.}$			

Así, a partir de los rubros para los cuales se disponía de cifras completas para todo el período se fue reconstruyendo la información no disponible. En primer lugar se completaron las series al nivel mundial para aquellos mercados en los que la información no abarca la totalidad del período (mercados transfronterizos), basándose para ello en las cifras totales de otros mercados con un comportamiento similar; posteriormente se extendió el procedimiento a la información para América Latina, para luego aplicarlos a los datos que faltaban en las series sobre Argentina. Si los datos disponibles para América Latina hubiesen sido completos, no habría hecho falta reconstruir tantas series.

Cabe destacar que las extrapolaciones de datos se hicieron utilizando el método de mínimos cuadrados generalizados y aplicando procedimientos autorregresivos.¹

A continuación se detallan cada una de las series utilizadas para llevar a cabo las estimaciones.

a) *Pasivos externos totales de los diferentes mercados*

Se disponía de prácticamente toda la información necesaria en este rubro, excepto para los mercados transfronterizos como Bahamas, Caimán, Panamá, Bermudas, Singapur, Hong Kong, etc. para los cuales se tenían sólo cifras desde el cuarto trimestre de 1970 en adelante. Las cifras para el período anterior han sido extrapoladas en función de los datos disponibles sobre pasivos externos totales de los mercados de Canadá y Japón según la siguiente ecuación y siguiendo la metodología expuesta anteriormente.²

Mercados transfronterizos - Mundo = - 13,3390 + 2,49346 en Canadá

$$\begin{aligned} \text{error} &= .1019 \\ P &= .4392 \end{aligned}$$

La razón por la cual se usó la información sobre Canadá para relacionarla con los mercados transfronterizos es que dicha serie es la que mejor se relaciona con el comportamiento de dichos mercados para el período para el cual existe información disponible.³

b) *Pasivos externos de los diferentes mercados a favor de residentes de América Latina*

La falta de una definición homogénea para las diversas series correspondientes al concepto de "América Latina" hizo necesario adoptar una definición homogénea, ajustando todas las series para que respondan a esa definición. Por razones de disponibilidad de información individual se escogió la definición del Boletín del Banco de Inglaterra que comprende, dentro de la definición de América Latina, los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Dentro de este subgrupo, se posee información completa para los depósitos en los mercados de Estados Unidos y de Europa, pero no para los de Canadá + Japón + mercados transfronterizos, para los cuales existe información parcial derivada a partir de la información disponible del Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements). Por lo tanto dicha serie se obtuvo por residuo, es decir restando a las cifras del Banco Internacional de Pagos la información disponible de los rubros anteriores para el período comprendido entre el cuarto trimestre de 1975 y el cuarto trimestre de 1977.

El resto de las observaciones se completaron a través de una extrapolación de acuerdo a la siguiente expresión:

$$\text{Canadá + Japón + Mercados transfronterizos} = 867.53585 + 0.04236 \text{ EE.UU. (Mundo)}$$

(1.83) (10.97)

$$\begin{aligned} \text{E.T.E.} &= 8.40\% \\ P &= .5632 \end{aligned}$$

EE.UU.(Mundo) representa la serie que describe el total de los pasivos de los mercados de Estados Unidos a favor de no residentes.

c) *Pasivos externos de los diferentes mercados a favor de residentes de la Argentina*

En este rubro, objetivo de todo el ejercicio, sólo se poseía (como se dijo antes) la información que se incluyó en el cuadro 1 de este apéndice.

Para completar la serie de pasivos externos de bancos del Reino Unido a favor de residentes de la Argentina —en monedas extranjeras— se procedió del siguiente modo:

Los datos trimestrales desde el primer trimestre de 1972 hasta el tercer trimestre de 1973 se interpolaron linealmente de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$Y_t = Y_1 + \frac{1}{4} (Y_2 - Y_1) X$$

donde X = 0, 1, 2, 3.

Al mismo tiempo, la información para el período comprendido entre el primer trimestre de 1968 y el tercer trimestre de 1971 se extrapoló sobre la base de la siguiente ecuación:

$$\ln 8\text{-R.U.}(Argentina) = 0,4530 \ln R.U.(Mundo) + 0,25708 \ln (8\text{-R.U.}) (AL) - 1,49551$$

(6,96) (2,63) (1,99)

$$E.T.E. = 7,25$$

$$P = 0,24$$

en donde \ln = logaritmo natural

R.U.(Argentina) = pasivos de bancos del Reino Unido a favor de residentes en la Argentina.

R.U.(Mundo) = pasivos totales, en monedas extranjeras, de bancos del Reino Unido a favor de no residentes.

8-R.U.(A.Latina) = pasivos de bancos del mercado de euromonedas (excluyendo el Reino Unido), en monedas extranjeras, a favor de nacionales de otros países de América Latina.

En esta serie se seleccionó R.U.(Mundo) como representativa del comportamiento global del mercado de eurodivisas en Londres, al mismo tiempo que se seleccionó 8-R.U.(A. Latina) como representativa del comportamiento de los países de América Latina al diversificar sus depósitos a otros centros financieros del mercado de euromonedas. El análisis por mínimos cuadrados generalizados permitió seleccionar, sobre la base de los datos disponibles, la mencionada relación entre la serie que se desea completar y las series para las que se dispone de información. Los coeficientes de regresión son altamente significativos y el error típico de la estimación no es demasiado elevado.

Para el resto del euromercado, así como para Canadá, Japón y mercados transfronterizos, sólo se posee información a partir del cuarto trimestre de 1975, la cual se obtuvo sobre la base de los datos del Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements) del residuo de la información disponible para los mercados de Estados Unidos y el Reino Unido. Las cifras que faltaban se extrapolaron mediante el método de series relacionadas, según la siguiente ecuación:

$$\ln \left[(8\text{-R.U.}) + \text{Japón} + \text{Canadá} + \text{Mercados transfronterizos} \right]$$

$$(Argentina) = 2,95014 \ln R.U.(Mundo) + 0,76581 \ln (\text{Canadá} + \text{Japón} +$$

(3,71) (1,93)

$$+ \text{"o.S."}) (A.Latina) - 34,34613$$

(5,02)

$$E.T.E. = 0,117$$

$$P = 0,0524$$

En esta ecuación las mejores relaciones surgieron al combinar el comportamiento global de los mercados del Reino Unido (factor escala) y el comportamiento de los depositantes de América Latina en Canadá, Japón y mercados transfronterizos.⁴ El hecho de que esta combinación de variables arroje los mejores resultados debe interpretarse como proveniente de un comportamiento similar de los diversos depositantes del mundo, y en particular de los de América Latina, al seleccionar su cartera de inversiones y al modificar sus conductas ante cambios en tasas esperadas de retorno y/o riesgo.

De este modo se llegó a reconstruir, en forma bastante completa, la información que faltaba respecto del comportamiento de los diversos mercados de capitales y de los depositantes tanto del mundo como de América Latina, y en particular de la Argentina.

El resultado final de estos cálculos se muestra en los cuadros 3, 4 y 5.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES
Cuadro 3
**PASIVOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS
A FAVOR DE NO RESIDENTES**
(Datos a fin de trimestre en millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>Tri- mestre</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Reino Unido^a</i>	<i>Otros países europeos^b</i>	<i>Otros mercados^c</i>	<i>Total</i>
1968	I	35 929	16 970	20 800	7 840	81 539
	II	36 517	19 450	21 440	8 072	85 479
	III	37 899	20 510	22 630	8 356	89 395
	IV	37 053	21 810	25 530	9 056	93 449
1969	I	38 576	24 430	26 120	10 164	99 290
	II	42 519	30 200	30 940	10 701	114 360
	III	47 625	32 620	33 280	11 354	124 879
	IV	47 915	32 660	38 570	12 409	131 554
1970	I	49 524	33 550	38 970	12 978	135 022
	II	49 806	37 180	41 710	14 755	143 451
	III	50 720	37 660	44 550	15 168	148 098
	IV	51 315	40 870	53 150	16 883	162 218
1971	I	51 822	41 460	55 220	18 316	164 818
	II	54 432	44 070	57 700	19 821	174 023
	III	54 739	46 720	59 490	19 551	180 500
	IV	62 215	52 540	70 010	22 846	207 611
1972	I	67 820	54 950	72 090	24 688	219 548
	II	68 684	56 420	76 330	26 335	227 769
	III	70 850	61 380	79 680	28 623	240 533
	IV	74 811	65 880	91 020	30 093	261 804
1973	I	82 237	74 460	98 720	32 935	288 352
	II	82 828	80 440	104 020	35 754	303 042
	III	83 734	88 430	111 750	43 613	327 527
	IV	85 091	96 810	126 850	50 011	358 762
1974	I	88 596	109 320	132 510	59 916	390 342
	II	96 567	115 070	139 260	66 880	417 786
	III	103 341	113 990	126 500	68 310	412 141
	IV	111 305	111 500	149 510	70 023	442 338
1975	I	111 669	116 300	151 470	73 513	452 952
	II	110 941	118 900	156 290	78 926	465 057
	III	111 471	123 000	153 100	83 301	470 872
	IV	114 148	128 200	169 400	86 003	497 751
1976	I	116 911	131 200	168 600	94 675	511 386
	II	121 732	135 200	169 000	101 918	527 850
	III	127 564	137 900	179 700	106 353	551 517
	IV	137 388	148 600	205 000	112 374	603 362
1977	I	137 308	150 700	201 500	116 526	606 034
	II	147 355	155 800	215 900	119 053	638 108
	III	158 861	161 200	226 100	122 430	668 591
	IV	176 602	171 400	269 200	126 553	743 755

Fuente: Boletín de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Boletín del Banco de Inglaterra, Informes del Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

^aPasivos en esterlinas y otras monedas de Bancos del Reino Unido, a favor de no residentes.

^bPasivos en moneda nacional y moneda extranjera de bancos correspondientes a ocho países europeos, excluido el Reino Unido, a favor de no residentes.

^cPasivos en dólares de las sucursales extranjeras de Bancos de Estados Unidos en la zona transfronteriza más pasivos en moneda nacional y extranjera de Bancos de Canadá y Japón a favor de no residentes.

Cuadro 4
**PASIVOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS A FAVOR
 DE RESIDENTES EN AMERICA LATINA**
(Datos a fin de trimestre en millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>Tri- mestre</i>	<i>Estados Unidos</i>	<i>Reino Unido^a</i>	<i>Otros países europeos^b</i>	<i>Otros mercados^c</i>	<i>Total</i>
1968	I	4 376	512	678	654	6 220
	II	4 492	521	799	679	6 491
	III	4 551	586	804	734	6 680
	IV	4 914	607	853	702	7 076
1969	I	4 738	713	1 004	767	7 225
	II	4 410	864	1 266	934	7 474
	III	4 148	1 069	1 361	1 150	7 728
	IV	4 408	1 102	1 628	1 162	8 300
1970	I	4 848	1 138	1 752	1 230	8 968
	II	4 929	1 196	1 984	1 242	9 351
	III	4 415	1 213	2 237	1 281	9 146
	IV	4 294	1 253	2 857	1 306	9 710
1971	I	4 017	1 350	2 920	1 328	9 615
	II	4 013	1 529	3 011	1 438	10 051
	III	3 900	1 594	2 696	1 451	9 641
	IV	4 159	1 695	3 115	1 767	10 736
1972	I	4 019	1 928	2 942	2 006	10 895
	II	4 437	2 214	2 946	2 040	11 637
	III	4 377	2 562	3 418	2 138	12 495
	IV	5 200	3 269	4 471	2 294	15 234
1973	I	5 235	3 734	4 866	2 630	16 315
	II	5 500	4 087	5 663	2 617	17 867
	III	5 540	3 930	6 180	2 722	18 372
	IV	6 842	4 110	4 880	2 661	18 493
1974	I	7 651	4 468	4 662	3 020	19 801
	II	9 024	4 185	5 545	3 582	22 336
	III	8 934	3 551	4 719	3 424	20 628
	IV	9 861	4 154	4 856	3 555	22 466
1975	I	7 651	4 468	4 662	3 020	19 801
	II	9 024	4 185	5 545	3 582	22 336
	III	11 393	4 495	3 705	4 213	23 806
	IV	11 395	5 048	4 552	4 301	25 296
1976	I	11 147	4 645	3 855	3 821	23 468
	II	12 007	4 559	4 041	4 579	24 490
	III	12 720	4 991	4 109	3 815	25 635
	IV	13 401	6 251	4 449	5 362	30 963
1977	I	14 423	6 521	5 579	4 351	30 874
	II	13 804	7 080	5 820	5 772	32 566
	III	14 835	7 132	5 368	5 552	32 887
	IV	14 505	7 649	6 351	6 836	35 341

Fuente: Boletín de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Boletín del Banco de Inglaterra, Informes del Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

^a Pasivos en esterlinas y otras monedas de Bancos del Reino Unido, a favor de no residentes.

^b Pasivos en moneda nacional y moneda extranjera de bancos correspondientes a ocho países europeos, excluido el Reino Unido, a favor de no residentes.

^c Pasivos en dólares de las sucursales extranjeras de Bancos de Estados Unidos en zonas transfronterizas, más pasivos en moneda nacional y extranjera de Bancos de Canadá y Japón a favor de no residentes.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 5

PASIVOS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS FINANCIEROS A FAVOR DE RESIDENTES EN ARGENTINA

(Datos a fin de trimestre en millones de dólares)

Año	Trimestre	Estados Unidos	Reino Unido ^a	Otros mercados	Total
1968	I	719	49	-	818
	II	719	110	-	829
	III	736	113	-	849
	IV	768	117	-	885
1969	I	785	129	2	916
	II	715	151	4	870
	III	581	159	6	746
	IV	489	167	6	662
1970	I	486	172	6	664
	II	575	186	9	770
	III	568	193	9	770
	IV	563	213	12	788
1971	I	549	215	13	777
	II	477	222	16	715
	III	453	219	19	691
	IV	461	227	31	719
1972	I	532	243	40	815
	II	477	258	43	778
	III	539	274	57	870
	IV	660	289	75	1 024
1973	I	726	316	119	1 161
	II	751	343	149	1 243
	III	913	370	203	1 486
	IV	962	397	261	1 620
1974	I	1 030	378	411	1 819
	II	1 397	399	545	2 341
	III	1 133	410	512	2 055
	IV	922	423	493	1 838
1975	I	853	416	580	1 849
	II	1 024	391	663	2 078
	III	1 017	366	748	2 131
	IV	1 183	378	920	2 481
1976	I	1 210	377	947	2 534
	II	1 443	373	963	2 779
	III	1 485	410	861	2 756
	IV	1 582	529	1 586	3 697
1977	I	1 932	437	1 349	3 718
	II	1 749	423	1 907	4 079
	III	2 237	587	2 433	5 257
	IV	1 508	800	2 710	5 018

Fuente: Boletín de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Boletín del Banco de Inglaterra, Informes del Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

^aTotal de pasivos de Bancos del Reino Unido a favor de residentes en Argentina, en libras y otras monedas.

Cuadro 6

ARGENTINA: TENENCIAS PRIVADAS DE ACTIVOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL

(Datos a fin de trimestre en millones de dólares)

Año	Trimestre	Tenencias totales	Tenencias oficiales de divisas	Tenencias privadas	Flujos de tenencias privadas
1968	I	818	557	261	-
	II	829	549	280	19
	III	849	532	317	37
	IV	885	554	331	14
1969	I	916	603	313	-18
	II	870	494	376	63
	III	746	443	303	-73
	IV	662	285	377	74
1970	I	664	302	362	-15
	II	770	400	370	8
	III	770	399	371	1
	IV	788	343	445	74
1971	I	777	247	530	85
	II	715	159	556	26
	III	691	126	505	19
	IV	719	70	649	34
1972	I	815	169	646	-3
	II	778	59	719	73
	III	870	83	787	68
	IV	1 024	294	730	-57
1973	I	1 161	411	750	20
	II	1 243	585	658	-92
	III	1 486	980	506	-152
	IV	1 620	1 068	552	46
1974	I	1 819	1 206	613	61
	II	2 391	1 584	807	144
	III	2 055	1 241	814	57
	IV	1 898	1 028	870	-4
1975	I	1 849	621	1 228	418
	II	2 098	408	1 690	442
	III	2 131	177	1 954	284
	IV	2 481	247	2 234	280
1976	I	2 534	202	2 332	98
	II	2 779	539	2 240	-92
	III	2 756	669	2 087	-153
	IV	3 697	1 354	2 343	256
1977	I	3 718	1 455	2 263	-80
	II	4 079	1 769	2 310	47
	III	5 257	2 463	2 794	484
	IV	5 018	3 064	1 954	-840

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos contenidos en cuadros anteriores..

Sin embargo, como lo que realmente interesa para los fines del trabajo (el cual consiste en corregir las cifras oficiales de movimientos de capitales y cuenta corriente) son las tenencias privadas de activos de liquidez internacional, falta sustraer de las cifras correspondientes a las tenencias *totales* (es decir la suma de tenencias en los diversos mercados) la información disponible con respecto a las tenencias oficiales de *divisas*, las cuales se encuentran en publicaciones como International Financial Statistics del Fondo Monetario Internacional. De este modo se obtienen las cifras correspondientes a las tenencias privadas de activos de liquidez internacional por parte de argentinos, y por primeras diferencias se obtienen los cambios periódicos (o flujos) en dichas tenencias, necesarios para la corrección de las cifras oficiales de movimientos de capitales. (Véase el cuadro 6.)

4. *Modificación de las series de movimientos de capitales sobre la base de los flujos de tenencias privadas*

La modificación de las series de movimientos de capitales para tomar en cuenta los movimientos no registrados exige una evaluación previa de los canales por los que se movilizan dichos flujos. Es evidente que, el capital en ausencia de restricciones cambiarias, tiene libertad de entrada y salida, y sus movimientos quedarán, en general, registrados como tales en las estadísticas oficiales del balance de pagos; no será entonces necesario hacer ajuste alguno a las cifras oficiales.

Distinto es el caso cuando existen restricciones cambiarias. En este caso se supone que hay entrada libre de capitales, pero las salidas por lo general están limitadas; en esas circunstancias resulta conveniente registrar todo ingreso de capitales (a menos que se desee evitarlo por razones no estrictamente cambiarias, como podrían ser razones impositivas) con el objetivo de adquirir el derecho a retirarlos posteriormente, sin inconvenientes, al tipo de cambio oficial.⁵

Son las salidas no autorizadas de capitales las que toman formas ocultas, generalmente a través de la cuenta corriente. En consecuencia, las correcciones de cifras oficiales sólo deben efectuarse cuando se registren flujos positivos en las cifras de tenencias privadas y no cuando se registren flujos negativos, pues los mismos ya están incluidos, en su mayor parte, en las cifras oficiales.

Con estos supuestos se obtuvo una segunda serie de flujos de capitales no registrados para la Argentina, con los que se corrigieron las cifras oficiales de movimientos de capitales y de cuenta corriente; con estas cifras corregidas se evaluó el modelo explicativo de los movimientos de capitales, al nivel trimestral, para Argentina.

Parece indudable que el procedimiento de series relacionadas es el más adecuado, para realizar los ajustes necesarios, y así parecen confirmarlo los resultados empíricos. En el presente estudio, sin embargo, el mencionado procedimiento sólo se aplicó al caso de Argentina dada la extrema dificultad que encierra realizar los cálculos para otros países; su aplicación a ellos deberá esperar una revisión de este trabajo.

NOTAS APENDICE A

⁵Para una explicación más detallada sobre la metodología empleada, véase *Un ejemplo de estimación retrospectiva en el caso autorregresivo* de A. de Mattanó y M. Orozco. Departamento de Análisis y Coordinación Estadística, Gerencia de Investigaciones y Estadísticas Económicas, Banco Central de la República Argentina. En este trabajo se demuestra entre otras cosas cómo se obtiene mayor eficiencia estimando los parámetros mediante mínimos cuadrados generalizados, en lugar de mínimos cuadrados ordinarios.

²Cabe destacar que esta metodología funciona bastante bien para el período estudiado (primer trimestre a cuarto trimestre de 1977) pero si se extendiera el número de observaciones por extrapolar habría que cambiar la metodología, debido a la insignificancia de los depósitos de extranjeros en muchos mercados internacionales para períodos anteriores a 1968. Esta observación se extiende a todas las extrapolaciones realizadas en el trabajo.

³En todos los casos se eligió aquella regresión que minimizara el coeficiente de autocorrelación.

⁴Debe tenerse en cuenta que, si bien el número de observaciones extrapoladas es muy grande, cabe resaltar la poca importancia que tenía el euromercado, hasta 1971, como captador de depósitos de la Argentina, sobre todo si se excluye el Reino Unido, así como el escaso monto de depósitos de Argentina en los mercados de Canadá, Japón y lugares transfronterizos durante el mismo período.

⁵Podría argumentarse que también existen entradas de capitales no registrados puesto que con controles de capitales es común la experiencia de personas que traen fondos y los venden en los mercados paralelos; sin embargo, la contrapartida de esa venta es una compra, por parte de un particular, tampoco registrada, por lo que sus efectos se anulan en las cifras de flujos. El único caso en que esto no ocurriría es aquel en que el agente económico que efectúa el ingreso no registrado de capitales es un no residente, con lo que estadísticamente —en los flujos privados— sólo se recogería la salida de capitales, sin el correspondiente ingreso. Este último caso incluiría las ventas no registradas de los turistas externos.

Apéndice B

Material estadístico básico

Cuadro 1

BRASIL Y CHILE: TENENCIAS PRIVADAS DE DEPOSITOS EN BANCOS DE ESTADOS UNIDOS

(Datos a fin de período en millones de dólares)

<i>Período</i>	<i>Brasil</i>	<i>Chile</i>
1957	80	52
1958	96	61
1959	107	59
1960	129	48
1961	132	52
1962	89	85
1963	83	98
1964	89	109
1965	88	125
1966	133	140
1967	113	165
1968	114	172
1969	95	144
1970	96	157
1971	76	122
1972	90	117
1973	103	116
1974	162	127

Fuente: Boletines de la Reserva Federal, Banco de Inglaterra, Banco Central del Brasil y Banco Central de Chile.

Cuadro 2

GUATEMALA: CAPITAL PRIVADO + ERRORES Y OMISIONES NETOS

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
-11.60	-4.10	9.90	13.60	13.60	7.40	21.70	13.20	7.80	5.70	8.30	41.20
1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
21.90	3.20	39.70	36.20	23.70	18.40	51.70	54.00	49.60	81.20	117.10	174.40

Fuente: International Financial Statistics.

AMERICA LATINA: SISTEMA MONETARIO Y FINANCIAMIENTO EXTERNO

Cuadro 3

GUATEMALA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES NETOS

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
-11.60	-4.10	9.90	22.00	21.40	12.30	22.80	16.60	3.80	1.10	19.20	40.90
1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
25.80	1.90	57.00	44.70	27.80	30.60	59.20	55.60	62.50	89.90	138.80	191.60

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4

GUATEMALA: RESERVAS A FIN DE PERIODO

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957
47.30	38.00	38.60	41.20	44.40	42.50	40.00	55.60	71.20	75.20
1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
49.20	44.10	54.10	54.80	45.80	56.70	59.50	67.80	60.70	65.10
1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
65.50	74.10	78.30	93.50	134.90	212.00	202.40	303.90	511.00	690.40

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 5

GUATEMALA: DESEQUILIBRIO MONETARIO EN DOLARES

(Observaciones anuales)

1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
-20.6575	-40.0246	-28.2801	-7.8224	-20.2391	-2.3672	-31.5841	-11.1204	-13.1175
1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
-25.5538	-40.1784	-78.1002	-87.9552	-90.9747	-142.6872	-169.2701	-230.0599	-362.1138

Fuente: International Financial Statistics.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 6

**GUATEMALA: FLUJO DESEQUILIBRIO MONETARIO + CUENTA
CORRIENTE — OTROS + PRESTAMOS DEL EXTERIOR**

(Observaciones anuales)

1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
-24.9671	1.0445	10.6578	-37.3167	-15.2281	-59.1169	10.3638	-67.7972	-60.0362
1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	
-31.2247	-44.9217	-71.7550	-22.1195	-53.2125	-137.2829	-164.4898	-177.1539	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del International Financial Statistics.

Cuadro 7

GUATEMALA: CONTABILIDAD REAL

(Observaciones anuales)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
0.0511	0.0355	0.0411	0.0467	0.0416	0.0306	0.0259	0.0224	0.0088	0.0154
1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	
0.0061	-0.0267	-0.0148	-0.0168	-0.0751	-0.2171	-0.2126	-0.1838	-0.1167	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del International Financial Statistics.

Cuadro 8

GUATEMALA: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
11.60	1.50	5.00	-7.80	-18.40	-38.20	-28.60	-11.00	-7.90	-15.70	-17.30	-37.90
1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
-34.60	-12.20	-62.00	-50.70	-19.00	-7.90	-49.20	-11.50	7.80	-103.10	-65.70	-7.60

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 9

GUATEMALA: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones anuales en millones de dólares)

1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
11.60	1.10	-5.50	-24.70	-39.30	-50.00	-40.20	-25.60	-24.20	-23.00	-20.80	-45.70
1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
-42.10	-21.60	-71.30	-61.40	-32.40	-25.40	-74.50	-41.50	-34.70	-158.50	-143.50	-211.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 10

ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	-12.80	12.90	101.80	105.90
1969	80.00	-45.80	67.70	13.10
1970	128.60	103.60	69.10	117.50
1971	38.40	4.00	35.40	-249.50
1972	-102.90	-22.30	9.30	54.10
1973	-54.20	-93.00	58.50	99.20
1974	-28.60	230.60	-109.80	-124.70
1975	104.20	59.00	38.20	-11.30
1976	-110.40	-6.00	-143.80	-265.20
1977	1.20	-58.10	371.00	878.00

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 11

ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES — FLUJO

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	-12.80	12.90	101.80	105.90
1969	80.00	-45.80	67.70	-60.90
1970	128.60	95.60	68.10	43.50
1971	-46.60	-22.00	26.40	-333.50
1972	-102.90	-95.30	-58.70	54.10
1973	-74.20	-93.00	58.50	53.20
1974	-89.60	86.60	-166.80	-124.70
1975	-313.80	-383.00	-245.80	-291.30
1976	-208.40	-6.00	-143.80	-521.20
1977	1.20	-105.10	371.00	878.00

Fuente: Elaboración propia.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 12

ARGENTINA: FLUJOS CORREGIDOS

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	0	0	0	0
1969	0	0	0	74
1970	0	8	1	74
1971	85	26	9	84
1972	0	73	68	0
1973	20	0	0	46
1974	61	144	57	0
1975	418	442	284	280
1976	98	0	0	256
1977	0	47	0	0

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 13

ARGENTINA: RESERVAS A FIN DEL PERIODO

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1967	256.00	670.00	700.00	727.00
1968	689.00	726.00	728.00	760.00
1969	815.00	722.00	681.00	538.00
1970	609.00	707.00	706.00	673.00
1971	610.00	522.00	459.00	290.00
1972	278.00	242.00	255.00	465.00
1973	645.00	817.00	1 229.00	1 318.00
1974	1 461.00	1 844.00	1 519.00	1 315.00
1975	919.00	584.00	342.00	452.00
1976	421.00	772.00	930.00	1 608.00
1977	1 705.00	2 014.00	2 700.00	3 331.00

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 14

ARGENTINA: RENTABILIDAD REAL

(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	0.0242	0.0230	0.0234	0.0230
1969	0.0216	0.0208	0.0186	0.0189
1970	0.0206	-0.0285	-0.0973	-0.0394
1971	-0.0443	-0.1466	-0.3707	-0.8128
1972	-0.6362	-0.5215	-0.4168	-0.3781
1973	-0.1896	-0.2244	-0.1120	-0.1194
1974	-0.2431	-0.6180	-1.0407	-1.1248
1975	-1.2859	-2.4680	-1.9109	-1.9073
1976	-2.2094	-0.8510	-0.2453	-0.0415
1977	-0.0547	0.0177	0.0421	0.0450

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 15

ARGENTINA: DESEQUILIBRIO MONETARIO EN DOLARES

(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	3 792.3942	-109.6558	-99.3100	-149.7315
1969	-23.8278	-240.2735	-357.5613	-404.2548
1970	-79.3279	-312.7360	-260.4290	-477.0092
1971	-575.4385	-326.9193	-399.6609	2.3153
1972	328.2555	-1.1890	-1.0520	123.1548
1973	438.5833	-190.7795	409.6082	1 230.5736
1974	1 804.2895	1 545.0078	1 059.9279	1 045.6801
1975	2 145.9542	1 537.7566	-261.3445	1 930.7713
1976	3 176.2455	-126.9632	1 040.4505	227.0678
1977	359.4196	293.3403	-413.3440	-174.4582

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central de la República Argentina.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 16

ARGENTINA: DESEQUILIBRIO MONETARIO FLUJO

(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1969	125.9037	-216.4457	-117.2878	-46.6935
1970	324.9269	-233.4081	52.3070	-216.5801
1971	-98.4294	248.5192	-72.7416	401.9762
1972	325.9402	-329.4445	0.1370	124.2068
1973	315.4285	-629.3628	600.3876	820.9654
1974	573.7159	-259.2817	-485.0798	-14.2478
1975	1 100.2740	-608.1975	-1 799.1011	2 192.1158
1976	1 245.4742	-3 303.2087	1 167.4137	-813.3827
1977	132.3518	-66.0793	-706.6843	238.8858

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 17

ARGENTINA: RENTABILIDAD SWAP

(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	-0.0050	-0.0073	-0.0099	-0.0148
1969	-0.0135	-0.0121	-0.0095	-0.0049
1970	-0.0110	-0.0116	-0.0135	-0.0100
1971	-0.0084	-0.0010	0.0078	0.0132
1972	-0.0047	-0.0055	-0.0057	-0.0045
1973	-0.0025	0.0005	0.0039	0.0045
1974	0.0056	0.0068	0.0031	-0.0038
1975	-0.0075	-0.0225	-0.0399	-0.0697
1976	-0.1073	-0.0635	0.0081	0.0127
1977	0.1331	0.1903	0.0	0.0

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central de la República Argentina.

AMERICA LATINA: SISTEMA MONETARIO Y FINANCIAMIENTO EXTERNO

Cuadro 18

ARGENTINA: RESTRICCIONES

(Observaciones trimestrales)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	0.80	0.90	0.90	0.90
1969	0.90	0.90	0.80	0.80
1970	0.90	0.80	0.70	0.50
1971	0.50	0.50	0.40	0.50
1972	0.40	0.30	0.30	0.30
1973	0.30	0.20	0.20	0.20
1974	0.20	0.20	0.20	0.20
1975	0.10	0.10	0.10	0.20
1976	0.10	0.30	0.40	0.60
1977	0.70	0.80	0.90	0.90

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del *Annual Report on Exchange Restrictions* (FMI).

Cuadro 19

ARGENTINA: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	10.00	65.00	-61.80	-61.80
1969	38.30	1.80	-118.50	-147.90
1970	-26.70	56.00	-33.80	-154.00
1971	-124.00	-56.60	-151.50	-56.50
1972	-77.30	-51.60	-61.10	-32.90
1973	202.20	194.00	316.00	8.40
1974	223.30	170.90	-85.40	-181.60
1975	-508.40	-366.50	-198.70	-211.00
1976	32.70	261.20	154.60	201.60
1977	347.80	583.50	321.00	64.60

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 20

ARGENTINA: CUENTA CORRIENTE + FLUJO CORREGIDO

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1968	10.00	65.00	-61.80	-61.80
1969	38.30	1.80	-118.50	-73.90
1970	-26.70	64.00	-32.80	-80.00
1971	-39.00	-30.60	-142.50	27.50
1972	-77.30	21.40	6.90	-32.90
1973	222.20	194.00	316.00	54.40
1974	284.30	314.90	-28.40	-181.60
1975	-90.40	75.50	85.30	69.00
1976	130.70	261.20	154.60	457.60
1977	347.80	630.50	321.00	64.60

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 21

ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES

(Observaciones trimestrales en millones de DEG's)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1970	128.6000	103.6000	69.1000	117.5000
1971	38.4000	4.0000	35.4000	-249.5000
1972	-102.9000	-22.3000	9.3000	54.1000
1973	-54.2000	-93.0000	58.5000	99.2000
1974	-28.6000	230.6000	-109.8000	-124.7000
1975	104.2000	59.0000	38.2000	-11.3000
1976	-110.4000	-6.0000	-143.8000	-265.2000

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 22

ARGENTINA: CAPITAL AUTONOMO, ERRORES Y OMISIONES — FLUJO

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1970		70.6000	42.1000	22.5000
1971	-82.6000	-20.0000	6.4000	-346.5000
1972	-163.9000	-56.3000	-81.7000	76.1000
1973	-63.2000	-28.0000	186.5000	75.2000
1974	-0.6000	25.6000	-110.8000	-58.7000
1975	-220.8000	-393.0000	-173.8000	-317.3000
1976	-238.4000	86.0000	9.2000	-521.2000

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

AMERICA LATINA: SISTEMA MONETARIO Y FINANCIAMIENTO EXTERNO

Cuadro 23

ARGENTINA: CUENTA CORRIENTE + FLUJO

(Observaciones trimestrales en millones de dólares)

Año	Trimestres			
	I	II	III	IV
1970		89.0000	-6.8000	-59.0000
1971	-3.0000	-32.6000	-122.5000	40.5000
1972	-16.3000	-17.6000	29.9000	-54.9000
1973	211.2000	129.0000	188.0000	32.4000
1974	195.3000	375.9000	-84.4000	-247.6000
1975	-183.4000	85.5000	13.3000	95.0000
1976	160.7000	169.2000	1.6000	457.6000

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 24

BRASIL: CAPITAL AUTONOMO

(Observaciones anuales en millones de DEG's)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
273.00	226.00	195.00	288.00	297.00	187.00	206.00	127.00
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
362.00	199.00	674.00	1 054.00	1 181.00	1 982.00	3 331.00	2 890.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 25

BRASIL: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES Y OMISIONES

(Observaciones anuales)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
98.00	274.00	209.00	337.00	159.00	111.00	-11.00	96.00
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
337.00	338.00	673.00	1 034.00	1 219.00	1 976.00	3 734.00	3 095.00

Fuente: International Financial Statistics.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 26

BRASIL: CAPITAL AUTONOMO + ERRORES — FLUJO

(Observaciones anuales en DEG)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
77.0000	263.0000	183.0000	334.0000	202.0000	199.0000	-17.0000	97.0000
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
282.0000	358.0000	672.0000	1 053.0000	1 218.0000	1 996.0000	3 721.0000	3 084.0000

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del International Financial Statistics y del Boletín de Reserva Federal.

Cuadro 27

BRASIL: RESERVAS OFICIALES

(Promedios anuales en millones de DEG)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
465.0000	367.0000	345.0000	470.0000	285.0000	219.0000	246.0000	484.0000
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
425.0000	193.0000	257.0000	656.0000	1 187.0000	1 608.0000	3 853.0000	5 319.0000

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 28

BRASIL: RENTABILIDAD DEL DOLAR

(Observaciones anuales)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
-0.8087	-0.6620	-0.2719	-0.6117	-0.7646	-0.6375	-0.5761	-0.2614
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
0.0910	0.0032	0.0366	-0.2125	-0.0767	-0.1502	-0.1048	-0.0116

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos del Boletín del Banco Central del Brasil.

Cuadro 29

BRASIL: RESTRICCIONES

(Observaciones anuales)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
0.3000	0.2000	0.2000	0.3000	0.2000	0.1000	0.1000	0.4000

1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
0.6000	0.8000	0.8000	0.7000	0.7000	0.7000	0.7000	0.7000

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del *Annual Report on Exchange Restrictions*, del FMI.

Cuadro 30

BRASIL: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones anuales en millones de DEG)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
-276.00	-347.00	-534.00	-277.00	-484.00	-204.00	50.00	248.00

1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
-65.00	-303.00	-543.00	-353.00	-644.00	-1 409.00	-1 466.00	-1 485.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 31

BRASIL: CUENTA CORRIENTE + FLUJO

(Observaciones anuales en DEG)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
-260.0000	-336.0000	-521.0000	-274.0000	-527.0000	-210.0000	56.0000	247.0000

1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
-24.0000	-323.0000	-542.0000	-372.0000	-643.0000	-1 389.0000	-1 477.0000	-1 534.0000

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del International Financial Statistics.

MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Cuadro 32

CHILE: CAPITAL AUTONOMO

(Observaciones anuales en millones de DEG)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
40.60	80.60	73.60	206.60	178.00	110.00	120.00	78.00
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
149.00	82.00	347.00	340.00	240.00	-6.00	226.00	1 281.00

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 33

CHILE: RESERVAS

(Promedios anuales en millones de DEG)

1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958
60.0000	74.0000	68.0000	55.0000	86.0000	80.0000	51.0000	63.0000
1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966
128.0000	111.0000	74.0000	79.0000	77.0000	89.0000	138.0000	172.0000
1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
126.0000	208.0000	344.0000	389.0000	204.0000	137.0000	149.0000	83.0000

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 34

CHILE: RENTABILIDAD

(Observaciones anuales)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
-0.7130	-0.2664	0.0992	0.0566	-0.5980	-1.4206	-1.1159	-0.8320
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
-0.6412	-0.6901	-0.6732	-0.6336	-1.1322	-3.1775	-15.7159	-38.5640

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del Banco Central de Chile.

Cuadro 35

CHILE: RESTRICCIONES

(Observaciones anuales)

1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
0.2000	0.5000	0.6000	0.5000	0.7000	0.8000	0.7000	0.7000	0.6000	0.5000
1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
0.5000	0.6000	0.7000	0.8000	0.8000	0.7000	0.5000	0.3000	0.2000	0.1000

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del *Annual Report on Exchange Restrictions*, del Fondo Monetario Internacional.

Cuadro 36

CHILE: CUENTA CORRIENTE

(Observaciones anuales en millones de DEG's)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
-92.9	-32.1	-164.6	-295.1	-222.0	-204.0	-135.0	-42.0
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
-103.0	-97.0	-177.0	47.0	-69.0	-236.0	-472.0	-337.9

Fuente: International Financial Statistics.

Cuadro 37

CHILE: CUENTA CORRIENTE + FLUJO

(Observaciones anuales en millones de DEG's)

1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
-83.9000	-34.1000	-153.6000	-291.1000	-189.0000	-191.0000	-124.0000	-26.0000
1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
-88.0000	-72.0000	-170.0000	75.0000	-56.0000	-201.0000	-467.0000	-336.9000

Fuente: International Financial Statistics.

Bibliografía

- Arriazu, Ricardo H.: *Elección de un sistema cambiario en inflación, ventajas y desventajas de la indización*, Banco Central del Uruguay, agosto de 1976.
- Arriazu, Ricardo H.: *El sistema monetario internacional*, Conferencia pronunciada en la Reserva Federal de los Estados Unidos, 1974.
- Arriazu, Ricardo H.: "Evaluación reciente en los mecanismos de transmisión internacional de las perturbaciones económicas", en *América Latina en la Economía Mundial, Comercio, Empleo y Distribución del Ingreso*, Instituto Torcuato Di Tella, Cuaderno N° 101, serie Jornadas, febrero de 1979.
- Arriazu, Ricardo H.: "La reforma del sistema monetario internacional desde las perspectivas de los países en desarrollo", *Revista Argentina de Finanzas*, editada por el Instituto Argentino de Relaciones Internacionales, junio de 1977.
- Banco Central do Brasil: *Boletín* (diversos números), Brasilia, D.F., Brasil.
- Banco Central de Chile: *Boletín Mensual* (diversos números), Santiago, Chile.
- Banco Central de la República Argentina: *Boletín Estadístico* (diversos números), Buenos Aires, Argentina.
- Banco de Inglaterra: *Quarterly Bulletin* (diversos números), Londres, Inglaterra.
- Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements): *Informe Anual* (diversos años), Basilea, Suiza.
- Branson, William H.: *Financial Capital Flows in the U.S. Balance of Payments*, North-Holland Publishing Company, Amsterdam, 1968.
- Fondo Monetario Internacional: *Annual Report-Exchange Restrictions*, diversos años. Publicados en Washington, D.C.
- Fondo Monetario Internacional: *International Financial Statistics*, varios números, Washington, D.C.
- Frenkel, Jacob A. y Johnson, Harry G.: "The Monetary Approach to the Balance of Payments. Essential Concepts and Historical Origins", en J.A. Frenkel y H.G. Johnson (eds.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Allen and Unwin, Londres, 1976.
- Grubel, H.: "Internationally Diversified Portfolios: welfare gains and capital flows", *American Economic Review*, Vol. LVIII, número 5, primera parte, diciembre de 1968, pp. 1299-1314.
- Johnson, Harry G.: "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory", en J.A. Frenkel y H.G. Johnson (eds.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Allen and Unwin, Londres, 1976.

- Lihon, O.: *Les mouvements de capitaux a long terme entre la France et l'extérieur*, Banque de France. Trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada llevado a cabo en Roma, febrero de 1979.
- Lybeck, J.A.: *A simultaneous model of capital flows, exchange rates, interest rates, and prices of trade goods: Theoretical considerations and estimations by alternative methods*, Godesborgs Universitat, Suecia. Trabajo presentado en el VI Coloquio de Econometría Aplicada realizado en Roma, febrero de 1979.
- Mantel, Rolf: *Un modelo para la administración de reservas internacionales*, Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Banco Central de la República Argentina, Serie de Estudios Técnicos, N° 33, junio de 1978.
- Markowitz, H.: *Portfolio Selection: efficient diversification of investments*. Wiley, Nueva York, 1959.
- Massad, Carlos: *Liquidez internacional total, evaluación económica y consecuencias de política*, Fondo Monetario Internacional, documento interno, agosto de 1972.
- Mattanó, Mónica A. de, y Orozco, M.: *Un ejemplo de estimación retrospectiva en el caso autorregresivo*, Departamento de Análisis y Coordinación Estadística, Gerencia de Investigaciones y Estadísticas Económicas, Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires, diciembre de 1978.
- Mundell, Robert A.: *International Economics*, Macmillan, Nueva York, 1968.
- Reserva Federal de los Estados Unidos: Boletín (diversos números).
- Rhomberg, R., y Heller, A.R.: "Introductory Survey", en *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., 1977.
- Uriarte, J.A.: *Aspectos empíricos del enfoque monetario del balance de pagos en la Argentina*, Centro de Estudios Monetarios y Bancarios, Banco Central de la República Argentina, Terceras jornadas de Economía Monetaria e Internacional, septiembre de 1979.

**América Latina y el sistema monetario
internacional: observaciones y sugerencias**

Carlos Massad

Este documento es una versión revisada de la exposición hecha por el autor a invitación de la Comisión Independiente sobre Problemas del Desarrollo Internacional (Comisión Brandt), el 5 de mayo de 1979 en Annecy, Francia. El documento fue publicado en la *Revista de la CEPAL* N° 10 en abril de 1980.

I

El funcionamiento del sistema

En este trabajo nos proponemos poner de relieve algunos aspectos monetarios y financieros del actual sistema de relaciones económicas internacionales que dificultan la adecuada inserción de América Latina en la economía mundial. En modo alguno pretendemos realizar un estudio completo de todas las transferencias de recursos entre los países desarrollados y los países en desarrollo.

Nuestras observaciones se dividirán en tres secciones principales: el funcionamiento del actual sistema monetario internacional; los efectos del sistema actual en los países latinoamericanos y los países menos desarrollados en general, y las modificaciones del sistema que podrían contribuir a reducir a un mínimo las actuales dificultades.

A medida que quedó demostrado que el sistema de Bretton Woods no podía ofrecer suficientes incentivos de ajuste a los países de monedas de reserva, en especial a los Estados Unidos y a los países con superávit, la flotación generalizada de las monedas se hizo inevitable. En realidad, la "disciplina" del FMI sólo podía aplicarse a los países deficitarios que carecían de monedas de reserva. Estos últimos podían financiar sus déficit con su propia moneda, mientras que los países con superávit no necesitaban pedir ayuda al FMI.

La falta de incentivos internacionales para realizar ajustes creó una situación en que no se podía mantener la convertibilidad del oro, y se derrumbó el sistema de Bretton Woods. De hecho, dicha falta de incentivos, unida a ciertas disposiciones bancarias internas, provocó un marcado crecimiento de los mercados financieros privados a medida que aumentó la demanda de intermediación financiera entre los países con superávit y los países deficitarios. Entre 1973 y 1978 el tamaño neto del mercado de euromonedas creció aproximadamente a razón de 19% al año. De todos modos, estos cambios no sólo son importantes desde el punto de vista cuantitativo sino que expresan, además, una total transformación cualitativa del sistema.

1. La función que desempeñan las autoridades monetarias y el sector privado

El primer cambio cualitativo de importancia es el producido en las funciones de intervención en el mercado y de tenencia de reservas de las autoridades monetarias con relación a las desempeñadas por el sector privado. En un sistema de tipo de cambio fijo, las autoridades deben mantener los tipos de cambio a través de la intervención en el mercado, para lo cual deben conservar reservas de divisas, oro y DEG. En un sistema de flotación, dicho papel se traslada total o parcialmente, al sector privado y este último es el que tiene incentivo para acumular "reservas" para "intervenir" en los mercados de divisas.

Lo anterior entraña una mayor sensibilidad o elasticidad de la composición de las reservas a los incentivos económicos. Por lo general, los bancos centrales son menos sensibles que los tenedores privados de divisas a los cambios de las expectativas. Cuando se prevé una variación de las tasas de interés o de los tipos de cambio, los últimos tienden a adaptar rápidamente la composición de sus tenencias. Por lo tanto, mientras más importante sea la función de los tenedores privados en los mercados de divisas, más rápida será

la reacción a los cambios de las expectativas. Cuando se espera una devaluación de una moneda de reserva —o una moneda importante para el comercio internacional— la composición de los activos y pasivos del sector privado cambia inmediatamente, y esto contribuye a provocar la devaluación aguardada. En cierto sentido podría decirse que, de acuerdo con el sistema actual, como los bancos centrales no pueden resistir a las presiones de los especuladores privados, las expectativas generalizadas nunca serán erradas.

Otra consecuencia de la creciente importancia del sector privado en la intervención es la disminución relativa de la demanda de DEG. De hecho, el sector privado no puede mantener DEG por lo que, en la medida en que aumente la importancia relativa de la tenencia privada de monedas de "reserva", disminuirá la demanda de DEG en relación con la de moneda. Todo esto tiene importantes repercusiones para el sistema en su conjunto (más adelante se profundizarán sus consecuencias para los países menos desarrollados).

a) Las modificaciones de los tipos de cambio tienden a sobrepasar su nivel de equilibrio, de tal modo que los cambios suelen ser de bastante magnitud. Se ha observado que en los países industrializados los precios reaccionan más rápidamente que las cantidades importadas y exportadas a las fluctuaciones del tipo de cambio. Por lo tanto, cuando se devalúa una moneda determinada, poco después tienden a bajar los precios de las exportaciones y a subir los de las importaciones del país que realiza la devaluación, pero el volumen de las exportaciones y de las importaciones reacciona en forma más lenta, de tal modo que durante un tiempo, la devaluación aumenta el desequilibrio que supuestamente debía corregir. Los tenedores particulares de la moneda verán fortalecidas sus expectativas de devaluación y el tipo de cambio reflejará este hecho con nuevas devaluaciones. Luego, al cabo de un tiempo, el efecto de la devaluación se pondrá de manifiesto en el balance de pagos como una disminución relativa de las importaciones en relación con las exportaciones y se generará el proceso opuesto. Es posible que a medida que se comprenda mejor este proceso y se repita la secuencia de acontecimientos, el sector privado "aprenda" a especular mejor con lo que tendería a desaparecer el efecto desestabilizador de las expectativas formadas en la forma antes señalada. No obstante, se ignora la duración del período de aprendizaje.

b) Se hace más difícil evaluar la rigurosidad de la política monetaria. Por ejemplo, considérese el caso de una empresa con asiento en Alemania, cuyo activo incluya dólares estadounidenses. Si la empresa prevé una baja del valor del dólar en relación con el marco alemán, procurará vender sus dólares por marcos, mientras que si el Bundesbank desea respaldar a lo menos parcialmente el dólar para evitar un fortalecimiento excesivo del marco, comprará los dólares a cambio de marcos. En Alemania, las cifras acusarán un incremento de la oferta monetaria, cuando lo único que ha sucedido es que ha variado la composición de los activos de la empresa domiciliada en Alemania. No hay razón para que esta acción modifique la modalidad de gasto deseada de la empresa, de modo tal que el aumento de la oferta monetaria en Alemania no tendrá efectos inflacionarios directos. Como es natural, el mundo real no es tan sencillo, pero estimamos que el ejemplo sirve para ilustrar la base de nuestro argumento.

c) Los tipos de cambio se hacen más volátiles a través de los cambios que experimentan las transacciones de la cuenta de capital (corrientes de capital). Si los mercados privados de capital y de dinero están bien desarrollados y cuentan con reservas en diversas monedas, las variaciones de las expectativas influirán rápida y plenamente en el mercado: los cambios deseados en la composición de los activos y pasivos de los agentes económicos se reflejarán en acciones en el mercado que, a su vez, se traducirán en modificaciones del tipo de cambio. Los mercados monetarios de las monedas de los países desarrollados son lo suficientemente fuertes como para permitir que funcione un mercado "a futuro" donde los interesados pueden adquirir "cobertura" contra los riesgos del tipo de cambio. No

obstante, con cobertura o sin ella, a menos que la política en materia de tipos de interés esté estrechamente vinculada con los tipos de cambio esperados, las fluctuaciones de los tipos de interés internos u otros factores que influyen en la composición deseada de los activos y pasivos tenderán a producir apreciables movimientos de capital. En la práctica, esta relación es muy difícil de lograr por lo que lo más probable es que los tipos de cambio varíen sensiblemente al cabo de un corto tiempo.

Por otra parte, es posible que los cambios producidos a través de la cuenta de capital tiendan a fortalecer los de la cuenta corriente. Una cuenta corriente desfavorable producirá expectativas de devaluación. Al mismo tiempo, a raíz de la devaluación esperada aumentarán el costo esperado del endeudamiento externo o el beneficio que se espera obtener de las inversiones en el exterior, como consecuencia de lo cual se producirá un desequilibrio de la cuenta de capital de signo análogo al de la cuenta corriente. Como, según se señaló, los ajustes de la cuenta corriente se producen en forma lenta, lo más probable es que, debido a ello, el tipo de cambio varíe en forma relativamente marcada o por lo menos se mueva en un sentido determinado por algún tiempo para luego invertirse en un ciclo que tardará dos o tres años en desarrollarse plenamente.

d) Las marcadas fluctuaciones de los tipos de cambio contribuyen a fomentar tendencias proteccionistas en el comercio mundial. A medida que algunas monedas se valorizan, el país emisor confrontará un desmejoramiento de sus condiciones de competencia, mientras que los países deficitarios, cuyas monedas disminuyen de valor, tienden a ceder más fácilmente ante los partidarios de adoptar políticas proteccionistas, por razones de balance de pagos. De esta manera, se reduce sustancialmente la resistencia global al proteccionismo, y si al mismo tiempo, por ésta y por otras razones, la economía mundial se expande en forma demasiado pausada, todo se presta para que proliferen los controles directos y las restricciones no arancelarias, y para que se incrementen los aranceles que gravan el comercio.

2. La transmisión de las alteraciones económicas en el plano internacional

Se esperaba que un sistema de tipos de cambio fijos tendería a igualar las tasas mundiales de inflación, puesto que toda discrepancia produciría desequilibrios en los pagos externos que obligarían al ajuste. No obstante, como los tipos de cambio no eran totalmente fijos, se podría esperar un pequeño margen de discrepancia en las tasas de inflación, por encima de la emanada de las distintas tasas de variación de la productividad en los diferentes países. Entre 1960 y 1970 la tasa de inflación promedio de nueve países industrializados¹ fue de 3.5%, con una desviación estándar de 1.5 y un coeficiente de variabilidad de 0.43%. Se sostuvo que la flotación permitiría que la política monetaria interna fuese más flexible, ya que las fluctuaciones del tipo de cambio pondrían a los países a cubierto de los choques externos. Por estas razones, a partir de 1973 las tasas de inflación deberían haber diferido más que antes, y particularmente más que antes de 1970.

Sin embargo, las pruebas empíricas no confirman esta expectativa. Entre 1974 y 1976 la inflación anual de los mismos nueve países considerados alcanzó un promedio de 11.3%, con una desviación estándar de 4.8% y un coeficiente de variabilidad de 0.42%: es decir, este coeficiente fue prácticamente igual a aquel de los años sesenta, mientras que en el período comprendido entre 1970 y 1973, que fue de transición, la tasa promedio de inflación fue de 6.5%, con una desviación estándar de 1.7 y un coeficiente de variabilidad de 0.26. Por lo tanto, en apariencia los tipos de cambio flotantes no contribuyeron mucho a defender a los países de las alteraciones externas. Para explicar este resultado pueden plantearse algunas hipótesis que no es del caso analizar en este documento. Por ahora, basta con señalar que la flotación no ha puesto a los países a cubierto de los choques externos. La flotación no es un sustituto de políticas internas responsables.

3. Creación de liquidez internacional

El sistema actual ha complicado bastante el concepto mismo de liquidez internacional. Cuando eran las autoridades las que acumulaban la mayor parte de las reservas externas, el concepto era claro. Pero apenas el sector privado asumió en forma parcial o total la responsabilidad de intervenir en el mercado, el concepto de liquidez internacional se hizo vago e impreciso. ¿Debería considerar únicamente las reservas oficiales? ¿O habría que tomar en cuenta, en alguna forma, las tenencias privadas? Estas preguntas no son tan sólo académicas, puesto que hay una enorme diferencia entre tenencias oficiales y tenencia "total" de divisas —y oro y DEG— (la segunda duplica por lo menos las primeras).

En un sistema de tipo de cambio flotante, es válido estimar que la tenencia privada de divisas constituye "liquidez internacional", puesto que en el sector privado debería existir demanda de dichas tenencias y si ella no es satisfecha, dicho sector buscará formas de hacerlo, aun creando nuevos instrumentos de liquidez. En un mundo donde, por lo general, las operaciones en divisas de los bancos de los países industrializados y de los centros financieros situados fuera de los países industrializados no están sujetas al mismo tipo de controles que sus operaciones en moneda nacional, la oferta de liquidez internacional llega a determinarse por la demanda. Y en la medida en que las tenencias de divisas del sector privado son un buen sustituto del dinero interno (o nacional), las fluctuaciones de la oferta de las primeras influirán en la demanda del segundo. A través de este proceso los bancos centrales nacionales pierden el control sobre el conjunto de cifras que pueden catalogarse como dinero. Ello no se debe al hecho de que no puedan controlar la oferta de dinero interno a corto plazo, sino a que varía la demanda de dicho dinero, de tal manera que el control o reglamentación no sólo de la tasa de crecimiento de la liquidez internacional, sino también de la liquidez en general, se hace mucho menos efectivo. Como es natural, si la oferta de liquidez en la forma de divisas llega a determinarse fundamentalmente por la demanda, habrá de mermar la importancia relativa de los DEG.

II

Los efectos en países latinoamericanos y en otros países en desarrollo

Tal como funciona actualmente el sistema, o la falta del mismo, lo más probable es que los tipos de cambio de las principales monedas tengan fluctuaciones bastante marcadas y reiteradas. La mayoría de los países latinoamericanos, así como otros países menos desarrollados, fijan la paridad de sus monedas con relación a una u otra de las principales monedas o a un conjunto de ellas. Tienen que hacerlo porque la mayoría de ellos carece de mercados financieros o monetarios suficientemente desarrollados como para proceder de otra manera, ya que el Banco Central es la única entidad capaz de absorber el exceso de oferta o demanda de moneda nacional a corto plazo. Sin embargo, fijar la paridad con relación a otra moneda significa que el valor externo de la moneda nacional sigue el de la moneda con relación a la cual se fija su paridad, y las fluctuaciones de esta moneda se ajustan a las necesidades del país que la emite y no a las del país que la sigue. Por lo tanto, la flotación entraña un costo para los países menos desarrollados que se expresa en influencias desestabilizadoras de sus economías. Además, la flotación tiende a desalentar la asignación de recursos adicionales a la producción de bienes comerciables, ya que se introduce un elemento de incertidumbre en todos los cálculos relativos a las actividades asociadas al comercio exterior. En la mayoría de los casos, los exportadores de los países menos desarrollados ni siquiera pueden obtener cobertura porque no existe mercado a futuro para sus propias monedas.

No obstante, hay problemas más serios que éste. Pues, así como la flotación no impide que los países se vean sacudidos por golpes externos, tampoco resuelve el problema del ajuste a corto o a mediano plazos e incluso puede agravarlo. Es un hecho conocido que si existe un grupo de países que registra un prolongado excedente en cuenta corriente, debe existir otro que acuse déficit, y la flotación no corregirá esta situación. A la larga, puede ocurrir que la flotación equilibre el balance de pagos en su conjunto, pero tal vez nunca produzca equilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos. Como se vio, de hecho es posible que a corto plazo la flotación de la cuenta corriente del balance de pagos y del balance de pagos en su conjunto, tenga un efecto desestabilizador.

En realidad, el equilibrio de la cuenta corriente no es la situación ideal. Los países en desarrollo no exportadores de petróleo son importadores netos de capital, de manera que sí les conviene que la cuenta corriente acuse déficit, con el que se financiará el superávit de la cuenta de capital. En el caso de América Latina, el déficit promedio en cuenta corriente registrado por los países no exportadores de petróleo entre 1974 y 1978 fue cinco veces superior al del período de 1966 a 1970. El excedente de capital debería ser lo bastante grande como para cubrir el déficit de la cuenta corriente y el aumento necesario de las reservas. Sin embargo, el superávit de la cuenta de capital es tan sólo una forma más honrosa de referirse a un incremento neto de la deuda externa, ya que las transferencias sin contrapartida son insignificantes y la inversión extranjera directa no aumenta y se concentra en unos pocos países. En todo caso, el endeudamiento neto reciente representa por lo menos 80% del superávit de la cuenta de capital de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.

Pese a los niveles ya alcanzados por dicho endeudamiento (más de 100 mil millones de dólares para los países latinoamericanos no exportadores de petróleo a fines de 1978) para que continúe el proceso de desarrollo y para que los recursos del mundo sean distribuidos de manera más eficiente, dichos niveles deberán seguir elevándose durante muchos años. (Los cuadros 1 y 2 se refieren al financiamiento y al endeudamiento globales de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo.) Sin embargo, la inestabilidad adicional a corto plazo del balance de pagos, que es un subproducto de la flotación, no facilita a los países industrializados la adopción de decisiones oficiales sobre el financiamiento a largo plazo de desarrollo, mientras que los mercados financieros privados se expanden rápidamente. Por lo tanto, las condiciones de la nueva forma de financiamiento son bastante peores que las del pasado, tanto en lo que respecta a los tipos de interés como a los plazos de amortización. La "carga de la deuda" se convierte en un problema para obtener nuevos préstamos, problema que es más bien consecuencia del sistema actual y no del "mal comportamiento", aunque también suele darse éste. Por otra parte, a medida que se deterioran las condiciones de la deuda, los países prestatarios deben aumentar sus reservas tanto para presentar una mejor "imagen" como para estar en condiciones de neutralizar las posibles salidas de capital. Así, pues, a medida que empeoran las condiciones, tiende a crecer la tasa necesaria de acumulación de reservas, y lo mismo sucede con el endeudamiento anual neto requerido.

Una de las maneras obvias en que los países menos desarrollados podrían resolver este problema sería aumentando las exportaciones. Si éstas crecieran a un ritmo acelerado, podrían reducirse tanto la "carga de la deuda" como el déficit de la cuenta corriente. No obstante, como ya se señaló, en las actuales circunstancias los países desarrollados tienden a ceder más fácilmente a las presiones proteccionistas, de tal manera que esta solución no parece factible. De hecho, un artículo publicado recientemente en el *Boletín del FMI* llega a la conclusión de que el proteccionismo ha aumentado últimamente de manera significativa y que la tendencia no lleva visos de declinar.² Cabe lamentar que esta tendencia haya surgido precisamente ahora que varios países menos desarrollados, a lo menos de América Latina, aplican una estrategia de apertura al exterior.

Para que esta estrategia logre éxito tendría que satisfacer dos requisitos previos: contar con mercados en el extranjero y disponer de financiamiento externo. Los primeros son objeto de creciente protección de la competencia externa. El último puede obtenerse, pero en condiciones que sólo son compatibles con un crecimiento acelerado de las exportaciones de los países menos desarrollados.

Cuadro 1

**FINANCIAMIENTO EXTERNO DE LOS PAISES LATINOAMERICANOS
NO EXPORTADORES DE PETROLEO**

(Miles de millones de dólares)

	1966- 1970	1974	1975	1976	1977	1978 ^a
Déficit en cuenta corriente ^b	-2.0	-13.1	-16.1	-11.5	-8.0	-9.5
Aumento de las reservas ^c	0.4	-0.7	-2.2	4.9	3.9	8.5
Uso de financiamiento externo (usos)	2.4	12.4	13.9	16.4	11.9	18.0
Financiamiento externo neto (fuentes)	2.5	12.6	14.4	16.2	10.5	16.0
Inversión directa	0.7	1.6	2.3	2.2	(2.3)	3.0
Donaciones	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	
Préstamos netos ^d	1.7	10.9	12.0	13.8	(8.0)	13.0
Préstamos de fuentes oficiales	0.9	1.9	1.9	(2.0)	(2.2)	3.0
Multilaterales	0.4	0.9	0.8	(0.9)	(1.0)	
Bilaterales	0.5	1.1	1.0	(1.1)	(1.2)	
Créditos de fuentes privadas	0.8	9.0	10.1	11.8	(5.8)	10.0
Créditos de los abastecedores	0.4	0.2	0.1	0.6	(0.6)	1.5
Bancos comerciales	0.3	8.2	8.2	7.5	4.7	5.5
Bonos	-	0.1	0.2	0.5	(1.0)	2.0
Otros y sin asignar	0.1	0.6	0.6	2.2	-0.5	1.0

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Balance of Payments Yearbook*; Bank for International Settlements: Suplementos de julio y diciembre de 1978 y *Yearbook*; estimaciones de la CEPAL.

^a Todas las cifras correspondientes a 1978 son provisionales.

^b Excluye las donaciones oficiales.

^c El signo positivo indica un incremento de las reservas.

^d Incluye préstamos no compensatorios y compensatorios a largo, a mediano y a corto plazo.

Cuadro 2

**ESTIMACION DEL ENDEUDAMIENTO GLOBAL DE LOS PAISES
LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES DE PETROLEO**

(Miles de millones de dólares)

Año	Deuda garantizada por el Estado	Deuda a los bancos no garantizada	Endeudamiento global ^a
1974	31.51	19.76	51.72
1975	38.05	24.50	63.48
1976	48.74	30.65	81.28
1977	59.00	32.00	91.00
1978 ^b	68.00	37.00	106.00

^a Incluye la deuda con el FMI.

^b Las cifras correspondientes a 1978 son provisionales.

III

¿Qué puede hacerse para resolver, o por lo menos atenuar las dificultades con que tropieza actualmente el sistema monetario y financiero?

Al menos algunas de las causas de las dificultades antes señaladas pueden atribuirse a problemas propios del proceso de ajuste y de la creación de liquidez. Si el proceso de ajuste marchara sin tropiezos y la liquidez internacional creciera a una tasa razonablemente estable, desaparecerían las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio y no se debilitaría tanto la voluntad para resistir las medidas proteccionistas.

Podría sostenerse que el proceso de ajuste marcha bien cuando optar entre un tipo de cambio fijo o uno flotante llega a carecer de importancia. En otros términos, si se coordinaran estrictamente las políticas internas de los principales países industrializados no habría que modificar sus tipos de cambio entre sí a corto plazo y, por lo tanto, la flotación sería innecesaria. Espero que a estas alturas resulte evidente cuán importante es para los países menos desarrollados que los tipos de cambio sean más estables y el proceso de ajuste más parejo.

Pero, naturalmente, la estrecha coordinación de las políticas internas es un ideal muy difícil de alcanzar. Los diversos países tienen instituciones, grupos de intereses y fuerzas políticas y sociales diferentes. Por ejemplo, algunos países pueden exportar a sus desempleados y, por lo tanto, están en mejor situación que otros de aceptar políticas económicas más restrictivas.

No obstante, por difícil que sea, estimo que habría que seguir tratando de asegurar una coordinación más estrecha de las políticas económicas entre los países industrializados. Como es natural, dicha coordinación debería tener presente las necesidades globales, reconociendo el déficit de cuenta corriente de los países en desarrollo y facilitando su financiamiento. De esta manera, se lograría que el proceso de transferencia de los recursos reales fuese más armónico. Para asegurarse de que se tendrán en cuenta las necesidades globales, los países menos desarrollados deberían participar de alguna manera en las discusiones sobre coordinación de políticas que tienen lugar entre los países industrializados.

En esta materia desempeñan un papel importante los informes que ofrecen una visión global de la economía mundial. Por ejemplo, debería dárseles mayor difusión a los excelentes informes periódicos del FMI sobre las perspectivas económicas mundiales. Tal vez el comité interino de la Junta de Gobernadores del Fondo debería consagrar por lo menos una sesión completa durante el año a evaluar y analizar la situación económica mundial. Sin embargo, en muchos países la coordinación de políticas hiere puntos muy sensibles y por esta razón exige cierto grado de participación formal de los gobiernos en el más alto plano político.

No obstante, para todos los países, tanto en desarrollo como desarrollados, es importante mejorar el proceso de ajuste.

Todos los esfuerzos que se destinen a alcanzar la meta de coordinación de las políticas valen la pena. Sin embargo, no puede esperarse que por sí solos tales esfuerzos sean plenamente efectivos por lo que aun antes de mejorar la coordinación hay que adoptar algunas medidas en campos particularmente difíciles:

a) Debería establecerse el pago de las obligaciones internacionales con activos, a fin de crear un incentivo de ajuste en los países de moneda de reserva. Si lo corriente fuese pagar con activos, los países no podrían cumplir sus compromisos internacionales simplemente aumentando su pasivo en el extranjero. Por lo tanto, si un país de moneda de reserva incurriera en déficit, lo cubriría con activos, como cualquier otro país. El incentivo en favor del ajuste aparecería a medida que se agotan tales activos.

b) Debería crearse en el FMI una cuenta para sustituir las monedas de reserva por DEG. Su función consistiría en reducir al mínimo las presiones de que son objeto los tipos de cambio como consecuencia de las modificaciones que las autoridades monetarias desean introducir en sus carteras de divisas. Los países emisores de la moneda acumulada en la cuenta la recuperarían dentro de un plazo convenido, a cambio de DEG. En realidad, esta sería una forma en que los países industrializados podrían consolidar su deuda a corto plazo. A medida que estos países recuperen la moneda que tienen en la cuenta, los DEG allí acumulados podrían utilizarse para otorgar préstamos a largo plazo a los países menos desarrollados. Esta operación podría denominarse "vínculo de sustitución".

c) Los países cuyas reservas netas excediesen, por ejemplo, las importaciones correspondientes a cuatro meses y aumentasen a un ritmo más acelerado que una determinada tasa anual pagarían un impuesto sobre sus reservas. Una de las formas de aplicar este concepto sería, por ejemplo, no asignar DEG a tales países en una futura distribución, destinándose los DEG no asignados a ellos a los países menos desarrollados en proporción a sus cuotas en el FMI. De esta manera, se alentaría a los países con superávit a realizar el ajuste. Esto podría llamarse "vínculo de ajuste".

d) Debería establecerse un servicio de refinanciamiento de la deuda, quizá como empresa conjunta del Banco Mundial y del FMI. El servicio funcionaría con arreglo a un sistema similar al del servicio del petróleo del FMI. Los países en desarrollo tendrían acceso a él, a voluntad, sobre la base de un conjunto de indicadores preestablecido, pero el monto y condiciones del refinanciamiento se estudiaría caso por caso. El servicio de refinanciamiento sería una contrapartida natural de los países menos desarrollados a una cuenta de sustitución para los países de moneda de reserva.

e) Debería establecerse un foro para analizar periódicamente y en forma conjunta los problemas monetarios del comercio y del desarrollo, que están tan estrechamente vinculados, destacándose las principales tendencias y medidas de política sugeridas. Dicho foro podría evaluar la contribución global al desarrollo de cada país industrializado teniendo presente el aporte realizado a través del comercio y a través de la ayuda y otras corrientes financieras. Lo ideal sería crear algún tipo de tribunal económico internacional que se pronunciara, en especial, sobre las prácticas comerciales restrictivas, y estableciese una indemnización por los daños económicos ocasionados. Los países podrían entonces apreciar si les conviene o no aplicar medidas proteccionistas y pagar indemnización por ellas. Este concepto de "proteccionismo indemnizado" podría perfeccionarse aún más como una manera de permitir cierta libertad a los países al respecto, pero contemplando pagos compensatorios a los países perjudicados en el proceso. La multipolaridad del mundo actual imparte cierto realismo a esta propuesta.

Como es natural, la mayoría de esta ideas no son ni nuevas ni realistas. Sin embargo, el problema del desarrollo habrá de acompañarnos por un tiempo lo suficientemente prolongado como para permitirnos aplicar en este momento algunos criterios poco realistas. A nuestro juicio, a medida que pase el tiempo, se hará cada vez más evidente que el desarrollo no es un problema que atañe exclusivamente a los países en desarrollo, sino al mundo en general. En ello nos basamos para considerar no sólo los problemas de los países latinoamericanos, o de todos los países en desarrollo, sino también los que aquejan a la economía mundial con los cuales estos últimos países se encuentran tan estrechamente vinculados.

NOTAS

¹ Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Reino Unido y Estados Unidos.

² "La liberación del comercio pierde terreno, pues se intensifican las medidas restrictivas", *Boletín del FMI*, 16 de abril de 1979.

Apertura financiera y el proceso de ajuste

Carlos Massad

El propósito de este trabajo es explorar algunos aspectos del papel de los movimientos de capitales en el equilibrio externo e interno, con especial énfasis en la deuda externa.

La primera sección contiene una introducción. La segunda explora el mecanismo de ajuste tanto en el caso de economía abierta como en el de economía cerrada al movimiento de bienes o capitales. La tercera sección pretende evaluar el "peso de servir la deuda", su medición y su evolución en los últimos años para la América Latina. La cuarta y última sección contiene las principales conclusiones.

Este artículo fue presentado a la II Conferencia Internacional sobre América Latina y la Economía Mundial, Instituto Torcuato di Tella, celebrada en Buenos Aires, Argentina, en agosto de 1980. Posteriormente fue publicado en *América Latina y la Transformación Económica Mundial*, Javier Villanueva (Compilador), Instituto Torcuato Di Tella, Buenos Aires, 1981, bajo el título "Movimiento de Capitales en América Latina".

I

Introducción

Los movimientos de capitales han producido preocupación tanto a nivel nacional como internacional desde hace mucho tiempo. El período entre las dos guerras mundiales fue testigo de movimientos sustanciales de capitales entre países, y la gran crisis mundial de los años 30, que terminó con un período relativamente prolongado de libertad cambiaria y convertibilidad, terminó también con mercados de capitales relativamente desarrollados en el mundo.

El impacto de la gran crisis se reflejó también en la organización del sistema monetario internacional que emergió a mediados de la cuarta década de este siglo. El convenio constitutivo del FMI acordado en Bretton Woods contempló el compromiso de libertad irrestricta en los pagos corrientes mientras mantenía abierta la posibilidad de controles directos en los movimientos de capitales.

A esa altura, sin embargo, la falta de mercados de capitales desarrollados y de convertibilidad, así como la existencia de controles cambiarios de diversos tipos, dejaban apenas la posibilidad práctica de movimientos de capitales de fuente oficial hacia usuarios también oficiales.

Recién con el reaparecimiento de la convertibilidad de las principales monedas europeas, a mediados de la década de 1950, comienza a aparecer un mercado de capitales privado de cierta importancia.

A partir de entonces se vuelve posible y conveniente la transnacionalización de los bancos nacionales mayores en los principales países, lo que permitió facilitar el crecimiento en las transferencias de recursos financieros tanto entre países como entre monedas. Utilizando las facilidades provistas por una red bancaria internacional cada vez más eficiente e interconectada, se hizo posible transferir grandes cantidades de recursos de un país a otro o de una moneda a otra de manera casi instantánea. Estipulada una diferencia de rendimiento, real o imaginaria, en colocaciones de corto plazo entre dos países o entre dos monedas, los fondos podían fluir masivamente con el fin de aprovechar tal diferencia neta de riesgo. Así el país receptor de los recursos que intentaba sostener su propia moneda debía acumular enormes cantidades de la moneda extranjera a cambio de la moneda nacional con un aumento en la oferta monetaria doméstica. Por su parte el país proveedor de los fondos, si quería defender su moneda sólo podía hacerlo a cambio de una contracción de su oferta monetaria interna y una fuerte pérdida de reservas. Así los mecanismos institucionales existentes facilitaron la manifestación de los desequilibrios monetarios en la forma de fuertes movimientos de capitales de corto plazo que hicieron imposible la mantención del sistema monetario internacional establecido.

Ya desde mediados de los años 60 los mercados privados de capitales de corto y largo plazo habían alcanzado cierta importancia y su crecimiento a partir de entonces, como puede verse en el cuadro I, fue vertiginoso. Este crecimiento abría una puerta adicional para el financiamiento de la balanza de pagos y del desarrollo: el capital privado de corto y mediano plazo en la forma de deuda. Previo a la existencia de este mercado la única fuente de cierta envergadura de financiamiento externo privado era la inversión extranjera directa. Así, los países en desarrollo que buscaban financiamiento externo tenían acceso a

dos fuentes: las fuentes oficiales y la inversión directa extranjera. Ambas fuentes representaban obligaciones contraídas a plazo largo y, en el caso de los préstamos oficiales, a tasas de interés inferiores a las existentes en el mercado. Al abrirse y extenderse las fuentes privadas de financiamiento en la forma de préstamo, tendieron a reducirse los plazos y a incrementarse los intereses de la deuda. Estos últimos se hicieron flotantes en relación con alguna tasa de mercado incorporando en alguna medida la inflación futura esperada en los centros proveedores de capitales.

Estos desarrollos institucionales abrieron nuevas opciones a los países en desarrollo para enfrentar sus desequilibrios de pagos externos. Cuando sólo existía la posibilidad de financiamiento oficial, cuyo monto máximo era bastante previsible, cualquier desajuste de la balanza de pagos por encima de dicho financiamiento tenía que afrontarse con las propias reservas o mediante la aplicación de medidas que pudiesen asegurar un ajuste relativamente rápido de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estas medidas incluyen generalmente una alteración brusca de la paridad cambiaria y una restricción de la demanda interna con el fin de lograr un menor traspaso de la alteración en la paridad hacia los precios internos y una menor absorción de los bienes transables por parte de la economía nacional, apuntando ambos efectos en la dirección apropiada. Sin embargo estas medidas implicaban un efecto, a veces intolerable, sobre el nivel de empleo, por lo que existía una fuerte tentación de aplicar restricciones a las importaciones y subsidios a las exportaciones, tanto directamente como disfrazadas bajo las formas de sistemas cambiarios múltiples, recargos y exenciones tributarias, sistemas de créditos subsidiados o directamente restringidos, etcétera.

Los movimientos de capitales de corto plazo se reflejaban principalmente en acumulación o desacumulación de divisas por parte del sector privado nacional y por tanto todos los movimientos estaban limitados por la disponibilidad de dichas reservas en manos privadas nacionales y por la capacidad de financiamiento del sector privado nacional.

Cuadro 1

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS EXTERNOS DE BANCOS DE DEPOSITO
DE LOS PRINCIPALES PAISES EUROPEOS, ESTADOS UNIDOS,
JAPON Y CENTROS EXTRANACIONALES

	<i>Miles de millones de dólares a fines de cada año</i>	<i>Tasas de crecimiento anual (porcentajes)</i>
1965	32.8	-
1966	38.6	17.7
1967	44.7	15.8
1968	62.5	39.8
1969	94.5	51.2
1970	118.1	25.0
1971	156.1	32.2
1972	213.3	36.7
1973	199.6	40.5
1974	388.8	29.8
1975	467.6	20.3
1976	574.1	22.8
1977	697.7	21.5
1978	916.8	31.4
1979	1 185.5	29.3

Fuente: Fondo Monetario Internacional: *International Financial Statistics*, 1979 y julio de 1980.

En años recientes, la amplitud de los mercados financieros y la posibilidad abierta de que el sector privado extranjero pueda acumular y desacumular valores expresados en monedas externas hacen posible que los movimientos de capitales de corto plazo puedan alcanzar montos muy elevados. De aquí que se haya abierto como nueva opción la de "financiar" los desajustes en las cuentas corrientes (o los aumentos deseados de reservas oficiales) con mucho mayor facilidad que en el pasado.

II

El mecanismo de ajuste y el financiamiento

Dada la facilidad actual de los movimientos de capitales es conveniente revisar el proceso a través del cual la economía de un país pequeño se ajusta frente a los desequilibrios monetarios internos. Este análisis tiende a centrar la atención en los movimientos de capitales de corto y mediano plazo más que en aquellos de largo plazo. Pero la importancia rápidamente decreciente del financiamiento oficial ha significado que el capital de largo plazo en el conjunto de la deuda externa de un país haya perdido importancia relativa.¹

Supóngase que la autoridad de un país expande el crédito interno más allá de lo que se demanda para mantener en la forma de dinero. Aparece en esta economía un exceso de oferta de dinero y como consecuencia un exceso de demanda tanto de bienes como de valores, incluidos en estos últimos valores expresados en moneda extranjera. Si la economía en referencia fuera totalmente cerrada al exterior, y si se espera que el exceso de oferta de dinero sea transitorio, éste se traduciría en una reducción de las tasas internas de interés y en un aumento del gasto interno, tendiendo ambos efectos a producir una presión inflacionaria y/o un incremento en el ingreso real. La economía se ajustaría mediante la elevación de los precios internos y/o del ingreso real y la baja transitoria de la tasa de interés desaparecería volviendo ésta a su nivel normal una vez que el aumento de precios o del ingreso hubiese hecho desaparecer en términos reales el exceso de oferta monetaria.

En cambio, si la economía fuese completamente abierta al exterior tanto en las transacciones de bienes como en los movimientos de capitales, el proceso de ajuste sería distinto. El exceso de oferta monetaria tendría como contrapartida un exceso de demanda de valores y de bienes. Si el tipo de cambio nominal es fijo, el exceso de la demanda de valores tendería a provocar una transferencia de capitales hacia valores expresados en moneda extranjera, lo que es la llamada "salida de capitales". Por su parte, cualquier exceso de demanda de bienes presionaría en la dirección de un aumento de las importaciones y una reducción de las exportaciones generando así un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Ambos efectos, en el mercado de bienes y servicios y en el mercado de valores, actúan en la misma dirección, contribuyendo a generar un déficit global en la balanza de pagos. La contrapartida de este déficit es una reducción en el nivel de reservas oficiales externas y una reducción en la oferta de dinero, que haría desaparecer el exceso de oferta monetaria nominal sin que necesariamente se produjeran variaciones en los precios internos.

Estos dos casos extremos, el de completo aislamiento y el de total apertura, son casos límites, pero que ayudan a comprender los casos más complejos y más frecuentes de apertura parcial, así como de apertura total de capitales, o de bienes, pero no de ambos.

De la múltiple gama de combinaciones posibles entre diversos grados de apertura en los movimientos de capitales y aquellos en el comercio de bienes, conviene seleccionar dos que permitan ilustrar con mayor realce algunos casos empíricos: apertura total en el

comercio de bienes con total ausencia de movimientos de capitales no compensadores y apertura total en los movimientos de capitales con economía cerrada a las transacciones de bienes.

1. *Apertura al comercio de bienes*

Considérese el primero de estos casos. Partiendo de una situación de equilibrio, con tipo de cambio fijo, una expansión del crédito interno por encima del que podría absorber la demanda de dinero implicaría un exceso de oferta monetaria; éste presionaría en la dirección de un aumento de la demanda interna de bienes y servicios y de una caída en las tasas internas de interés (supuesto que el exceso de oferta se espera que sea transitorio). La baja en las tasas de interés no incidirá en una mayor demanda por activos financieros externos, ya que se supone que los movimientos de capitales son inexistentes, pero en cambio sí contribuirá al incremento de la demanda interna, tanto de bienes transables internacionalmente como de no transables. Si todos los bienes y servicios fuesen transables, entonces la mayor demanda interna se volcaría hacia un aumento de las importaciones y una caída de las exportaciones. Todo el efecto del exceso de oferta monetaria se reflejaría en un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En cambio, si no todos los bienes fuesen transables, habría un exceso de demanda en el mercado de bienes no transables y un aumento en su precio relativo. Aquí aparece una presión inflacionaria transitoria en la medida en que no se produzcan nuevos excesos de oferta monetaria. El exceso de oferta se absorbe por dos vías: el déficit en los pagos externos, que tiende a reducir la oferta nominal de dinero, y el aumento de los precios de los bienes y servicios no transables, que tiende a reducir la oferta monetaria en términos reales. Este puede no ser un equilibrio de largo plazo.

Dado que no existe la posibilidad de transformar activos financieros internos en externos, la tasa de interés interna se mantendrá por debajo de su nivel de equilibrio hasta que el déficit en la cuenta corriente permita absorber, vía pérdida de reservas oficiales, el excedente monetario. Por su parte, la caída en la tasa interna de interés y el incremento de la demanda tenderán a incrementar, al menos transitoriamente, el nivel de empleo.

Considérese el caso inverso en el que existe un exceso de demanda de dinero. En este caso, el resultado será un incremento en la tasa interna de interés y un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos con un retorno al equilibrio una vez que el superávit haya generado suficiente dinero adicional (vía aumento de las reservas oficiales) para lograr equilibrio entre oferta y demanda de dinero; mientras tanto, el nivel interno de empleo puede sufrir un deterioro. En una economía como ésta, el nivel de los precios internos está determinado por el exterior y la inflación interna tenderá a ser igual a la externa, apropiadamente medida (la medición pertinente debe tomar en cuenta la composición específica de la canasta de bienes del país en cuestión). En cambio, al menos en el corto plazo, las tasas de interés internas están determinadas por la política monetaria, por lo que puede diferir de manera sustancial de las tasas de interés prevalecientes en los mercados externos.²

En un caso como el analizado debería esperarse entonces que los niveles internos de precios tuvieran estrecha relación con los internacionales mientras que las tasas de interés pudieran no tenerla.

2. *Apertura al movimiento de capitales*

Considérese ahora el segundo caso elegido: una economía cerrada a los movimientos de bienes pero completamente abierta a los movimientos de capitales. Supóngase nuevamente que se parte de un punto de equilibrio y que se genera un exceso de oferta monetaria mediante la expansión del crédito interno. Este exceso de oferta presionará, tal como en el

caso anterior, hacia una baja en la tasa de interés doméstica y hacia un aumento en la demanda de bienes. La tendencia hacia abajo en las tasas de interés genera un cambio en la composición de los activos financieros en favor de aquellos expresados en moneda extranjera, ya que las tasas internas de interés tenderán a ser más bajas que las externas. Sin embargo, la posibilidad de adquirir activos externos hará que esta reducción en la tasa sea prácticamente nula, si los capitales pueden moverse con facilidad. Mientras menor sea dicha facilidad de movimiento (o mayor el costo), mayor será la diferencia transitoria que se produzca entre ambas tasas de interés.

Por otra parte, el aumento en la demanda de bienes no se reflejará en un aumento de importaciones y reducción de exportaciones ya que esta economía está cerrada a los movimientos internacionales de bienes. Por tanto, todo el impacto del incremento en la demanda de bienes se refleja, bajo condiciones de ocupación plena, en incremento en el nivel interno de precios. En este caso, por tanto, se observará que las tasas internas nominales de interés están estrechamente vinculadas a las internacionales, mientras que el nivel interno de precios podrá apartarse sustancialmente, al menos por algún tiempo, de los niveles externos.

En estos dos casos se ha hecho abstracción del tiempo que tomará el proceso de ajuste y de posibles variaciones cambiarias, con el fin de destacar los que a mi juicio son los elementos fundamentales del análisis del proceso de ajuste ante desequilibrios monetarios internos. De las consideraciones anteriores debe quedar claro que en las economías reales no puede desvincularse el análisis de la cuenta corriente de la balanza de pagos de aquel de la cuenta de capitales. Ambos están vinculados entre sí y esta vinculación es tanto más estrecha cuanto más amplia la posibilidad de que los movimientos de capitales puedan manifestarse. En realidad, bajo este enfoque, el saldo global de la balanza de pagos queda determinado por la magnitud del desequilibrio monetario interno, mientras que la composición de dicho saldo depende de cómo se refleja dicho desequilibrio en el mercado de bienes y en el de valores.³

3. *La velocidad del ajuste*

Cabe esperar que la velocidad de ajuste de la cuenta de capitales sea mayor que aquella de la cuenta corriente. Los movimientos de capitales representan cambios en la composición de las carteras de activos y pasivos financieros, los que pueden realizarse sin demora. En cambio, para alterar importaciones y exportaciones se requiere tiempo para detectar cuáles variarán, desde qué mercados y aun para realizar las inversiones necesarias en ciertos casos. En las circunstancias institucionales actuales, los capitales pueden moverse casi instantáneamente, no así los bienes.

Estudios preliminares realizados en CEPAL confirman esta visión. Utilizando un modelo basado en el enfoque monetario de la balanza de pagos, Valeriano García ensayó una estimación del tiempo necesario para el ajuste en la cuenta corriente y en la cuenta de capital de la balanza de pagos para el período 1960-1976 en nueve países latinoamericanos. García distinguió entre el desequilibrio de acervo y el de flujo, y estimó los coeficientes de ajuste en la cuenta de capitales y en la balanza de pagos como un todo. En ambos casos encontró que la velocidad de ajuste es mayor en la cuenta de capitales, tanto para desequilibrio de flujo como para desequilibrio de acervo.⁴

En este punto conviene detenerse por un momento con el fin de considerar la facilidad relativa con que los movimientos de capitales pueden manifestarse frente a distintos grados de control. La experiencia europea en años recientes, reflejada en informes de la OCDE y del FMI, parecería mostrar que las vías institucionales existentes hacen completamente fútiles los intentos de control. Ricardo Arriazu, en un estudio reciente para un grupo de países de América Latina, alcanza la misma conclusión y va más

allá: cuando el control de los movimientos de capitales tiende a incrementarse, los movimientos se hacen aún mayores, y en dirección opuesta a la deseada. La evidencia empírica parece dejar en claro que el orden de secuencia de causa y efecto es el aquí señalado y no el inverso.⁵

Los movimientos de capitales de corto plazo no siempre juegan un papel equilibrador. Iniciado un flujo hacia un país, este flujo puede crear expectativas de revaluación de la moneda del país receptor haciendo aún más atractivo el flujo de capitales y, por tanto, incrementarlo. O una salida de capitales puede provocar expectativas de devaluación, acentuando así el incentivo para tal salida. De aquí que, en las circunstancias institucionales actuales, sea de extrema importancia que la política económica de cada país apunte hacia una adecuada combinación de tasas de interés y tasas de variación cambiaria que no faciliten la ocurrencia de movimientos de capitales desequilibradores.

III

La deuda externa

Las facilidades existentes para "financiar" un desequilibrio en la balanza de pagos llevan en sí un riesgo futuro. Puede argumentarse correctamente que en un mundo abierto a los movimientos de capitales, éstos tenderían a propagarse no sólo en una dirección. Por el contrario, es perfectamente posible y altamente probable que mientras un país esté recibiendo capitales del exterior, al mismo tiempo esté proveyéndolos al exterior en un proceso que tiene que ver no sólo con el rendimiento de dichos capitales sino también con el riesgo promedio de la cartera de dichas inversiones.⁶ Esto hace posible que al mismo tiempo que los inversionistas extranjeros se interesan por llevar inversiones al país en cuestión, los inversionistas de éste tengan incentivo para invertir en el exterior. Cuando se habla aquí de inversiones, implica no sólo lo que tradicionalmente se considera una inversión directa, sino además inversiones de tipo financiero, incluyendo préstamos.

Este último componente ha alcanzado elevados niveles en años recientes. La deuda externa de los países de América Latina no exportadores de petróleo alcanzaba a fines de 1979 casi 140 mil millones de dólares y se estima que llegará a fines de 1980 a 160 mil millones de dólares.

1. *La deuda externa y la evaluación de la solvencia*

Los prestamistas externos no observan el fenómeno de la deuda como una diversificación internacional de cartera, tomando en cuenta el hecho de que ellos no sólo prestan sino también reciben; la magnitud de la deuda de un país es evaluada sin tomar en consideración el hecho de que el país a su vez está "prestando" al exterior.

De acuerdo con las cifras elaboradas por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, a fines de 1979 los bancos en los principales países industriales y las sucursales de bancos de Estados Unidos en centros financieros de ultramar registraban un total de activos sobre países latinoamericanos de 122.7 mil millones de dólares, y pasivos por 52.4 mil millones de dólares.⁷ En otros términos, los países latinoamericanos considerados, que no incluyen el área del Caribe, habían recibido 122.7 mil millones de dólares en préstamos, pero habían a su vez "prestado" (depositado) 52.4 mil millones de dólares en los bancos incluidos.

Sin embargo, cuando se analiza la deuda externa, no se toma en consideración este hecho, a pesar de que la apertura del mercado de capitales al exterior tiende necesariamente a incrementar tanto el nivel de la deuda como el de las inversiones del país correspondiente en el exterior. Por este motivo el llamado "creditworthiness" se con-

vierte en una restricción no siempre apropiada del endeudamiento externo y, como se señaló más arriba, en un riesgo externo importante. Si por cualquier motivo la valoración externa del "creditworthiness", que traduciré por "solventia", se deteriora, puede cerrarse bruscamente la válvula del financiamiento externo obligando a un ajuste exagerado de la cuenta corriente de la balanza de pagos y/o de capitales, imponiendo políticas restrictivas internas que podría incrementar fuertemente el desempleo en el corto plazo. Este riesgo requiere de un manejo cuidadoso de la política interna, a la que le impone ciertas restricciones.

Como el endeudamiento externo no puede ser infinito por las razones señaladas, la demanda de inversión extranjera directa como forma de financiamiento futuro tenderá a aumentar a pesar de que, desde un punto de vista económico estricto, deuda e inversión directa extranjera son sustitutos muy cercanos.

El proceso de evaluación de la solventia externa de los países ha venido realizándose con sofisticación creciente por las instituciones acreedoras externas. Sin embargo, todavía estos procesos se basan en unos pocos indicadores que no permiten precisar correctamente la capacidad futura de pagos de un país. Si se recuerda que los países en el largo plazo siempre pagan sus deudas (cuando no se trata de una hecatombe mundial) y que también en el largo plazo todos los bienes son transables, la situación actual de la balanza de pagos, usada como el indicador más frecuente, no es necesariamente un buen indicador.⁸

2. *El peso de servir de deuda*

Por otro lado conviene aclarar también que algunos argumentos utilizados por algunos países deudores para disminuir la importancia de su deuda son falaces. Por ejemplo, se afirma que la inflación internacional disminuye el valor real de la deuda medida en términos de los recursos domésticos que se requieren para pagarla. Dos argumentos se oponen a esta afirmación. Uno, las tasas de interés sobre una proporción creciente de la deuda son flotantes e incluyen, al menos parcialmente, como se ha demostrado recientemente en los mercados financieros, las expectativas de inflación en los países acreedores. Y segundo, el costo para un país de servir su deuda no depende de la tasa internacional de inflación sino de cómo se comportan los precios de sus importaciones y exportaciones o, más generalmente, de cómo se comporta su tipo de cambio social.⁹

En efecto, un aumento del precio externo de los productos importados hace más costosa, en términos de recursos comprometidos, la generación de una unidad en divisas para servir la deuda. El aumento de precios de los productos importados implica que es necesario destinar sus recursos domésticos, presentes o futuros, para financiar el nivel real de importaciones, por lo que el costo marginal de obtener una unidad más de divisas se eleva. Por otra parte, un aumento del precio externo de las exportaciones provoca el efecto contrario. Tal aumento implica que es necesario destinar menos recursos reales domésticos para un dado volumen de importaciones, por lo que el costo marginal de generar una unidad más de divisas se reduce. Estas variaciones de precios se reflejarán en el valor social de la divisa. A falta de éste, una medida más apropiada que las usadas corrientemente, aunque no exacta, puede obtenerse deflactando las cifras de deuda externa por un índice de precios externos de las exportaciones y multiplicándolas por un índice de los precios externos de las importaciones. Esto es equivalente a dividir las cifras de valor nominal de la deuda por un índice de términos del intercambio.

Como se observa en el cuadro 2, mientras el incremento de la deuda nominal para los países no exportadores de petróleo de América Latina entre 1974 y 1979 es de un 174%, esta cifra se reduce a la mitad si se deflacta la deuda con un índice de precio de importaciones. En cambio, si se utiliza como deflactor un índice de los términos del

intercambio, la cifra se eleva a un 195%. Igualmente se observa en el cuadro que la tasa de crecimiento de la deuda así ajustada es muy similar tanto para aquellos países que en 1974 tenían una deuda externa mayor de 10 mil millones de dólares como para aquellos con deuda entre 1 y 10 mil millones de dólares.

Cuadro 2

**PAISES LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES DE PETROLEO:
DEUDA GLOBAL PENDIENTE A FINES DE CADA AÑO^a**

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979 ^b	Incremento porcentual entre 1974-1979
Valores nominales por grupos de países^c							
Grupo I (deuda: más de 10 mil millones)	31.6	40.7	54.7	63.0	76.6	92.0	191
Grupo II (deuda: entre 1 y 10 mil millones)	16.7	18.8	21.1	23.9	28.7	38.0	128
Grupo III (deuda: menos de mil millones)	3.9	5.4	7.0	8.2	10.5	13.0	238
Total	52.2	64.9	82.8	95.1	115.8	143.0	174
Valores reales							
Ajustado con precios de importación							
Grupo I	22.5	27.1	34.6	38.2	44.1	46.4	106
Grupo II	12.7	12.6	13.8	14.2	16.1	18.0	42
Grupo III	2.9	3.6	4.4	4.8	5.8	6.3	117
Total	38.1	43.3	52.8	57.2	66.0	70.7	86
Ajustado con términos de intercambio							
Grupo I	34.1	44.7	58.0	65.3	81.0	98.9	190
Grupo II	16.9	24.6	26.2	30.2	37.7	49.6	193
Grupo III	4.1	5.5	7.3	7.8	10.7	14.1	244
Total	55.1	74.8	91.5	103.3	129.4	162.6	195
Índice de precios (1973 = 100)^d							
Exportación							
Grupo I	129.0	136.7	149.5	159.3	164.6	184.6	
Grupo II	130.7	114.2	123.6	133.3	136.0	162.3	
Grupo III	132.3	151.2	153.5	181.9	179.4	192.6	
Importación							
Grupo I	140.2	150.2	158.5	165.2	174.0	198.3	
Grupo II	132.2	149.5	153.0	168.4	178.3	211.8	
Grupo III	136.9	153.4	160.1	172.1	182.0	208.4	

Fuente: Fondo Monetario Internacional: "Balance of Payments Yearbook"; Banco Mundial: "World Debt Tables", 1979; BIS: "Annual Report", junio 1980; estimaciones de CEPAL.

^aSe refiere a la deuda efectivamente desembolsada e incluye estimaciones de la deuda privada no garantizada oficialmente.

^bEstimaciones en base a cifras preliminares.

^cLa clasificación se refiere al año 1974 e incluye en el Grupo I a Brasil y México y en el Grupo II a la Argentina, Chile, Colombia y Perú. El Grupo III abarca los demás países no exportadores de petróleo de América Latina.

^dPara mejor comparabilidad, los índices fueron cambiados tomando como base 1973=100 y se refieren a los índices de valores unitarios de exportación de bienes y servicios.

IV Conclusiones

En conclusión, puede sostenerse que la institucionalidad financiera actual tiende a facilitar los movimientos de capitales entre países; que el control de tales movimientos se ha hecho ahora muy difícil y por tanto la política económica tiene que afinarse con el fin de evitar que movimientos de capitales tiendan a desestabilizar la economía. Por lo demás, en un mundo abierto a los movimientos de capitales, éstos tenderán a fluir entre países no sólo tomando en cuenta consideraciones de rentabilidad sino también en función del riesgo promedio de una determinada cartera de inversiones. Así, los capitales fluirán entre dos países en ambas direcciones, aun cuando la rentabilidad sea idéntica en ambos, mientras las variaciones de dicha rentabilidad no lo sean. Si bien es cierto que los países de América Latina han sido receptores netos de capitales, también lo es que estos países "invierten" en el exterior. Por tanto su solvencia externa debe tomar en cuenta tanto la deuda que ellos tienen como los préstamos que ellos a su vez han hecho al exterior. Puede esperarse además que estas tendencias continúen por algún tiempo ya que las carteras de inversión nacionales están muy lejos de haber alcanzado un equilibrio. Sin embargo, como la solvencia externa actúa como una restricción a la capacidad de endeudamiento, los países deben continuar mirando con cuidado el resultado de su balanza de pagos en cuenta corriente con el fin de evitar que su calificación de solvencia pueda poner en riesgo su acceso a los mercados de capitales.

NOTAS

¹ Las inversiones directas responden a consideraciones de largo plazo en términos de rentabilidad y riesgo, aunque las condiciones de corto plazo pueden determinar la oportunidad en que se inicien las inversiones.

² La comparación entre ambas tasas de interés debe tomar en cuenta las variaciones esperadas en los tipos de cambio.

³ Véase Carlos Massad: "El enfoque de absorción y el enfoque monetario de la balanza de pagos: ¿Resultados contradictorios?", en *Estudios de Economía* N° 15, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago, 1980.

⁴ Véase Valeriano García: "Ajuste de la balanza de pagos, política de crédito y control de la deuda externa", en *Política monetaria y ajuste de la balanza de pagos: tres estudios*, Cuadernos de la CEPAL N° 29, Naciones Unidas, Santiago, 1979.

⁵ Véase R.H. Arriazu: "Movimientos internacionales de capitales", N.U., Cuadernos de la CEPAL N° 32, *Proyecto conjunto PNUD-CEPAL*, Santiago, Chile, 1979.

⁶ Véase C. Massad: "Cartera de inversiones de los países productores de petróleo; su diversificación hacia América Latina", en *Estudios de Economía* N° 12, Departamento de Economía de la Universidad de Chile, Santiago, Chile, 1979.

⁷ Véase Bank for International Settlements: *International Banking Developments first quarter 1980*, Basle, cuadro 7, julio de 1980.

⁸ Véase A. Saieh: "Un análisis sobre la posibilidad de evaluar la solvencia crediticia de los países en desarrollo", *Monetaria*, N° 3, CEMLA, 1979.

⁹ Véase C. Massad y R. Zahler: "Inflación mundial y deuda externa: el caso del deflactor impropio", en *Dos estudios sobre el endeudamiento externo*, Cuadernos de la CEPAL N° 19, Santiago, 1978.

Repercusiones monetarias y reales de la apertura al exterior

El caso chileno: 1975-1978

Roberto Zabler

Una primera versión de este trabajo (E/CEPAL/PROY.4/R.1) fue presentada a la XVI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, que se efectuó en San José, Costa Rica, del 25 al 30 de noviembre de 1979. El trabajo fue publicado en la *Revista de la CEPAL* N° 10, de abril de 1980. El autor agradece los comentarios de Félix Bacigalupo, Tomás Baliño, Andrés Bianchi, Robert Devlin, Gunther Held, Ricardo French-Davis, Carlos Massad y Andrés Sanfuentes, así como los recibidos en un seminario interno de la CEPAL. Agradece, asimismo, la colaboración de Eugenio Alviz y Tatjana Montes.

I Introducción

Diversos países del Cono Sur de América Latina han enfrentado durante los últimos años coyunturas económico-sociales relativamente similares, caracterizadas por una ruptura político-institucional más o menos violenta, como consecuencia, entre otros motivos, de una situación económica muy compleja, con insuficiente crecimiento económico, elevado ritmo inflacionario, difícil situación de balanza de pagos, control generalizado de precios, existencia de importantes mercados paralelos y caída de la producción.

Las nuevas autoridades atribuyeron esta situación a la estrategia de desarrollo basada en la industrialización por la sustitución de importaciones, y al efecto de las múltiples "distorsiones" que afectaron el sistema de precios.

Frente a esta situación e interpretación, y en el contexto de un nuevo ordenamiento político, se intentaron políticas económicas "normalizadoras", con el objeto de sentar las bases para un estilo distinto de desarrollo, guiado por una estrategia muy diferente a la seguida durante los últimos treinta años.

La nueva estrategia privilegia la apertura al exterior, la libertad en el funcionamiento de los mercados y el estímulo a la iniciativa privada; atribuye un papel "subsidiario" al Estado y pone énfasis en la reducción del déficit y del gasto público, en el control de los medios de pago y la estabilidad de precios.

A su vez, la política económica a corto plazo se ha caracterizado por el intento de reducir los desequilibrios macroeconómicos existentes y por definir como objetivos prioritarios —dada la situación inicial que se enfrentaba— el control de la inflación y el mejoramiento de la balanza de pagos, y la solvencia y credibilidad financiera externa.

La descripción anterior corresponde a lo ocurrido, en mayor o menor medida, en Argentina, a partir de marzo de 1976; en Chile, a partir de septiembre de 1973, y en Uruguay, a partir de septiembre de 1974.

Sin embargo, también hubo algunas diferencias importantes, derivadas en parte de la situación inicial a partir de la cual comienzan las experiencias y de ciertas características estructurales peculiares de cada uno de estos países. Entre éstas, cabe mencionar las de índole político-institucional; las relacionadas con el tipo de mercado de exportación; el grado de privatización o estatización de la actividad productiva; la apertura más o menos rápida y más o menos completa de sus economías al exterior (tanto en lo que se refiere al sector real como al financiero); el predominio de ciertos objetivos de política económica sobre otros (como por ejemplo, empleo *versus* inflación); y el enfoque, grado de autonomía y coherencia en el manejo de los asuntos económicos por parte de los equipos técnicos.

Hay dos fenómenos globales, relativamente novedosos, uno en el campo económico internacional y el otro en el de la aplicación de las políticas económicas por parte de algunos países en desarrollo, que en cierta medida "enmarcan" este estudio.

Por una parte, se destaca el crecimiento de la liquidez y el auge de la banca privada internacional en el último tiempo. Esta situación ha significado que los créditos financieros adquieran creciente importancia en relación al financiamiento externo oficial y comiencen a desplazar a la inversión externa directa como principal mecanismo de intercambio de capitales entre los países industriales y los países de grado intermedio de

desarrollo. Estas nuevas características del escenario financiero internacional hacen necesario valorizar más fuertemente, a diferencia del pasado, los determinantes propiamente económicos, tanto de la oferta como de la demanda para recursos financieros externos.

Desde el punto de vista de la estrategia de desarrollo y de la política económica aplicada por varios países de América Latina, especialmente en su Cono Sur, destaca una definida orientación hacia la apertura económica con el exterior. Este proceso, en lo que se refiere a la apertura comercial, ha recibido bastante atención por parte de los círculos profesionales y académicos. En cambio existe una carencia de estudios sobre la apertura financiera externa en sí misma, así como en relación a las implicaciones sobre la eficiencia de las políticas monetarias y crediticias y sus repercusiones sobre la trayectoria del nivel de precios internos, deuda externa, empleo, inversión y redistribución del patrimonio, derivadas de la mayor o menor sincronización, o velocidades diferenciales, con que se produce la apertura comercial en relación a la apertura financiera.

Debido a lo reciente de estas experiencias, a la relativa escasez de información y al hecho de que un análisis comparativo de los tres casos excede las pretensiones del presente estudio, así como por el mayor conocimiento por parte del autor del caso chileno, se tomó este último país como objeto de estudio.

II

La situación inicial

Entre 1971 y 1973 se intentó alterar profundamente la distribución del ingreso y de la riqueza en el país: A largo plazo, ello exigía modificar la estructura del aparato productivo, así como el modo de funcionamiento de la economía, y más ampliamente, el tipo de relaciones predominantes hasta entonces en el seno de la sociedad chilena. Para ello se postulaba, en los aspectos económicos, intensificar el proceso de reforma agraria y establecer un área de propiedad social (APS), tanto en la esfera productiva, financiera, como en la de comercialización.

El programa económico entonces diseñado no contempló adecuadamente el manejo de las variables financieras, centrandó su atención, en cambio, en el intento de controlar los aspectos reales del proceso productivo y distributivo. Así, las consecuencias derivadas de la aplicación de la política macroeconómica a corto plazo se manifestaron, por lo menos parcialmente, de manera tal que, hacia fines de 1973, Chile enfrentaba una situación económica caracterizada por múltiples y agudos desequilibrios, tanto en el sector fiscal como en el monetario y en el de balance de pagos.

En efecto, con la creación del APS y las políticas de precios en ella aplicadas, y con el creciente ritmo de los gastos fiscales por sobre los retornos de la tributación, aumentó notablemente el déficit fiscal. Mientras que en el decenio 1960-1969, éste representó, en promedio, 14.6% del gasto del sector y 3.3% del Gasto del Producto Geográfico Bruto (GPGB), en el período 1970-1973, los valores correspondientes fueron 35.5% y 12.5%. En 1973, el déficit fiscal equivalió a 55.1% de los gastos fiscales y a 23.6% del GPGB (véase cuadro 1). En términos reales, el déficit fiscal fue, en 1973, siete veces mayor que en el decenio 1960-1969; en tanto que el gasto fiscal, como proporción del GPGB, duplicaba su participación histórica reciente.

La evolución del sector monetario también mostraba síntomas de fuertes desequilibrios. Mientras que en 1960-1969 el ritmo de crecimiento promedio del dinero privado (M_1) fue de 37% al año, en 1970-1973 dicha cifra se quintuplicó. En 1973 el crecimiento de M_1 fue de 419%. Es indudable que frente a semejante ritmo de crecimiento de los medios

REPERCUSIONES MONETARIAS Y REALES DE LA APERTURA AL EXTERIOR

de pago, las causas "monetarias" eran importantes para la explicación del proceso inflacionario que vivía el país; este último adquirió a su vez características nunca antes vistas en la historia económica de Chile. En el período 1970-1973, el crecimiento en 12 meses del Índice de Precios al Consumidor fue, en promedio, de 117% anual,¹ alcanzando en septiembre de 1973 un ritmo equivalente a 355% anual, lo que revelaba un cuadro muy serio, no sólo por los muy elevados ritmos de inflación, sino, además, porque ésta no parecía que estuviese bajo control. En el período 1960-1969, el ritmo medio de inflación anual fue, en cambio, de 25% (véase cuadro 2).

Las cuentas externas del país, la situación de las reservas internacionales y la capacidad de obtener préstamos externos se habían deteriorado, asimismo, fuertemente.² En efecto, como se observa en el cuadro 3, tanto el saldo en la balanza comercial como en la cuenta corriente empeoraron en 1970-1973, en comparación al promedio de la década de los años sesenta. Hacia fines de 1973, el nivel de reservas internacionales netas era negativo, del orden de 231 millones de dólares, cuando en diciembre de 1970 alcanzó a 409 millones de dólares.

Naturalmente, la situación recién descrita podía explicarse, al menos en parte, y se agravaba por la forma como operaban los mercados de divisas, financieros, monetarios, e incluso el de bienes y servicios reales.

Cuadro 1

CHILE: DEFICIT FISCAL: 1960-1978

(Porcentajes)

Como proporción del	1960- 1969	1970- 1973	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Gasto Fiscal	14.6	35.5	55.1	32.6	11.6	10.0	8.1	4.2
Gasto del Producto Geográfico Bruto	3.3	12.5	23.6	10.3	3.1	2.7	2.3	1.2

Fuente: *Exposición sobre el estado de la hacienda pública*, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, Santiago de Chile, enero de 1979.

Cuadro 2

CHILE: DINERO Y PRECIOS: 1966-1973

(Porcentajes de variación)^a

	Inflación ^b	Emisión ^c	Dinero ^d
1966-1970	26	48	41
1971	41	133	113
1972	205	174	152
1973	599	462	363

Fuente: Banco Central, Boletines mensuales y "Series Monetarias", julio, 1979. Universidad de Chile, Departamento de Economía, "Índice de Precios al Consumidor", 1970-1976.

^a Diciembre a diciembre.

^b Índice de Precios al Consumidor, INE, 1966-1970; 1971-1973: Universidad de Chile, Departamento de Economía.

^c Emisión ajustada, Banco Central de Chile.

^d Dinero Sector Privado, Banco Central de Chile.

*Corresponde al concepto de emisión contable del sector privado y bancario, ajustado por diversas partidas no monetarias del balance del Banco Central. Véase, de varios autores, *Estadísticas monetarias de Chile 1940-1975*. Departamento de Economía, Universidad de Chile, Publicación N° 70, Santiago, junio de 1979, pp. 37-42.

Cuadro 3

CHILE: BALANZA DE PAGOS

	1960- 1969	1970- 1973	1973	1974	1975	1976	1977	1978
	<i>(millones de dólares)</i>							
Exportación de bienes	704	1 056	1 304	2 146	1 554	2 109	2 177	2 480
Importación de bienes	686	1 170	1 447	2 016	1 708	1 655	2 244	2 917
Saldo balanza comercial ^a	18	-114	-143	130	-154	454	-67	-437
Saldo cuenta corriente	-135	-236	-288	-211	-491	148	-399	-730
Saldo capitales autónomos	148	203	242	228	299	235	346	1 351
Saldo balanza de pagos	25	-132	-112	-45	-275	455	-7	671
Reservas internacionales netas (promedio del período a base de cifras de fines de cada año)	-15	42	-231	-277	-551	-96	-103	515
	<i>(porcentaje del GPGB)</i>							
Exportaciones de bienes	18.2	17.4	19.2	25.6	19.5	24.3	21.8	21.7
Exportaciones de bienes (excepto cobre) y servicios	7.8	6.5	5.5	8.0	11.5	13.4	15.0	16.2
Importaciones de bienes	17.7	19.3	21.4	24.0	21.4	19.1	22.4	25.5
Saldo balanza comercial ^a	0.5	-1.9	-2.1	1.6	-1.9	5.2	-0.7	-3.8
Saldo cuenta corriente	-3.5	-3.9	-4.2	-2.5	-6.2	1.7	-4.0	-6.4
Saldo capitales autónomos	3.8	3.3	3.6	2.7	3.7	2.7	3.6	11.8
Saldo balanza de pagos	0.6	-2.2	-1.7	-0.5	-3.4	5.2	-0.1	5.9
Reservas internacionales netas (promedio del período a base de cifras de fines de cada año)	-0.4	0.7	-3.4	-3.3	-6.9	-1.1	-1.0	4.5

Fuente: Banco Central de Chile, Boletín mensual, diciembre de 1976 y mayo de 1979. *Exposición sobre el estado de la hacienda pública*, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, enero de 1979.

^a Definido como saldo entre exportaciones e importaciones de bienes.

El funcionamiento del mercado de divisas estaba caracterizado por la existencia de tipos de cambio múltiples y subvaluados, depósitos previos de importación, restricciones para arancelarias, prohibiciones de importación y otras restricciones cuantitativas.

A su vez, el sector financiero operaba con tasas de interés controladas a niveles excesivamente bajos, encajes elevados y diferenciales, control cualitativo y selectivo del crédito bancario, etc. Asimismo, por otra parte, el Banco Central respondía pasivamente a los requerimientos del sector fiscal y de las empresas bajo responsabilidad oficial, contribuyendo con ello a acentuar las presiones inflacionarias.

A lo anterior debe añadirse una profusión de controles de precios en el mercado de bienes y servicios reales, con los efectos consiguientes sobre la asignación de recursos y la eficiencia general del sistema-económico, y sobre la aparición de mercados paralelos.

A pesar de que la tasa de desempleo fue inferior a la de sus niveles históricos (en buena medida por el incremento del empleo en el sector público y en el APS), la proporción del GPGB representada por la inversión geográfica bruta en capital fijo fue 20% inferior en el período 1971-1973, en comparación a la década de los años sesenta. Por otra parte, después de un crecimiento del GPGB en 1971 de 7.7%, en 1972 y 1973 éste cayó a 0.1% y 3.6%, respectivamente.

Frente a la situación recién descrita, las nuevas autoridades decidieron intentar, a corto plazo, el restablecimiento del equilibrio macroeconómico, particularmente en el campo financiero.

Como estrategia a más largo plazo, el nuevo régimen ha intentado consolidar un tipo de economía basada en la utilización del sistema de precios libres como mecanismo de asignación de recursos,³ en una progresiva privatización de la economía y atribuyendo un papel "subsidiario" al Estado, cuya intervención debe ser lo menos "distorsionadora" posible en el funcionamiento de los mercados.

Se ha insistido en forma reiterada en la necesidad de controlar la inflación y en la apertura de la economía al exterior. Lo primero se ha justificado principalmente por sus implicaciones sobre la transparencia y estabilidad en el sistema de precios y, por lo tanto, sobre la asignación de recursos. Lo segundo se ha explicado por la dimensión del mercado internacional y su efecto sobre la competitividad y eficiencia de la economía chilena.

En consecuencia, las políticas que más interesa analizar aquí, y cuya aplicación en el tiempo no fue necesariamente sincrónica, aun cuando su concreción se hizo bastante sistemáticamente⁴ desde principio de 1975, fueron las siguientes:

a) Intento de control del proceso inflacionario a través de la reducción del ritmo de crecimiento de los medios de pago y de la emisión monetaria;

b) Reducción del tamaño del Estado, del gasto, y del déficit fiscal, y traspaso por parte del Estado al sector privado de todas aquellas actividades (incluidas por cierto las productivas) que, a juicio de las autoridades, el sector privado podría ejercer adecuadamente;

c) Apertura del país al exterior, principalmente en lo referente al comercio de bienes y servicios no financieros a través de la simplificación y reducción de normas del comercio exterior, de la progresiva rebaja y homogeneización arancelaria y de la eliminación, en lo posible, de todo criterio de asignación diferente del precio de la divisa;

d) Unificación y programación del tipo de cambio nominal, en función de un doble criterio: la diferencial entre las tasas de inflación entre Chile y Estados Unidos y la evolución de las reservas internacionales del sistema monetario;

e) Liberalización y desarrollo del sector financiero doméstico, donde los criterios de rentabilidad de activos y pasivos del sistema financiero y la competencia entre sus instituciones e intermediarios pasarían a constituir las guías de las acciones y decisiones de los agentes económicos. Se dejaría libre la tasa de interés, reduciendo (lentamente) y uniformando las tasas de encaje legal en consonancia con la política económica global;

f) Apertura parcial a los movimientos de capitales internacionales, controlada principalmente a través de la fijación de plazos mínimos de retorno y de la limitación a la capacidad de endeudamiento y del otorgamiento de avales por parte del sistema bancario nacional.

III

La estrategia antiinflacionaria en la política macroeconómica

La estrategia antiinflacionaria se basó principalmente en el intento de controlar el ritmo de crecimiento de la base monetaria y del dinero (definido como M_1). Dicho planteo se fundamentaba en la apreciación sobre la magnitud adquirida por el proceso inflacionario chileno hacia fines de 1973, el que, de acuerdo a las nuevas autoridades económicas, obedecería a causas monetarias explicadas fundamentalmente por el déficit del sector público y de las empresas del Área de Propiedad Social.

Esto indujo a restringir fuertemente el crédito del sistema monetario al fisco, sector que durante 1975-1978 pasó a constituirse (en lo que se refiere a su situación presupuestaria en moneda corriente) en responsable de "desemisión" de dinero, absorbiendo en dicho período el 15% de la emisión total del Banco Central (véase el cuadro 4).

Lo anterior es consecuente con la concepción oficial de mediano y largo plazo respecto del tamaño y autofinanciamiento del Estado, y de la necesidad de reducir fuertemente el déficit del sector fiscal (véase nuevamente el cuadro 1). Frente a esta situación, el sector público redujo su déficit a través de la disminución de sus gastos,⁵ una mayor recaudación de impuestos,⁶ y la elevación de las tarifas de las empresas y servicios públicos y, aunque en menor medida, intentó financiar el déficit endeudándose internamente con el sector privado.

Otra importante fuente de financiamiento para el Estado fue la venta de algunos de sus activos; hasta diciembre de 1978 la Corporación de Fomento de la Producción obtuvo por este concepto el equivalente de 585 millones de dólares. Como es natural, esta fuente de ingresos tiende a agotarse una vez concluido el proceso de privatización.

Nótese, sin embargo, que a pesar de lo significativo que fue el esfuerzo del sector público en acomodarse a las necesidades de la nueva política económica, el crecimiento de la base monetaria continuó siendo, hasta fines de 1977, extraordinariamente elevado para lo que se identificó como una estrategia "monetarista" de estabilización. En efecto, sólo en ese año, el crecimiento anual de la base monetaria fue inferior al registrado en 1971-1973, aunque continuó siendo excesivamente elevado, tanto en términos absolutos como en relación a los períodos previos a 1970 (véase el cuadro 5).

Asimismo, a pesar de los esfuerzos de la autoridad monetaria por intentar controlar los medios de pago, la reducción de la inflación a porcentajes cercanos, aunque superiores, a los históricos,⁷ tomó cerca de cinco años.⁸

Cuadro 4

CHILE: VARIACION DE LA EMISION AJUSTADA, 1974-1978

	<i>Emisión ajustada</i>	<i>Operaciones de cambio^a</i>	<i>Crédito interno</i>	<i>Operaciones con tesorería y valores</i>
	<i>Valores absolutos (millones de pesos)</i>			
1974	692	-41	-14	746
1975	3 138	2 336	997	-193
1976	11 027	9 536	3 285	-1 794
1977	14 318	7 453	7 025	-160
1978	16 578	16 747	4 223	-4 392
	<i>Estructura porcentual</i>			
1974	100.0	-6.0	-2.1	107.8
1975	100.0	74.4	31.8	-6.2
1976	100.0	86.5	29.8	-16.3
1977	100.0	52.1	49.1	-1.2
1978	100.0	101.1	25.5	-26.5

Fuente: Banco Central de Chile, *Series monetarias*, julio, 1979; Universidad de Chile, Departamento de Economía, *Estadísticas monetarias de Chile, 1940-1975*.

^aIncluyen las realizadas con el sector privado y con la tesorería.

REPERCUSIONES MONETARIAS Y REALES DE LA APERTURA AL EXTERIOR

Cuadro 5

CHILE: DINERO Y PRECIOS, 1966-1978

	Variación porcentual (diciembre a diciembre)			Velocidad de circulación ^a (número de veces por año)
	Emisión ajustada	Dinero sector privado	I.P.C.	
1966	60.3	38.9	17.0	12
1967	21.1	25.1	21.9	12
1968	46.0	38.3	27.9	13
1969	41.8	35.2	29.3	13
1970	70.3	66.2	34.9	12
1971	132.7	113.4	41.0 ^b	8
1972	173.7	151.8	205.0 ^b	8
1973	461.6	363.0	599.0 ^b	10
1974	222.5	231.2	375.9	20
1975	312.9	257.2	340.7	24
1976	266.3	189.3	174.3	25
1977	94.4	113.5	63.5	20
1978	56.2	65.0	30.3	17

Fuente: Banco Central de Chile, *Series Monetarias, op.cit.* Exposición sobre el estado de la hacienda pública, *op.cit.*, INE y Departamento de Economía, Universidad de Chile.

^b Definida como el cociente entre GPGB y M₁. Estas cifras corresponden a los valores observados, que no necesariamente son los de equilibrio.

^a Fuente: Departamento de Economía, Universidad de Chile. Para el resto del período, la fuente es el INE.

Al parecer, esto se explica *dentro del propio marco analítico en el que ha operado la política económica*, principalmente por la carencia relativa de buenos instrumentos de control monetario,⁹ sobre todo por el muy escaso desarrollo de un mercado de capitales a largo plazo que impidió la realización adecuada de operaciones de mercado abierto. Agravóse esto debido a la evolución seguida por la velocidad de circulación del dinero,¹⁰ como consecuencia, fundamentalmente, de la creación de muy buenos sustitutos del dinero y del mantenimiento, por bastante tiempo, de fuertes expectativas inflacionarias.¹¹

1. *La política antiinflacionaria y la apertura al exterior*

Puesto que la dificultad en controlar la emisión ha radicado, principalmente, en la extraordinaria afluencia de divisas, la cual explica el 80% de la variación acumulada de la emisión entre los años 1975-1978, parece indispensable analizar con mayor detenimiento las repercusiones de ésta sobre un conjunto de variables clave para el funcionamiento, equilibrio y dinamismo de la economía.

En primer lugar, cabe señalar el conocido hecho de que, si el tipo de cambio es fijo (en el sentido que el Banco Central se obligue a comprar y vender divisas a un valor determinado, aunque no necesariamente constante), a medida que una economía se abre al exterior (sea a través de la cuenta corriente, la de capitales, o de ambas), la emisión y el dinero nacional se vuelven crecientemente endógenos¹² respecto del funcionamiento de la economía. Así tienden a esterilizarse los intentos de la autoridad por tratar de controlar la oferta nominal de dinero, limitándose su rango de acción sólo al crédito interno.

Como se sabe, el sector productivo chileno fue sometido rápida y crecientemente a

la competencia externa, como consecuencia de la progresiva reducción arancelaria (véase cuadro 6)¹³ y de un tipo de cambio real único que, no obstante esa reducción, no mostró un alza perceptible (véase cuadro 7).

Si bien se aumentó la protección de algunos sectores antes sujetos a protecciones efectivas negativas, se redujo y homogeneizó el arancel promedio, minimizándose, hasta eliminar casi por completo, las restricciones cuantitativas de todo orden.

Como consecuencia de esta apertura al comercio exterior, los intentos de controlar la oferta monetaria tienden, aunque con rezagos, a revertirse a través de los movimientos de la cuenta corriente¹⁴ o de la cuenta de capitales del balance de pagos. En otras palabras, las variaciones en el nivel de las reservas internacionales son el resultado de los desequilibrios experimentados en el sector monetario.

La evolución experimentada por la cuenta de capitales del balance de pagos y, en especial, las entradas netas de préstamos externos al sector privado nacional, sobre todo desde fines de 1977, ha desempeñado, en este sentido, un papel preponderante.

En efecto, si bien la liberalización financiera externa fue más lenta que la del sector real de la economía, ella se constituyó en el principal mecanismo a través del cual se incrementó la liquidez de la economía. En la tercera parte se estudia más profundamente el estímulo especial otorgado al endeudamiento privado en el exterior. Aquí se analizará brevemente el importante papel por éste desempeñado en retardar la reducción del crecimiento de la emisión, haciendo que el peso del programa estabilizador haya recaído, con excesiva fuerza, sobre el sector público.

Para comprender el papel que jugaron los movimientos internacionales de capitales es necesario recordar que durante el primer semestre de 1975 se dejó a las fuerzas del mercado la determinación de la tasa de interés del sistema financiero nacional. De

Cuadro 6

CHILE: TARIFAS NOMINALES, 1973-1979

(Porcentaje del valor cif)

<i>Día de ajuste</i>	<i>Tarifa promedio</i>	<i>Tarifa máxima^a</i>
1973: al 31 de diciembre	94	Más de 500
1974: 1 ^o de marzo	90	200
27 de marzo	80	160
5 de junio	67	140
1975: 16 de enero	52	120
13 de agosto	44	90
1976: 9 de febrero	38	70
7 de junio	33	60
22 de diciembre	27	60
1977: 8 de enero	24	50
30 de abril	22	50
29 de agosto	20	35
diciembre	16	25
1978: marzo	15	20
junio	14	20
diciembre	12	15
1979: junio	10	10

Fuente: Banco Central de Chile.

^aExisten algunas pocas excepciones a las tarifas máximas, la más importante de las cuales es la relativa a los automóviles.

Cuadro 7

CHILE: EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS

Indices (Promedio 1974 = 100)

Periodo	Indice del tipo de cambio nominal	Indice de precios mayoristas, productos nacionales	Indice de precios al por mayor de Estados Unidos	Indice de tipo de cambio real ^a [(1)/(2)] (3)
	(1)	(2)	(3)	(4)
1974 (promedio)	100	100	100	100
Primer trimestre	52	46	92	104
Segundo trimestre	77	73	96	101
Tercer trimestre	108	115	103	97
Cuarto trimestre	167	169	106	105
1975 (promedio)	595	590	108	109
Primer trimestre	280	261	106	114
Segundo trimestre	490	452	107	116
Tercer trimestre	700	697	109	109
Cuarto trimestre	907	946	111	106
1976 (promedio)	1 580	1 920	114	94
Primer trimestre	1 212	1 224	112	111
Segundo trimestre	1 517	1 720	113	100
Tercer trimestre	1 640	2 266	115	83
Cuarto trimestre	1 950	2 474	116	91
1977 (promedio)	2 607	3 514	121	90
Primer trimestre	2 230	2 900	118	91
Segundo trimestre	2 353	3 392	121	84
Tercer trimestre	2 695	3 744	121	87
Cuarto trimestre	3 128	4 020	122	95
1978 (promedio)	3 828	5 097	130	98
Primer trimestre	3 520	4 352	126	102
Segundo trimestre	3 778	4 868	130	101
Tercer trimestre	3 953	5 358	131	97
Cuarto trimestre	4 060	5 810	134	94

Fuente: Banco Central de Chile; Instituto Nacional de Estadísticas.

^aEsta columna probablemente subestima el tipo de cambio real efectivo, si se considera la diversificación del comercio exterior chileno y la devaluación del dólar frente a otras monedas de países industriales. En Chile no se publican cálculos del tipo de cambio efectivo.

consumo con dicha medida, se procedió a reducir fuertemente el control antes existente, tanto cuantitativa como cualitativamente, sobre el crédito bancario, estimulando la competencia dentro del sistema financiero.¹⁵ Sin embargo, debido al deseo de controlar el crecimiento de los medios de pago, se mantuvieron durante bastante tiempo elevadas tasas de encajes sobre los depósitos, lo que ha contribuido a generar una fuerte diferencia entre las tasas de interés activas y pasivas.

Como se observa en el cuadro 8, a partir del segundo trimestre de 1975 hubo elevadísimas tasas activas de interés real, junto a tasas pasivas que, si bien positivas (sobre todo a partir del segundo semestre de 1976), eran muy inferiores a las activas. Esto último se explica principalmente, como ya se ha dicho, en parte por los elevados encajes y, además, por los costos de intermediación y las utilidades obtenidas por el sistema financiero durante el período considerado.¹⁶

Cuadro 8

CHILE: TASA DE INTERES BANCARIA REAL EN PESOS A 30 DIAS^a

(Porcentajes)

	1975			1976			1977			1978		
	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen
Enero	-3.8	-4.0	0.2	3.7	-0.4	4.1	6.2	1.9	4.3	5.4	4.2	1.2
Febrero	-5.9	-5.5	-0.4	3.9	0.1	3.8	5.4	1.0	4.4	3.6	2.2	1.4
Marzo	-9.6	-8.0	-1.6	1.0	-3.2	4.2	3.8	0.1	3.7	1.5	0.1	1.4
Abril	-9.3	-6.8	-2.5	2.6	-1.3	3.9	3.9	0.9	3.0	1.8	0.7	1.1
Mayo	2.6	-1.3	3.9	4.8	2.3	2.5	3.8	1.4	2.4	3.6	2.4	1.2
Junio	1.0	-3.3	4.3	1.6	-0.6	2.2	3.5	1.4	2.1	2.8	1.3	1.5
Julio	10.9	5.4	5.5	2.7	-0.9	3.6	2.4	0.6	1.8	1.9	0.7	1.2
Agosto	9.4	3.7	5.7	6.0	2.6	3.4	2.8	1.0	1.8	1.8	1.0	0.8
Septiembre	8.7	0.3	8.4	3.7	0.3	3.4	2.4	1.0	1.4	2.1	1.3	0.8
Octubre	3.3	-0.4	3.7	4.8	1.3	3.5	2.6	1.3	1.3	3.6	2.7	0.9
Noviembre	3.5	-0.2	3.7	8.4	4.6	3.8	5.2	3.8	1.4	4.0	2.9	1.1
Diciembre	6.9	2.7	4.2	7.7	3.8	3.9	4.2	1.3	1.3	4.0	3.1	0.9
Anual ^b	15.9	-17.8		64.2	10.8		57.2	18.7		42.6	25.0	

Fuente: Banco Central de Chile.

^a Definida como $i_R = \frac{i_N \cdot p}{1 + p}$, donde i_N es la tasa bancaria nominal mensual, y p es la tasa de inflación mensual medida

por la Variación del Índice de Precios al Consumidor.

^b Corresponde a la tasa real anual calculada acumulando la tasa mensual real a lo largo del año.

El cuadro 9 brinda la información relativa a las tasas de interés domésticas efectivas¹⁷ expresadas en dólares (nominales), esto es, las tasas pertinentes comparables con las tasas de interés internacionales. Allí se observa que con excepción de 1975, año en que la tasa de devaluación del peso fue casi idéntica a la tasa de interés bancario nominal activa, el resto del período registró tasas reales extraordinariamente elevadas.

La diferencial entre las tasas de interés vigentes en Chile y en los principales centros financieros internacionales (que en varias ocasiones han registrado tasas negativas en dólares reales), unido al exceso de oferta de liquidez internacional en los países industriales, al mejoramiento en la posición de reservas internacionales por parte del sistema monetario nacional, y a la imagen y credibilidad externas de Chile en materia financiera, explican en gran parte la afluencia de divisas de las que dispuso el país durante este período.¹⁸

Tampoco puede dejar de mencionarse, además, el estímulo dado a la demanda de residentes por pasivos externos, debido al tipo de controles que prevalecieron sobre los movimientos de capitales internacionales que significaron, para quienes tuvieron acceso al financiamiento externo, la realización de ganancias monopólicas, o cuasimonopólicas, de consideración (véase parte IV).¹⁹

Como se desprende del cuadro 10, durante los cuatro años comprendidos entre 1975 y 1978, las corrientes netas de capitales privados representaron el 74% de las operaciones de cambio y el 58% de la emisión acumulada durante ese período.

Nótese que si bien la entrada de crédito externo contribuye a reducir, a través de su influencia sobre el mercado de capitales interno, la tasa de interés, esto requiere que no se intente, simultáneamente, reducir el ritmo de incremento de los medios de pago. En efecto, si se aplican medidas tendientes a reducir la acumulación de crédito interno, se

REPERCUSIONES MONETARIAS Y REALES DE LA APERTURA AL EXTERIOR

Cuadro 9

CHILE: TASA DE INTERES BANCARIA EN DOLARES A 30 DIAS^a

(Porcentajes)

	1975			1976			1977			1978		
	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen	Co-brada	Pa-gada	Mar-gen
Enero	-6.88	-7.16	0.28	2.88	-1.16	4.04	6.61	2.28	4.33	4.42	3.19	1.23
Febrero	-7.03	-6.35	-0.68	4.19	0.27	3.92	5.21	0.83	4.38	3.28	1.92	1.36
Marzo	-11.60	-10.07	-1.53	7.58	3.26	4.32	14.54	10.48	4.06	1.82	0.43	1.39
Abril	-13.67	-11.31	-2.36	7.32	3.21	4.11	6.53	3.47	3.06	1.86	0.82	1.04
Mayo	4.06	0.12	3.94	5.48	2.91	2.57	3.89	1.40	2.49	3.40	2.26	1.14
Junio	6.86	2.27	4.59	5.84	3.53	2.31	2.46	0.36	2.10	3.09	1.63	1.46
Julio	3.97	-1.18	5.15	18.17	13.96	4.21	2.70	0.85	1.85	2.91	1.71	1.20
Agosto	9.47	3.86	5.61	6.19	2.68	3.51	1.41	-0.28	1.69	3.27	2.39	0.88
Septiembre	11.39	2.76	8.63	5.21	1.73	3.48	-2.29	-3.62	1.33	4.06	3.27	0.79
Octubre	1.96	-1.68	3.64	5.61	2.12	3.49	3.23	1.97	1.26	4.67	3.76	0.91
Noviembre	2.37	-1.29	3.66	5.80	2.13	3.67	3.52	2.20	1.32	4.53	3.49	1.04
Diciembre	3.26	-0.80	4.06	7.22	3.33	3.89	-0.11	-1.33	1.22	4.74	3.85	0.89
Anual ^b	0.39	-27.90		118.53	44.36		58.38	19.57		51.10	32.73	

Fuente: Banco Central de Chile.

^a Definida como $i_D = \frac{i_N - \dot{i}}{1 + \dot{i}}$, donde i_N es la tasa bancaria nominal mensual, y \dot{i} es la variación porcentual mensual del tipo de cambio nominal.

^b Corresponde a la tasa anual expresada en dólares, calculada acumulando la tasa mensual (expresada en dólares) durante el año.

Cuadro 10

CHILE: CORRIENTE NETA DE CAPITAL EXTERNO PRIVADO Y EMISION

	Corrientes anuales (millones de dólares)			Porcentaje (3) : (2)	Porcentaje (3) : (1)
	Emisión	Operaciones de cambio	Entrada neta ^a de capital privado		
	(1)	(2)	(3)		
1975	639	476	236	50	37
1976	844	731	254	35	30
1977	665	346	267	77	40
1978	523	529	783	148	150
1975-1978	2 671	2 082	1 540	74	58

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletín Mensual y Series monetarias*.

^a Entrada brutas menos amortización e intereses.

produce una situación en la que parte importante del esfuerzo realizado por el sector público se ve anulado por el crecimiento del dinero proveniente de la situación de balance de pagos.

Cabe mencionar que el pago de la deuda externa, de responsabilidad oficial, contribuyó a generar esta situación, toda vez que se requeriría una entrada neta "activa" de divisas para cancelarla, aun cuando no puede descartarse el empleo de las reservas

internacionales, por lo menos parcialmente, para dicho objetivo.²⁰ Sin embargo, no era necesario que las divisas requeridas fueran generadas por el sector privado. El sector público chileno pudo haber contribuido también a refinanciar la deuda a través de la adquisición de nuevos préstamos externos; aunque no fue ésa la opción seguida, requiriéndose que a través del balance comercial o de la cuenta de capitales *privados* se obtuvieran las divisas para el pago del servicio de la deuda externa.

A lo anterior cabe añadir el objetivo de incrementar las reservas internacionales del país (las que, sin embargo, probablemente crecieron a mayor ritmo que el deseado), lo que necesariamente requería un papel muy activo de las operaciones de cambio dentro de la emisión de dinero, con lo que se retardaba la reducción en el crecimiento de los medios de pago.

2. La política antiinflacionaria y la demanda por dinero

Uno de los aspectos de la política económica que llama poderosamente la atención es la actitud, en exceso pasiva, por parte de la autoridad económica respecto tanto al manejo de la demanda por dinero como a la influencia sobre las expectativas de inflación de la comunidad.²¹ Es sabido que el coeficiente de liquidez lo determina el público en general; sin embargo, el costo de mantener dinero puede verse afectado por la conducta del Banco Central. En este sentido, el momento escogido para liberar la tasa de interés,²² la cual, dadas las circunstancias prevalecientes, era previsible que adquiriese niveles extraordinariamente elevados, no parece haber sido congruente con la política antiinflacionaria, tanto por sus implicaciones sobre la velocidad de circulación (véase nuevamente el cuadro 5) del dinero preexistente,²³ como por el "impacto" provocado sobre la demanda por financiamiento internacional.

Es indudable que la liberalización de la tasa de interés, en un contexto intensamente inflacionario, unido a una devaluación relativamente lenta, estimuló a los agentes económicos a mantener sus activos financieros (en la forma de *cuasidinero*) en pesos y sus pasivos en dólares.²⁴ Como es natural, estos dos fenómenos eran contradictorios con una estrategia antiinflacionaria que consistía en *intentar* reducir el ritmo de crecimiento del dinero (nominal), sobre todo si no se actuaba en forma decidida sobre los determinantes de la demanda (real) por el mismo.

Por tanto, aparentemente la sincronización de la privatización y de la liberalización de la tasa de interés no fue la más adecuada si se la compara con el esfuerzo desplegado sobre la disciplina fiscal que, entre otras cosas, contribuyó a una fuerte caída de la inversión y a un aumento extraordinariamente elevado del desempleo.

Por otra parte, un interesante aspecto sólo fue abordado de manera parcial; nos referimos al intento de incrementar la demanda de dinero a través de la reducción de la tasa de encaje sobre los depósitos bancarios y/o del pago de un interés adecuado por parte del Banco Central sobre el encaje legal mantenido por el sistema bancario.²⁵

Como se sabe, el encaje legal sobre depósitos constituye, desde el punto de vista de los bancos, el equivalente a un impuesto al uso de un "factor productivo". La rebaja en el encaje significa una menor tasa impositiva; el pago de interés sobre el encaje legal reduce, en último término, la magnitud de ese impuesto.

Por lo tanto, al tener una mayor capacidad de realizar préstamos o, alternativamente, al hacerse más rentable para los bancos la captación de depósitos, cabe esperar que medidas como las señaladas incentiven, con mayor fuerza, la competencia bancaria por captar depósitos, los que tienden a transformarse en activos de mayor atracción para las personas y empresas, incrementándose así la cantidad demandada de los mismos.²⁶ Naturalmente, dicho incremento debería cotejarse con el aumento de emisión y con el

probable aumento en el valor del multiplicador bancario derivado tanto de la reducción en el encaje legal como de una esperada disminución en la preferencia por circulante.

Otro punto que interesa destacar en relación a una política antiinflacionaria, basada en el intento de reducir el ritmo de crecimiento del dinero nominal, se refiere a la necesaria consideración que debe prestarse a la evolución de la demanda de flujo por dinero. El análisis monetario más tradicional considera sólo al dinero como acervo y es, en ese sentido, como habitualmente se estudian tanto la oferta como la demanda por dinero. Un concepto más pertinente para evaluar las implicaciones a corto plazo de los desequilibrios monetarios, alude al flujo de oferta y de demanda de dinero; y esta última corresponde a la demanda de dinero durante un cierto período de tiempo.

Sea como consecuencia de desequilibrios entre el acervo real de dinero deseado y el existente, del crecimiento económico, de expectativas de reducción en el costo de mantener dinero de la probable menor rentabilidad alternativa de activos sustitutos del dinero, de la demanda de dinero nominal para reponer el acervo real deseado, o de una combinación de estos factores, existirá una determinada demanda por flujo nominal de dinero.

Si la autoridad monetaria no la satisface, se genera en ausencia de un ajuste a través del balance de pagos, un exceso de oferta de bienes y una caída en el ritmo de actividad económica, sin que por ello se reduzcan, durante algún tiempo, las presiones inflacionarias. Según algunos autores ésta sería una posible explicación "monetaria" del fenómeno de la "estanflación" chilena de 1975.²⁷

Considerando la elevada magnitud del impuesto inflación²⁸ a esa fecha, y al insistir la autoridad monetaria en controlar el crecimiento de M_1 , se produjo un exceso de demanda (por sobre la oferta) de flujo nominal de dinero. Ese desequilibrio se tradujo, en el mercado de bienes, en un exceso de oferta, de manera que el ajuste macroeconómico se produjo fundamentalmente a través de una profunda recesión económica, reduciéndose de este modo la demanda por saldos monetarios reales.²⁹

Lo anterior señala la necesidad de que un programa antiinflacionario que intente moderar el crecimiento de M_1 , considere también la evolución de la demanda por dinero, sobre todo cuando la liquidez real de la economía es excesivamente baja.³⁰ Esto último adquiere mucha importancia, ya que, en el caso chileno por lo menos, existe alguna evidencia de que cuando el costo de mantener dinero se torna excesivamente elevado, la demanda de acervo real de dinero se vuelve muy inelástica con relación a la tasa de inflación,³¹ no ocurriendo lo mismo, por cierto, con la demanda de flujo.

3. La política antiinflacionaria, el tipo de cambio y la tasa de interés

Como es sabido, en una economía pequeña, abierta, con tipo de cambio no flotante, existe una relación muy estrecha entre las políticas cambiaria, monetaria y crediticia. El caso chileno se ha asemejado bastante a esta situación.

Un elemento que estuvo permanentemente en la discusión se refiere a cuál es el tipo de cambio de "equilibrio" y cuál debería ser la política cambiaria más adecuada. Si se acepta que la autoridad monetaria decida fijar el tipo de cambio en lugar de dejarlo flotar, ¿qué criterio debería guiar la programación cambiaria? Sobre este punto se ha escrito muchísimo y seguramente continuará siendo por mucho tiempo un tema de debate entre economistas. Un encuentro reciente organizado conjuntamente por CEPAL y el Banco Central de Uruguay, aporta interesantes ideas (muy relevantes para el caso de los países de América Latina) para un viejo debate.³² En los párrafos que siguen, se intentan algunas reflexiones adicionales derivadas de la experiencia chilena del último quinquenio.

Al parecer, la programación cambiaria se guió al menos por dos criterios: uno, en función de las diferencias en los ritmos de inflación internacional y nacional; y el otro, de

acuerdo al monto de las reservas internacionales del país.³³ Además, en ocasiones se la utilizó como elemento para orientar expectativas de inflación y para obtener, a través de su influencia sobre exportaciones e importaciones, un déficit deseado en la cuenta corriente del balance de pagos.

Lo anterior refleja, sin duda, un caso donde se intenta utilizar un instrumento para obtener varios fines que no necesariamente son compatibles entre sí. En particular, no hubo claridad sobre si el tipo de cambio es el mecanismo a través del cual se desea controlar la apertura comercial; o si se le debe programar en función de la evolución del mercado de divisas. Por ejemplo, durante períodos en que se ha devaluado muy lentamente, e incluso revaluado, la entrada de capitales a corto plazo se ha incrementado, estimulada, al parecer, por expectativas acerca de la relación entre el ritmo futuro de devaluación y la evolución de la tasa de interés doméstica. Así, el solo empleo del tipo de cambio como instrumento de control monetario, sin acompañarlo de una adecuada programación respecto de las rentabilidades relativas de los distintos pasivos del sistema financiero, puede causar, al menos durante un cierto lapso, efectos muy diferentes a los esperados.³⁴ Esto último tiene especial importancia, por la estrecha interrelación entre el manejo del tipo de cambio y el de la tasa de interés.

Cuando el tipo de cambio está indizado y la tasa de interés es libre y adquiere los altísimos niveles que alcanzó en el caso chileno no cabe duda acerca del enorme estímulo que ello significa para la entrada de capital financiero. Incluso, las regulaciones o intentos de control del mismo, serán algo inoperantes si la diferencial de intereses entre la economía nacional y el exterior, descontada la expectativa de devaluación (que puede incluir el riesgo cambiario en mercados paralelos), es lo suficientemente atractiva.

Esa, al parecer, fue la experiencia de la economía chilena. Al considerar *el monto de las reservas internacionales* como una guía para la determinación del tipo de cambio, se produce una situación en que, como consecuencia de la política monetaria inicialmente restrictiva, la tasa de interés interna sube; se estimula, en consecuencia, la entrada de capitales externos y se deprime (en términos relativos) el tipo de cambio.³⁵

Ello implica que el déficit en cuenta corriente y el consiguiente endeudamiento externo son mayores que los que habrían sido si el tipo de cambio se hubiese programado a base de otro criterio, devaluándose más rápidamente.

El país enfrenta de este modo una situación en la cual se puede retardar la recuperación económica por la continua restricción sobre el gasto fiscal (que deja de ser el "causante" de la inflación, pero cuya inactividad incide intensamente sobre la lentitud de la recuperación), unida a una demanda externa neta menor que la que habría existido si se hubiese aplicado una combinación diferente de políticas monetarias, fiscales y cambiarias.

A este respecto, llama la atención que el tipo de cambio real en Chile, a pesar de la rebaja de aranceles y del deterioro sufrido por los términos de intercambio durante el período 1975-1978,³⁶ fue en promedio un 2.3% inferior a su valor promedio de 1974.³⁷ Además, fue muy inestable con relación a su papel de asignador de recursos para actividades de exportación como de sustitución de importaciones, habiéndose devaluado en 1975 y en 1978 y revaluado en 1976 y 1977.³⁸ Esto estaría indicando que la rebaja arancelaria sería uno de los elementos explicativos, principalmente a través de la reducción en el costo de materias primas, insumos y bienes de capital importados de la notable expansión de las exportaciones e importaciones del país en el último tiempo.³⁹

El fuerte deterioro que se observa en el saldo de la cuenta corriente en 1977 y 1978, y las proyecciones preliminares de 1979 señalan que sería deseable una devaluación más rápida,⁴⁰ a través de la cual, se generarían las divisas por medio de un menor déficit en la cuenta corriente. De este modo se otorgaría una mayor protección al mercado interno, y, si se logra afectar las expectativas de devaluación, se moderaría la entrada de capitales

internacionales; se estimularían más aún las exportaciones no tradicionales, cuyo ritmo de crecimiento real, *en relación a la desgravación arancelaria*, debe tender a disminuir como consecuencia de que, una vez alcanzado el nivel y estructura tarifarios programados, cesarán los estímulos *adicionales* a las actividades intensivas en el uso de bienes importados.

Asimismo, se reduciría el ritmo de endeudamiento externo, el que durante 1978 y 1979 creció muy por encima del promedio del período. A este respecto, cabe notar que últimamente se ha argumentado que, en el caso de la economía chilena, no tendría mayor importancia el endeudamiento externo, puesto que éste lo estaría contratando mayoritariamente el sector privado, lo que aseguraría la rentabilidad de los proyectos financiados desde el exterior. Así, el servicio del endeudamiento externo se estaría cancelando en forma automática a través de la eficiencia asociada a los usos a los que éste sería asignado.

Parece necesario señalar, sin embargo, que el argumento anterior es excesivamente simplista. En efecto, por la gran acumulación reciente de deuda externa, se ha deprimido el valor del tipo de cambio, haciéndose más difícil ajustarlo a largo plazo. Pero el costo real de servir la deuda externa en el futuro requiere no sólo la generación de ahorro doméstico, sino, además, transformarlo en divisas. En consecuencia, si se producen cambios importantes en los términos de intercambio, en la liquidez internacional, o en las condiciones económicas o institucionales internas, de modo que el país no disponga de la actual abundancia de divisas, podría ser necesario modificar la paridad cambiaria, con sus consiguientes implicaciones sobre el valor real, expresado en recursos domésticos, de la deuda externa y sobre la eficiencia social de los proyectos financiados desde el exterior.

Por otra parte, y como ya se ha señalado, los compromisos previos existente en materia de pago de la deuda externa de responsabilidad oficial, imponían fuertes presiones sobre el sector monetario. Tampoco es claro, sin embargo, cuál procedimiento de generación de divisas sería el más adecuado, si un superávit en la cuenta de capitales autónomos o un menor déficit en la cuenta corriente. Quizás durante el período de mayor inflación, el estímulo al tipo de cambio pudo haber presentado algunos inconvenientes.

Sin embargo, un ritmo de devaluación persistentemente inferior a la diferencial entre la tasa nominal de interés interna y la internacional, estimula la corriente de capitales internacionales hacia el país. Cuando dicha entrada no financia un déficit en la cuenta corriente, sino que se traduce, principalmente, en acumulación de reservas internacionales, no contribuye a incrementar el ahorro total. En realidad, para un crecimiento dado en la cantidad de dinero, el crédito externo se torna competitivo con el crédito interno; en cambio, si la entrada de capitales internacionales se traduce en un mayor déficit en la cuenta corriente, se incrementa el ahorro externo.

Las combinaciones de devaluación (revaluación) y tasas de interés domésticas no son independientes respecto de la afluencia de divisas y de la creación de dinero base. Tampoco lo son con relación al grado de sustitución y/o complementación entre el ahorro doméstico y el ahorro externo. De la experiencia chilena parece deducirse que no es el tipo de cambio, especialmente cuando se lo emplea en forma aislada, un instrumento adecuado para el control de la base monetaria.⁴¹ La insistencia de programarlo con ese criterio tiene efectos importantes sobre otros objetivos de la política económica, en particular, el endeudamiento externo, la complementación entre el ahorro interno y externo, y la asignación de recursos entre bienes domésticos y comerciables, los que deben ser adecuadamente evaluados y contrastados con respecto al objetivo de la estabilización del nivel de precios.

IV

La apertura financiera al exterior⁴²

Un aspecto de la política económica chilena disonante con el esquema general que ha guiado el programa económico del último quinquenio, es el relativo a la apertura de la economía chilena al capital financiero internacional. Es interesante notar que las experiencias recientes de Argentina y Uruguay fueron mucho más liberales en este aspecto y, por el contrario, bastante más cautas y "gradualistas" en lo relativo a la apertura comercial.

A pesar de la impresión corriente de que Chile se ha endeudado fuertemente durante 1975-1978,⁴³ la evidencia empírica indica que ese juicio debe ser evaluado cuidadosamente. En términos *nominales*, entre fines de 1974 y fines de 1978, el país se endeudó en 2 137 millones de dólares, incrementando sus reservas brutas en 1 062 millones de dólares, lo que significó un endeudamiento neto nominal de 1 075 millones de dólares. Esto equivale a un crecimiento acumulado de 25.4% respecto del saldo deudor neto a fines de 1974, es decir, un ritmo promedio anual de endeudamiento neto nominal inferior al 6% (véase cuadro 11). Cabe mencionar, sin embargo, que las cifras de endeudamiento neto subestiman, en cierta medida, la deuda nominal "efectiva", ya que es preciso mantener un elevado nivel de reservas para seguir teniendo acceso al financiamiento externo.

Por otra parte, se suele estimar el endeudamiento neto "real" deflactando el valor nominal de la deuda externa por un índice de valor unitario de las importaciones del país. Dicho procedimiento señala que durante esos cuatro años, la deuda externa bruta real de Chile cayó a un ritmo promedio de 0.4% y la deuda neta real disminuyó a un ritmo promedio anual de 3.9% (véase cuadro 12).

Sin embargo, como se ha sostenido en un estudio reciente,⁴⁴ la metodología que acaba de señalarse presenta importantes limitaciones y parece más adecuado, para medir el peso efectivo de la deuda, deflactarla por un índice de la relación de términos de intercambio. Dicho cálculo, en el caso chileno, permite concluir que el ritmo promedio de crecimiento anual de la deuda bruta (neta), durante el período 1975-1978, alcanzó a 27.2% (22.7%). Es decir, el crecimiento real de la deuda externa, así definida, en los últimos cuatro años triplicó el de la deuda externa nominal.

Cuadro 11

CHILE: DEUDA EXTERNA: 1973-1978

(Millones de dólares)

Año	Deuda externa (1)	Reservas brutas (2)	Deuda neta (1) - (2)
1973	4 048	401	3 647
1974	4 774	535	4 239
1975	5 263	427	4 836
1976	5 195	816	4 379
1977	5 434	871	4 563
1978	6 911	1 597	5 314

Fuente: Banco Central. *Deuda externa de Chile*, 1978.

Nota: Las cifras de deuda externa se refieren a los montos efectivamente desembolsados pendientes a fines de cada año. Comprende la deuda tradicional y otros pasivos con el exterior que incluyen el Fondo Monetario Internacional, créditos de proveedores y financieros al Sector Privado, así como líneas de crédito de corto plazo a bancos comerciales, Banco del Estado y Banco Central.

Cuadro 12

CHILE: DEUDA EXTERNA, 1975-1978

(Variación porcentual)

Año	Deuda bruta			Deuda neta		
	A	B	C	A	B	C
1975	10.2	-8.3	82.4	14.1	-5.1	88.7
1976	-1.3	-3.2	-8.0	-9.4	-11.2	-15.6
1977	4.6	-5.7	16.4	4.2	-6.1	16.0
1978	27.2	17.8	34.0	16.5	7.8	22.7
1975-1978 ^a	9.7	-0.4	27.2	5.8	-3.9	22.7

 Fuente: Cuadro 11; CEPAL: *Estudio Económico de América Latina*, 1978.

Nota: A = Ritmo de crecimiento de la deuda externa nominal.

B = Ritmo de crecimiento de la deuda externa nominal deflactada por el índice de precios de las importaciones.

C = Ritmo de crecimiento de la deuda externa nominal deflactada por el índice de términos de intercambio.

^aTasa de crecimiento anual promedio del periodo.

Además, se observa, según cifras provisionarias, que el endeudamiento externo en 1979, al igual que en 1978, muestra una tendencia fuertemente creciente.

Pese a lo manifestado, y como consecuencia de las muy altas tasas de interés domésticas, las bajas tasas de interés en los mercados internacionales, la abundante liquidez internacional y la evolución del tipo de cambio en Chile,⁴⁵ parecía razonable esperar una afluencia mucho mayor de créditos externos.

Para comprender desde un punto de vista económico la menor entrada relativa de capital financiero a la economía chilena, deben considerarse, principalmente, tres aspectos.

En primer lugar, es necesario señalar que durante los primeros años de la aplicación de la nueva política económica, la actitud de la comunidad financiera internacional hacia Chile fue muy cautelosa, de manera que existieron probablemente, hasta bien entrado el año 1977, importantes limitaciones al endeudamiento externo por el lado de la oferta de crédito internacional.

Una segunda consideración merece destacarse: mientras el sector público se endeudaba muy lentamente, no ocurría lo mismo con el sector privado. Como se desprende del cuadro 15, en los cuatro años analizados, el sector público incrementó su deuda externa en 17%, mientras que el sector privado lo hizo en un 228%. Este aspecto, como se señala más adelante, tiene importantes implicaciones redistributivas.

Un tercer elemento que permite explicar el fenómeno comentado, lo constituye un conjunto de trabas y restricciones impuestas por la autoridad monetaria a los capitales externos que pudieran ser captados por el sistema financiero nacional.⁴⁶

Entre las limitaciones más importantes a la entrada de créditos externos⁴⁷ destacan las relativas a plazos mínimos de repatriación, las que restringen el endeudamiento bancario en moneda extranjera, tanto en lo que se refiere a su monto (ligado al capital y reservas de los bancos), como a la rapidez con que se podría incrementar el mismo (por restricciones al flujo de endeudamiento) y a la capacidad de otorgar avales.⁴⁸

Hay además dos aspectos sobre este tema que juzgamos merecen ser analizados con detenimiento: uno relativo al enfoque monetario del balance de pagos; y, el otro, a las implicaciones sobre la asignación de recursos y la distribución del patrimonio relacionadas con el tipo de restricciones al endeudamiento externo. Sin embargo, la carencia de información suficiente, desagregada y actualizada, hace necesario plantear la discusión a grandes rasgos, más bien a título de interrogantes y señalando sólo a algunas recomendaciones generales que, a nuestro entender, se derivan de la experiencia chilena.

1. *La apertura financiera externa y el enfoque monetario del balance de pagos*

Como se indicó, la estrategia económica relativa al financiamiento externo no se ha encuadrado dentro de los lineamientos generales de la política económica.

Al parecer, en este sentido las autoridades económicas consideraron, al menos hasta mediados de 1979, que el denominado enfoque monetario de la balanza de pagos tiene más validez a largo plazo que en la coyuntura. En efecto, si se hace abstracción de los aspectos dinámicos en los movimientos de las cuentas del balance de pagos, trayectorias de ajuste de las variables, etc., una apertura y total integración al mercado internacional de capitales (conjuntamente con la liberalización del mercado interno de capitales, incluidas reformas de encaje, etc.), generaría, de acuerdo a la teoría monetaria del balance de pagos, una gran afluencia de crédito externo y una tendencia muy rápida a la igualación (ajustada por cierto riesgo) entre la tasa de interés nacional y las tasas internacionales. Esto traería consigo un estímulo importante a la inversión, sobre todo en materia de construcción (uno de los sectores económicos más deprimidos durante el último quinquenio) y un aumento de la actividad económica.

Los principales inconvenientes derivados de una medida como la señalada aluden al proceso de ajuste y, en particular, a sus eventuales repercusiones sobre la inflación (dependiendo del grado de apertura comercial y de la política cambiaria que se adopte, a través de la monetización de la acumulación de reservas), la situación del endeudamiento externo y la probable mengua del ritmo de la devaluación cambiaria, con los consiguientes efectos negativos sobre la actividad económica y el empleo (particularmente en el sector productor de bienes transables).⁴⁹

El principal argumento esgrimido por las autoridades económicas para no liberalizar completamente el mercado financiero externo, se refiere al "impacto" potencial que podría tener una llegada masiva de capitales externos sobre la oferta monetaria y, en consecuencia, sobre el esfuerzo estabilizador.⁵⁰ En realidad, acerca de este punto, se hace necesario evaluar la elasticidad de la demanda por financiamiento respecto de la tasa de interés, determinar la repercusión monetaria de la medida (incluyendo el mayor déficit en la cuenta corriente del balance de pagos) y compararla con la evolución prevista en la demanda de dinero.

En Chile son muy escasos los estudios empíricos respecto al comportamiento del mercado de fondos prestables. Sin embargo, la experiencia más reciente permite pensar que se requeriría una entrada de capitales muy importante para lograr disminuir la tasa de interés.⁵¹ Si esto fuese cierto, se generaría un exceso de oferta de flujo de dinero el que adoptaría fundamentalmente tres formas para equilibrarse.

La primera, es el ajuste a través del incremento de la *producción y/o de los precios*, principalmente de los bienes no transables internacionalmente, con la consiguiente repercusión sobre la actividad económica y/o sobre el nivel general de precios.

La segunda variable de ajuste actuaría a través del mercado financiero interno, mediante un aumento en la *demanda por dinero* (definido apropiadamente), derivada de la posible reducción del costo de mantener saldos líquidos, así como del incremento en el volumen de las transacciones.

Finalmente, la tercera vía de ajuste la constituye la variación del saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. Como es natural, cuanto más abierta está la economía hacia el exterior y cuanto mayor sea el vínculo comercial establecido con los mercados internacionales de bienes y servicios reales, tanto mayor importancia adquiere esta variable. En consecuencia, es muy probable que una apertura más rápida al financiamiento exterior sólo genere transitoriamente una mayor presión inflacionaria y un cierto mejoramiento en la producción de bienes y servicios no transables. La principal repercusión, en

consecuencia, sería que se produjese una mayor brecha en el balance comercial, con el consiguiente mayor endeudamiento externo y una caída en los niveles de actividad y empleo del sector productor de bienes internacionalmente comerciables.

No obstante, esta última conclusión está muy vinculada a la política cambiaria que se decida adoptar durante la liberalización financiera externa. Si la trayectoria del tipo de cambio se guía por la evolución de la cuenta corriente y de la deuda externa, devaluándose más rápidamente (lentamente) frente al déficit en cuenta corriente o endeudamiento externo crecientes (decrecientes), se aumentará el nivel de precios, incrementándose la demanda nominal de dinero. La acumulación de reservas internacionales, en este caso, acompañada del intento por reducir el ritmo de crecimiento del dinero, significa que el financiamiento externo viene a sustituir al crédito interno, sin contribuir necesariamente a generar un mayor volumen de ahorro nacional. Si, por el contrario, la política cambiaria se guía por el saldo del *balance de pagos*, frente a una acumulación creciente de reservas internacionales, se devaluaría más lentamente (o se revaloraría), incrementándose el déficit en cuenta corriente y la deuda externa. De este modo, el financiamiento externo se constituye en ahorro proveniente del exterior, el que, *dado* un cierto monto de ahorro doméstico, contribuye a que la economía gaste por sobre el nivel de su producto.⁵²

Nótese que un endeudamiento externo creciente trae aparejada una externalidad "negativa" derivada de los criterios utilizados por los acreedores en sus evaluaciones de riesgo y solvencia, con lo que el costo marginal social (para el país) del endeudamiento externo es mayor que el privado. Este es un argumento en favor de la imposición de un impuesto a la contratación de financiamiento externo, aun cuando haya apertura financiera externa total.

A partir de la diferencial de tasas de interés, de la política cambiaria seguida, y del reconocimiento de la existencia de rezagos en la política económica, parece evidente que una apertura más rápida al financiamiento externo habría significado, en el caso chileno, un mayor endeudamiento externo neto, una caída en el nivel de actividad del sector productivo de bienes transables, y un incremento en la liquidez interna (o una combinación de los tres efectos), que justifican la preocupación de las autoridades por controlar el grado de apertura financiera al exterior.⁵³

No puede negarse, sin embargo, que una liberalización financiera interna más completa y una devaluación más marcada del peso habrían reducido significativamente la afluencia de capitales privados provenientes del exterior, junto a un probable estímulo al ahorro interno y a una menor incidencia de las operaciones de cambio —a través de la cuenta de capitales del balance de pagos— sobre la emisión monetaria y la estrategia antiinflacionaria.

Puesto que se optó por una apertura comercial más rápida que la financiera,⁵⁴ parece interesante estudiar este fenómeno, y, en especial, la forma a través de la cual se ha restringido el financiamiento externo, y sus implicaciones sobre la economía chilena. Esta materia se analiza a continuación.

2. Algunas consecuencias "reales" del control al financiamiento externo

Uno de los fenómenos más interesantes de analizar en la experiencia económica chilena se relaciona con la *forma* que adquirió el control de la apertura financiera externa. Lo anterior se basa en el hecho de que para mantener coherencia con el resto de las medidas adoptadas, habría parecido natural esperar una apertura total a los mercados de capitales internacionales, o alternativamente y en razón de consideraciones de equilibrio macroeconómico a corto plazo,⁵⁵ un racionamiento del crédito externo a través del precio, que fue el mecanismo que ha regido la mayor parte del resto de las decisiones económicas.

Sin embargo, el procedimiento utilizado consistió⁵⁶ en establecer, de "hecho", restricciones cuantitativas al endeudamiento exterior sobre todo en el caso del sistema financiero doméstico, que es el que tiene más fácil acceso al mercado internacional de capitales.⁵⁷ En efecto, como ya se mencionó, el capital y reservas de las entidades financieras limitaban tanto su endeudamiento con el exterior como su capacidad para otorgar avales, existiendo, además, una limitación general a todos los agentes económicos en relación a los plazos del endeudamiento externo.

Lo anterior adquiere mayor relevancia si se recuerda que, además de regir ese tipo de limitaciones al endeudamiento externo, se liberó la tasa de interés en el mercado de capitales, se inició una rápida apertura comercial, se produjo la mayor parte del proceso de privatización de empresas, y se impuso una rígida disciplina al sector fiscal y a las empresas públicas.

Estos fenómenos trajeron consigo una fuerte elevación de la tasa activa de interés real en el sistema financiero a porcentajes extraordinariamente elevados,⁵⁸ un cambio muy profundo en el nivel y estructura de la demanda agregada y del consumo, así como en los precios relativos de los bienes y factores. La situación de la inversión y el desempleo en Chile durante el período, refleja, en cierta medida, las consecuencias de lo expuesto (véase cuadro 13). También se produjo un exceso de demanda por financiamiento, derivado, entre otros motivos, de la venta de empresas en poder del Estado, agravado por la demanda generada sobre el mercado de capitales interno por las empresas públicas, que veían limitados los aportes del fisco, así como los créditos del Banco Central.

Por lo tanto, dos consecuencias de importancia derivadas del fenómeno que comentamos se refieren a la evolución de la inversión y a la asignación de recursos.

Es indudable que las elevadas tasas de interés de las colocaciones explican, aunque sólo sea parcialmente, la deprimida inversión privada del período, a lo que debe sumarse la caída de la inversión del sector público.⁵⁹ Además, las empresas que tuvieron acceso al crédito externo se caracterizan por su gran tamaño y por utilizar técnicas relativamente intensivas en capital lo que no asegura que sus inversiones generen necesariamente elevados niveles de empleo, ni sean las más eficientes desde un punto de vista social.

Cuadro 13

CHILE: DESEMPLEO E INVERSION

(Porcentajes)

Período	Tasa de desocupación Gran Santiago ^a	Tasa de inversión ^b
1960-1970	6.0	15.3
1971	5.5	14.1
1972	3.8	11.9
1973	4.6	12.0
1974	9.6	13.0
1975	16.2	10.7
1976	16.8	9.6
1977	13.2	10.7
1978	14.3	11.3

Fuente: Departamento de Economía, Universidad de Chile, *Comentarios sobre la situación económica*, 1978, 1979 y *Ocupación y desocupación en el Gran Santiago*, varios números.

^aSe refiere al promedio simple de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

^bInversión geográfica bruta en capital fijo como proporción del gasto del producto geográfico bruto.

Es interesante observar a este respecto cómo durante estos años, a pesar de una cierta liberalización del mercado financiero interno, perduraron algunas de las características asociadas al manejo tradicional del sistema financiero. En efecto, se tiende a mantener el carácter dual de la estructura industrial y de la distribución del ingreso, de manera que unas pocas firmas reciben grandes flujos de créditos a costos preferenciales que invierten en empresas sobrecapitalizadas y sólo parcialmente utilizadas. Así, este sector genera grandes rentas, mientras la mayoría de las empresas más pequeñas y bastante intensivas en mano de obra subsisten con costos financieros extraordinariamente elevados.

Asimismo, puede sostenerse que, en forma similar a lo que ocurría en el pasado, un sistema financiero tan restringido otorga claras ventajas a aquellas empresas que tienen acceso directo o indirecto al crédito preferencial (en este caso el proveniente del exterior) y a las que pueden recurrir a sus utilidades no distribuidas, sean propias o de otras firmas pertenecientes al mismo grupo económico. En Chile, un importante conjunto de empresas combinan todas estas ventajas y, por lo tanto, mejoran su posición competitiva, lo que no responde necesariamente a un incremento en la eficiencia productiva.

De lo señalado en los párrafos anteriores, se deduce que los *mecanismos* utilizados para controlar la corriente de préstamos externos a Chile no contribuyeron a un adecuado nivel de inversión ni a una asignación eficiente de la misma, y, lo que es más probable, permitieron generar un importante cambio en la distribución y concentración del patrimonio.

En efecto, debido a la forma en que se intentó regular la corriente de endeudamiento externo, se crearon las condiciones para que las empresas con acceso al crédito internacional obtuviesen cuantiosos beneficios. En otras palabras, debido a la forma en que se distribuyó la "cuota de importación" de capital financiero, se generó una utilidad proveniente de la diferencia entre el precio internacional y el precio interno del mismo.⁶⁰

Incluso hay evidencias de que algunas empresas se habrían dedicado a la actividad de importación, estimuladas básicamente por el crédito externo asociado a la importación. Asimismo, se ha sostenido que el déficit en la cuenta corriente del balance de pagos estaría sobreestimado por el incentivo de poder subfacturar exportaciones y sobrefacturar importaciones, ingresando la diferencia bajo la forma de crédito externo.

Estimaciones preliminares muy conservadoras indican que la transferencia obtenida en esta forma por empresas privadas con acceso al crédito externo durante el período 1976-1978 alcanzó, al menos, a 540 millones de dólares, cifra que a medidados de 1979 superaba los 650 millones de dólares⁶¹ (véase cuadro 14).

Además de lo expuesto, debe mencionarse el hecho de que mientras el sector privado se financiaba crecientemente desde el exterior, el sector público lo hacía a un ritmo muy inferior. En efecto, entre fines de 1974 y fines de 1978, la deuda privada aumentó en 1 449 millones de dólares, pasando a representar más del 30% del acervo total de deuda del país, cuando a fines de 1974 dicho porcentaje era inferior al 14%. El sector público, en cambio, que tuvo un incremento de deuda acumulada por 688 millones de dólares, bajó su participación desde 87% (fines de 1974) a un poco menos del 70% a fines de 1978.

Cuando se considera el servicio de la deuda, obsérvase que la corriente neta de recursos externos al sector público en los cuatro años aquí estudiados fue *negativa* (-468 millones de dólares), mientras que la del sector privado alcanzó a 948 millones de dólares. Si en lugar de la deuda externa, se utilizan cifras del balance de pagos, la situación es aún más favorable para el sector privado en relación a la del sector público. Además, el endeudamiento del sector público a través del artículo 14, D.L. 471, principal medio por el que ingresaron créditos externos al país, fue, durante el período 1975-1978, inferior al 8%, correspondiendo más del 90% al endeudamiento del sector privado.

De todo lo anterior se deduce que no sólo se produjo una probable asignación eficiente y de tendencia concentradora dentro del sector privado nacional, sino que, además, el sector público, incluidas por cierto sus empresas, se ha visto en condiciones financieras muy desventajosas en comparación con aquellas empresas privadas que tuvieron acceso al crédito externo en las mencionadas condiciones.⁶²

Los criterios de eficiencia y equidad indican que si se desea racionar el crédito externo, conviene hacerlo a través de un impuesto (complementado eventualmente con otros mecanismos) cuya recaudación corresponda al gobierno.⁶³ Si bien es cierto que el mercado de capitales, nacional e internacionalmente, dista mucho de ser perfecto, una medida como la señalada reduciría drásticamente los serios inconvenientes asociados a ciertas modalidades con que se implementaron las restricciones cuantitativas de importación de capital.⁶⁴

Cuadro 14

CHILE: UTILIDADES FINANCIERAS DE EMPRESAS PRIVADAS CON ACCESO AL CREDITO EXTERNO

(Millones de dólares)

Año	Tasa de interés (porcentaje anual en dólares)			Alternativa (1) Artículo 14 ^b		Alternativa (2) Capitales autónomos ^c		Alternativa (3) Stock deuda externa ^d	
	LIBOR	Chile	Diferen- cial ^a	Sector privado	Uti- lidad	Sector privado	Utilidad	Sector privado	Utilidad
1976	6.12	118.53	1.0629	227	121	319	170	641	681
1977	6.42	58.38	0.4554	287	169	381	207	772	351
1978	9.35	51.10	0.3240	750	251	932	326	980	318
1979 (1er. semestre)	11.21	42.10	0.1968	500	113 654	(466)	133 836	1 569	155 1 505

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletín mensual*, mayo 1979; *Deuda externa de Chile*, junio 1979.

^a Se calculó como la diferencia entre la tasa de interés bancaria de colocaciones en Chile, expresada en dólares, y el doble de la tasa LIBOR.

^b La alternativa (1) se calculó a base de los siguientes supuestos: a) los únicos montos ingresados son los créditos liquidados al sector privado por el artículo 14; b) su permanencia en el país es de dos años; y c) el monto disponible por año es igual a la mitad del flujo anual. Este cálculo está subvaluado tanto por la cobertura del artículo 14 (no se incluyó el artículo 15 que corresponde a créditos para el sector privado), como por el período de permanencia, ya que estos créditos quedan en el país por dos años como límite mínimo; y por no considerar el *stock* de la deuda del artículo 14 existente a fines de 1975.

^c La alternativa (2) se basa en datos de la Balanza de Pagos y se refiere al Movimiento (neto de Amortización) de Capital Autónomo de uso privado. En este caso se repitieron los supuestos de la alternativa (1) para los movimientos de capital a largo y a mediano plazos y se supuso sólo un año de permanencia al 50% del monto de créditos a corto plazo. Para el año 1979 se estimó un movimiento igual al del año 1978, para todo plazo.

^d La alternativa (3) se basa en el supuesto de que el total del *stock* adeudado por el sector privado al exterior a fines del año anterior permanece sólo un año en el mercado. No incluye la deuda privada tradicional ni la a corto plazo.

REPERCUSIONES MONETARIAS Y REALES DE LA APERTURA AL EXTERIOR

Cuadro 15

CHILE: DEUDA EXTERNA^a POR SECTORES, 1973-1978

(Millones de dólares)

	Deuda pública		Deuda privada		Deuda total
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje	
Diciembre 1973	3 260.2	80.6	787.8	19.5	4 048
Diciembre 1974	4 138.2	86.7	635.8	13.4	4 774
Diciembre 1975	4 444.6	84.5	818.4	15.6	5 263
Diciembre 1976	4 163.8	80.2	1 031.2	19.9	5 195
Diciembre 1977	4 067.4	74.9	1 366.6	25.2	5 434
Diciembre 1978	4 826.0	69.8	2 085.0	30.2	6 911

Fuente: *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior, op.cit.*

^aVéase nota en cuadro 11.

Cuadro 16

CHILE: CORRIENTE BRUTA Y NETA DE CREDITOS EXTERNOS^a POR SECTORES

(Millones de dólares de cada año)

	1975		1976		1977		1978					
	Cte. bruta	Serv. de la deuda	Cte. neta	Cte. bruta	Serv. de la deuda	Cte. neta	Cte. bruta	Serv. de la deuda	Cte. neta			
Sector público	768	778	-10	545	868	-323	580	1 042	-462	1 529	1 202	327
Sector privado	110	54	56	238	224	14	526	199	327	824	273	551
Total	878	832	46	783	1 092	-309	1 106	1 241	-135	2 353	1 475	878

Fuente: Banco Central de Chile.

^aVéase nota en cuadro 11.

V

Resumen y comentarios finales

Este trabajo comenzó con una breve reseña de la situación macroeconómica que enfrentó la política económica llevada a cabo en Chile desde fines de 1973.

Luego se analizaron los fundamentos de la estrategia de estabilización, basada en el intento de reducir el ritmo de crecimiento del dinero nominal, definido tradicionalmente.

Se consideró que dicha política tendía a ser contradictoria con la progresiva apertura de la economía chilena al exterior, debido al carácter crecientemente endógeno de la oferta monetaria. La dificultad en el control del dinero base se agudizó por la liberalización extremadamente rápida (aunque parcial) del mercado de capitales interno, sobre todo en circunstancias en que hubo una extraordinaria liquidez internacional.

En consecuencia, el programa de estabilización parece haber sido concebido teniendo como marco de referencia una economía cerrada, toda vez que al irse internacionalizando las relaciones económicas del país, la restricción del crédito interno, en particular el dirigido al sector público, se esteriliza, en mayor o menor medida, a través de la afluencia de divisas. Esta última fue estimulada, además, por la evolución de la tasa de interés interna y la política cambiaria seguida durante 1975-1978.

Por lo tanto, se percibe como excesivo el peso recaído sobre el sector público chileno, con los consiguientes efectos adversos sobre el nivel de inversión, empleo y gasto social.

Al restringir el análisis a un tipo de cambio no flotante, se argumentó que la política cambiaria no debe utilizarse como instrumento de control monetario (aunque de hecho se constituye en un importante determinante directo de la evolución de los precios internos en una economía abierta); señalándose que se intentó usar y programar un instrumento, el tipo de cambio, a base de consideraciones no necesariamente coincidentes, tales como el nivel de reservas internacionales, la deuda externa, expectativas de inflación y el diferencial entre los ritmos de inflación interna e internacional. Se hace evidente, además, que el uso alternado de diferentes objetivos y/o guías de política cambiaria puede implicar una excesiva inestabilidad en el tipo de cambio real.

Se examinaron las ventajas e inconvenientes de que sea la evolución de la cuenta corriente o la del saldo de balance de pagos el criterio más adecuado para la política cambiaria; se concluyó que si se desea que el financiamiento externo se canalice en la forma de mayor ahorro externo, parece más conveniente que el tipo de cambio se guíe en función del nivel de reservas internacionales. Si en lugar de ello no se desea incrementar el endeudamiento externo y tampoco se adoptan medidas crediticias adecuadas tendientes a reducir la afluencia de divisas a través de la cuenta de capitales, el financiamiento externo será principalmente un sustituto del crédito interno.

Se concluyó, por tanto, que la oportunidad de la apertura al exterior, de la liberalización financiera interna y de la privatización de empresas no fue congruente con el esfuerzo desplegado por el sector público dentro de la política monetaria. Una apertura comercial más gradual hacia el exterior, y medidas tendientes a frenar directa o indirectamente (operando a través de la política crediticia) la entrada de capitales desde y hacia el sector privado, pudo haber permitido una programación monetaria menos restrictiva en relación a la actividad fiscal y a la de las empresas públicas.

Con relación a la demanda por dinero, se destacó el papel excesivamente pasivo adoptado por la autoridad económica, cuyas consecuencias fueron agravadas por la oportunidad en que se impulsó el desarrollo del mercado de capitales. Todo ello contri-

buyó a demorar la reducción de la inflación, así como a explicar parte importante del proceso de "estanflación" padecido por la economía chilena durante parte del período de tiempo estudiado.

En consecuencia, se sugiere que durante los procesos de estabilización basados en políticas monetarias restrictivas, debe darse más énfasis al intento de control de las expectativas inflacionarias y/o al comportamiento y evolución de los sustitutos del dinero.

Más adelante se analizaron las implicaciones derivadas de una apertura al exterior a un ritmo y características diferentes en el sector real en relación con el sector financiero de la economía.

Se intentó demostrar la íntima vinculación de las políticas cambiaria, monetaria, fiscal y crediticia en un proceso de esta naturaleza. En especial, destacóse la necesidad de dedicar más atención a la composición, además del nivel, del balance de pagos; se señaló el doble papel del tipo de cambio, tanto en lo relativo al balance comercial como a través de la repercusión que las expectativas sobre su evolución futura genera en los movimientos de capitales internacionales.

Se analizó la justificación, basada en argumentos antiinflacionarios y relativos al endeudamiento externo, enunciada para llevar a cabo la apertura financiera al exterior en forma relativamente lenta. Se indicó que, si bien dichos argumentos no carecen de validez, adquirirían más fuerza si la apertura comercial se hubiese efectuado también más gradualmente; en todo caso, es muy discutible la magnitud y la forma a través de la cual se restringió la entrada de capitales externos.

La política de una devaluación esperada más acelerada, unida a un manejo crediticio interno tendiente a reducir el margen entre tasas activas y pasivas de interés y al intento de cuantificar y actuar consecuentemente sobre la demanda de flujo por dinero nominal, pudo significar una situación monetaria tal que, sin generar fuertes presiones inflacionarias, no se hubiese reducido tan drásticamente el gasto e inversión del sector público.

Los mecanismos utilizados para controlar la afluencia de capitales no parecen haber sido los más adecuados para promover mayor inversión, empleo ni una óptima asignación de recursos.

Asimismo, se estimó el monto de las transferencias obtenidas por el sector privado nacional que tuvo acceso al crédito externo, destacándose sus importantes consecuencias redistributivas, tanto dentro del sector privado como con respecto a la situación del sector público.

Del análisis efectuado se concluye que la política macroeconómica aplicada no fue neutral con respecto a los sectores y grupos que debieron soportar, no sólo el costo derivado de la política de estabilización, sino que, además, los efectos redistributivos asociados a la particular forma como se realizó la apertura financiera al exterior.

Parece claro que, a base de criterios de eficiencia y equidad, un impuesto de beneficio fiscal, equivalente a un arancel a la importación de crédito externo, es un mecanismo más adecuado para controlar la apertura financiera externa, si se lo compara con el establecimiento de restricciones cuantitativas. Aquéllas podrían adquirir mayor importancia si se estima que la oferta de liquidez internacional que enfrenta un país es muy errática o inestable. Esta última consideración, por lo demás, unida a la velocidad de ajuste de los movimientos de capitales en comparación a la de los bienes, sugiere que la apertura financiera al exterior presenta más dificultades para el manejo de la política macroeconómica que la de índole comercial.

Por último, si se decide efectuar una reforma al sector externo de la economía, deben analizarse, evaluarse e implementarse en forma coordinada la apertura comercial y la financiera.

NOTAS

¹Calculado a base del Índice de Precios elaborado por el Departamento de Economía de la Universidad de Chile.

²Parece necesario distinguir entre la dificultad efectiva y potencial para *obtener* préstamos externos, de la capacidad de desembolsarlos. De hecho, como lo indican las cifras, se usó financiamiento externo con bastante facilidad.

³Las excepciones más notables han sido la determinación del precio de los servicios de la mano de obra y de las divisas por mecanismos diferentes a los del libre juego del mercado. Además, hubo un reducido número de bienes cuyo precio estuvo controlado, aunque, al parecer, a niveles muy cercanos a los del mercado.

⁴Esto no significa que se postule que haya habido una coherencia y consistencia externa e interna en la aplicación de la política económica. Sin embargo, a pesar de diversos cambios de énfasis y prioridades, tanto en los objetivos como en los medios utilizados (por ejemplo, inflación y equilibrio externo, política cambiaria, etc.), ha predominado una filosofía básica a largo plazo que ha enmarcado, en términos generales, la concepción de las políticas económicas.

⁵Que se vio acompañada, además, por cambios en su composición.

⁶Principalmente a través de la creación del Impuesto al Valor Agregado y de un fuerte control a la evasión tributaria.

⁷Esto ocurrió a fines de 1978, aun cuando en 1979 se observa un repunte en la inflación.

⁸Cabe recordar, sin embargo, que la inflación internacional del último quinquenio fue muy superior a la de los años sesenta, con lo que, en ese sentido, tórnase significativo el reciente mayor control observado en el ritmo inflacionario chileno.

⁹Fenómeno que se manifiesta con mayor claridad cuanto más abierta es la economía al exterior.

¹⁰Referida al dinero definido tradicionalmente (M_1), cuya tasa de crecimiento fue considerada, durante la mayor parte del período analizado, como indicador y guía de la política monetaria.

¹¹Además, el hecho de que la economía haya estado "indizada", así como otros elementos asociados a presiones de costos, contribuyeron a que la tasa de inflación no haya caído más aceleradamente.

¹²En el sentido de que no son controlables por la autoridad monetaria, sino que, por el contrario, la demanda de los medios de pago (que depende de la conducta de personas, empresas y bancos, nacionales y extranjeros) "crea su propia oferta" básicamente a través de los movimientos en las cuentas corriente y de capital del balance de pagos.

¹³La menor protección arancelaria se ha visto compensada, en parte, por el incremento en los costos de transporte ocurridos durante el período.

¹⁴Cabe mencionar, sin embargo, que, según las autoridades, la apertura comercial se justificaba doblemente. Por el lado de la estrategia de desarrollo a largo plazo, forzaba a los productores internos a enfrentar a la competencia internacional y, en relación a la política antiinflacionaria, a pesar de limitar los instrumentos de control monetario al crédito interno, impondría, para una política cambiaria determinada, un techo a la trayectoria de los precios internos de los bienes y servicios internacionalmente comerciables.

¹⁵En este trabajo no se analiza la situación, dentro del sector financiero, relativa a la mayor o menor competitividad, reglas del juego e igualdad de oportunidades entre instituciones e intermediarios, tanto nacionales como extranjeros. Al respecto puede verse F. Berger, "La protección efectiva negativa a la industria monetaria y la política financiera externa de Chile", en *Cuadernos de Economía*, N° 42, agosto, 1977, pp. 197-234.

¹⁶Otra variable que explicaría el elevado margen entre tasas activas y pasivas sería la inflación, derivado del hecho de que al recibir los depositantes una tasa real positiva, parte del impuesto inflación lo pagarían los prestatarios, cancelando altas tasas de interés por los préstamos. Véase R. McKinnon, "La intermediación financiera y el control monetario en Chile", en *Cuadernos de Economía*, N° 43, diciembre, 1977, pp. 31 y 32.

¹⁷Como en el cuadro 8, estas tasas corresponden a los valores observados (a diferencia de los esperados), tanto de las tasas nominales de interés, de la variación del nivel de precios, así como de la evolución del tipo de cambio nominal.

¹⁸Esta afirmación alude al "impacto" monetario provocado por la entrada de capital financiero externo, obtenido por el sector privado nacional.

¹⁹Lo aquí señalado no debe interpretarse como que la oferta de crédito externo es perfectamente horizontal, al mismo nivel, para todos los usuarios potenciales de dicho financiamiento, sino más bien, en el sentido de que las imperfecciones que caracterizan este mercado se vieron agudizadas por inadecuados controles estatales.

²⁰Naturalmente, el "impacto" monetario del pago de la deuda externa no es indiferente a la forma como el sector público genera los recursos necesarios. En particular, cabe distinguir el caso en que se reduce el déficit fiscal, de aquel otro en que el fisco se endeuda con el Banco Central.

²¹ Las excepciones parecen haber sido, aunque quizás algo tardíamente, dos revaluaciones del peso (julio de 1976 y marzo de 1977); la fijación de una escala diaria del dólar a partir de febrero de 1978, y el intento de "guiar" las tasas de interés en el mercado de capitales, el que duró muy poco tiempo.

²² Coincidente con un ritmo inflacionario elevadísimo, una fuerte restricción del gasto público, y con la privatización de un importante número de empresas con elevada participación estatal.

²³ Esto se debe a que el tipo de activos financieros que se hacían más rentables y que antes no estaban a disposición de los agentes económicos, no incluían aquellos que conforman el dinero definido tradicionalmente; este último, por lo demás, era utilizado como guía e indicador del carácter más o menos expansivo o restrictivo de la política monetaria.

²⁴ Cabe señalar, además, que la liberalización del sistema financiero nacional fue sólo parcial, lo cual, según algunos analistas, sería una causa principal del elevado margen entre las tasas activas y pasivas de interés. Véase R. McKinnon. *op.cit.*, pp. 22-57, y "Represión financiera y el problema de la liberalización dentro de los países menos desarrollados", en *Cuadernos de Economía*, Nº 47, abril, 1979, pp. 3-22.

²⁵ En la práctica, este último mecanismo operó reduciendo los requisitos de encaje del mes siguiente en el monto equivalente al interés que correspondía percibir por el encaje mantenido el mes anterior. Así, el "pago" de intereses no dio origen a aumentos de la emisión, manifestándose su efecto en el comportamiento del multiplicador bancario.

²⁶ Nótese que desde el punto de vista de las instituciones financieras, el pago de interés de mercado sobre el encaje legal es equivalente a una reducción de este último, con lo que tendería a reducirse el fuerte margen entre tasas activas y pasivas de interés. Si se define dicho margen por m y se le expresa, al igual que las demás variables, por unidad de depósito, se tiene que $m = i_a - i_p = g + c + e_a i_a - e_l i_l$, donde i_a = tasa de interés activa; e_l = tasa de encaje legal; e_a = tasa de encaje efectiva; i_l = tasa de interés aplicable al encaje legal; c = costos de administración e intermediación; i_p = tasa de interés pasiva; g = utilidad. Cambios apropiados en i_l y e_l , para modificar, en un determinado monto, el margen m , no necesariamente tienen la misma repercusión sobre el valor del multiplicador bancario y, en consecuencia, sobre el dinero.

²⁷ Véase L. Sjastaad y H. Cortés, "El enfoque monetario de la balanza de pagos y las tasas de interés real en Chile", en *Estudios de Economía*, Nº 11, Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de Chile, Santiago, primer semestre de 1978, p. 13.

²⁸ Véase R. Zahler y E. Budinich, "Financiamiento gubernamental, emisión e impuesto inflación", en *Estudios de Economía*, Nº 8, segundo semestre de 1976, p. 138.

²⁹ El intento de regular alguno de los determinantes de la demanda por dinero significaba retardar la liberalización financiera interna. Al parecer, para la estrategia económica oficial, la reforma financiera fue tan prioritaria que se optó por afectar el comportamiento de otros mercados y sectores económicos con tal de no entorpecer la evolución y desarrollo del mercado de capitales.

³⁰ En el caso chileno, la demanda real de acervo de dinero se redujo fuertemente hasta mediados de 1976, fecha a partir de la cual el coeficiente de liquidez comenzó a subir. Para la implementación de la política monetaria a corto plazo es muy importante poder determinar la evolución de la demanda por acervo (real) y por flujo (nominal) de dinero, ya que en distintos momentos, a lo largo del tiempo, pueden coexistir desequilibrios de acervo y flujo de diferente intensidad, así como equilibrio en el sentido de acervo y desequilibrios en el sentido de flujos, y viceversa.

³¹ Cuando es muy elevada la tasa de inflación (efectiva y esperada), los agentes económicos tienden a sustituir, dentro de su cartera de activos, los saldos monetarios reales por otros activos financieros y físicos de mayor rentabilidad que el dinero. Sin embargo, mientras, no se reemplaza el dinero por otros bienes, como medio de cambio para realizar las transacciones, hay un "mínimo" de dinero real, imprescindible, por su liquidez, para realizar los pagos en la economía. De este modo, por sobre cierta (elevada) tasa de inflación, la demanda por acervo real de dinero se vuelve muy inelástica. Sin embargo, como la demanda de flujo de dinero nominal depende, entre otros motivos, directamente de la tasa de inflación, se hace necesario, en un programa antiinflacionario, compatibilizar, tomando las medidas de política adecuadas, la evolución de la oferta de flujo con la demanda de flujo por dinero. Véanse al respecto nota 30 y R. Zahler y E. Budinich, *op.cit.*, p. 142.

³² *Seminario sobre política cambiaria*, Banco Central de Uruguay y CEPAL, Montevideo, agosto de 1978.

³³ Véase A. Bardón, "Algunas experiencias de la política cambiaria en Chile (1973-1978)", en *Seminario sobre política cambiaria, op.cit.*; y R. McKinnon, "La intermediación financiera y el control monetario en Chile", *op.cit.*

³⁴ Para mayores detalles al respecto, véase C. Massad, "La paradoja de septiembre", en *Estudios de Economía*, Nº 5, primer semestre 1975, pp. 51-56.

³⁵ Si se libera más rápidamente la cuenta de capitales, este último efecto se magnificará.

³⁶ En el período 1975-1978, el índice promedio de los términos de intercambio ha sido 77, frente a 85 (1960-1964), 119 (1965-1969) y 121 (1970-1974).

³⁷ Véase cuadro 7. Naturalmente, persiste el problema de definir en forma adecuada cuál es el tipo de cambio real de "equilibrio".

³⁸Sin embargo, parece haberse percibido como bastante estable, con referencia a la evolución del tipo de cambio durante 1971-1973.

³⁹Naturalmente, la fuerte devaluación de los años 1974 y 1975, la caída inicial en la demanda agregada interna y la capacidad exportadora existente no utilizada hacia fines de 1973, jugaron un papel fundamental en el incremento de las exportaciones y, sobre todo, de las no tradicionales.

⁴⁰Naturalmente, dada la apertura de la economía, una medida de esa naturaleza tendría un impacto inflacionario derivado del incremento de precios, expresados en pesos chilenos, de los bienes y servicios comerciables internacionalmente.

⁴¹Sin embargo, cuanto más abierta está la economía al exterior, más importancia adquiere la evolución del tipo de cambio como determinante *directo* (y no a través de su influencia sobre la base monetaria), junto a la inflación internacional, y a las características de los mercados de bienes y servicios no transables internacionalmente, de la inflación interna.

⁴²El análisis que sigue se refiere a los créditos financieros más que a la inversión externa directa, debido a los distintos determinantes de ambos y la pequeña magnitud de la inversión directa en relación a los préstamos (entre 1975 y 1978 la inversión externa representó un 20% del flujo neto de capital autónomo, toda vez que los préstamos *privados* explicaron más del 100% del mismo), y a la más estrecha relación de estos últimos con los aspectos financieros de la política macroeconómica.

⁴³Esto pudo haberse debido a que, de hecho, durante este período se *estimuló* fuertemente el endeudamiento externo a través de una devaluación relativamente lenta, del propósito de incrementar fuertemente la posición de las reservas internacionales del país y de permitir la elevación sustancial de las tasas activas de interés.

⁴⁴Véase C. Massad y R. Zahler, "Inflación mundial y deuda externa: El caso del deflactor impropio", en *Dos estudios sobre endeudamiento externo*, Cuadernos de la CEPAL, Nº 19, Santiago de Chile, 1977.

⁴⁵Recuérdese que la tasa de interés interna en dólares fue, en promedio, de 60% anual para el período entre 1975-1978.

⁴⁶Véanse nota 15 y D. Tapia, "Apertura al mercado financiero internacional" en *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior*, Instituto de Estudios Bancarios Guillermo Subercaseaux, Santiago de Chile, 1979, pp. 107-130.

⁴⁷Durante 1979 hubo importantes modificaciones y simplificaciones a este respecto.

⁴⁸Estas limitaciones se refieren a las impuestas a la demanda por préstamos. Tampoco puede desconocerse que, incluso con apertura total, existen importantes imperfecciones, tales como fragmentaciones del mercado, garantías diferenciales, información imperfecta, evaluaciones de riesgo y racionamiento bancario a base de montos, además de precios, oferta de crédito externo de pendiente positiva, etc.

⁴⁹Como es obvio existen otros argumentos para no permitir una apertura total al capital externo, como los de índole política que reconocen las implicaciones derivadas del hecho de que una parte sustancial del capital nacional esté en manos extranjeras, así como otros relacionados con las imperfecciones de los mercados de capital, costos de información, segmentación de mercados y, sobre todo, respecto a la inversión directa, argumentos relacionados con la forma de operar de las empresas multinacionales.

⁵⁰Véase D. Tapia, "Apertura al mercado...", *op.cit.*

⁵¹Esta afirmación se refiere a las implicaciones de la entrada de crédito sobre la deuda externa, más que a una elevada elasticidad-interés de la demanda por financiamiento externo. La tasa de interés interna no sólo depende del financiamiento externo, sino que además, del ahorro interno. Este último cayó fuertemente durante el período analizado. La tasa de interés interna a corto plazo expresada en dólares, a mediados de 1979 seguía siendo muy elevada, a pesar de una cuantiosa entrada de capitales. En 1975-1978, la entrada (neta de amortización e intereses) de capital *privado* representó el 4% del GPGB, cifra que alcanzó a 7% en 1978.

⁵²Como es evidente, el ahorro interno no es independiente del ahorro externo, siendo necesario, en cada caso concreto, especificar dicha interrelación.

⁵³Debe señalarse también que la eventual caída en la tasa de interés interna habría significado un estímulo (aunque probablemente pequeño) a la inversión, y por lo tanto, al crecimiento económico y al empleo.

⁵⁴En nuestra opinión, si bien era necesario regular el flujo de capitales externos hacia el país (fenómeno que se habría dado más fácilmente con una apertura comercial más gradual), los mecanismos utilizados distaron mucho de ser los más eficaces y equitativos.

⁵⁵No puede dejar de mencionarse que en muy pocas áreas de la economía se tomó tan en cuenta, como aquí, la preocupación por el corto plazo y el proceso de ajuste.

⁵⁶En junio de 1979, se modificaron las limitaciones a bancos y sociedades financieras para ingresar créditos externos.

⁵⁷Es razonable argumentar que, por la característica propia de los flujos de capital financiero internacional, su volatilidad, actitud y evaluación del riesgo, etc., sea necesario establecer algún tipo de regulación cuantitativa a la entrada de crédito externo. Sin embargo, existen diferentes modalidades, con efectos de eficiencia y redistributivos también distintos, para implementar dicha regulación.

⁵⁸La tasa pasiva, si bien ha sido crecientemente positiva, no ha sido muy elevada, como consecuencia del amplio margen de diferencia entre ésta y la tasa activa.

⁵⁹Esta última, representó, en 1974, el 12% del GPGB, llegando, en 1977, a sólo el 6.4%.

⁶⁰Debe reiterarse, sin embargo, que, independientemente del grado de apertura financiera al exterior, persisten muchas imperfecciones en los mercados nacional e internacional de capitales.

⁶¹A fines de 1978, el valor de venta de las empresas en poder del Estado, privatizadas durante el período, alcanzó a 585 millones de dólares.

⁶²Se puede sostener que el sector privado se endeudaba en el exterior como una forma de financiar el pago del impuesto inflación, muy elevado durante ese período. Sin embargo, la incidencia de dicho impuesto recayó principalmente sobre aquellos agentes económicos a quienes les era más difícil sustituir circulante o depósitos a la vista, por otros activos, así como sobre los prestatarios en el mercado nacional de capitales a corto plazo. Es evidente que no pertenecen a dichas categorías las grandes empresas privadas con acceso al financiamiento internacional, al cual recurrían precisamente, para "evadir" el impuesto inflación.

⁶³Las medidas adoptadas por el Banco Central durante el segundo trimestre de 1979, con el propósito de establecer encajes obligatorios al ingreso de ciertos créditos externos, son similares a la señalada en el texto. Sin embargo, para entonces, el principal efecto redistributivo ya se había consolidado.

⁶⁴Sin embargo, como se señaló antes en el texto, si la oferta de crédito externo se torna muy inestable, puede ser necesario recurrir a algún mecanismo de control directo, regulado por la autoridad económica.

Estrategias alternativas de apertura: un modelo de simulación

Roberto Zahler

Este estudio fue presentado en la XVIII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, que se celebró en Santo Domingo, República Dominicana, en noviembre de 1981. El estudio fue publicado en *Monetaria*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Vol. V, Nº 3, julio-septiembre, 1982. El trabajo se basa en los resultados del proyecto conjunto CEPAL-FMI sobre apertura económica y el autor agradece la valiosa ayuda de Ricardo Arriazu, Reynaldo Bajraj, Mohsin Khan, Carlos Massad y Nicolás Eyzaguirre.

I

Introducción y objetivos

El tema del grado de apertura económica al exterior, siempre presente en la región, comenzó a tener creciente importancia en América Latina desde mediados del decenio de los sesenta.

Los motivos de esto se encuentran en diversos planos. Por una parte, corresponde señalar el "efecto de demostración" del crecimiento económico obtenido por algunos países del sureste asiático, donde el dinamismo de las exportaciones desempeñó un papel de mucha importancia.

Desde otro ángulo, diversos países de la región han constatado una relativa pérdida de dinamismo en el proceso de industrialización mediante la sustitución de importaciones, diseñándose nuevas estrategias para el sector externo, generalmente asociadas con la promoción de las exportaciones y con el sometimiento más riguroso de la actividad económica interna a la competencia internacional.

Más recientemente, y relacionado ello en alguna medida con lo anterior, varios países de América Latina han adoptado nuevas estrategias de crecimiento económico que tienden a enfatizar la importancia del mercado como mecanismo de asignación de recursos y, en ese contexto, han requerido una mayor identificación de los precios internos con los internacionales, lo que ha significado abrir decididamente sus economías al comercio exterior.

Por otra parte, las profundas modificaciones del sistema monetario mundial y la evolución reciente de los mercados internacionales de capitales han significado un cambio cualitativo y cuantitativo de gran importancia en los montos y costos de los capitales financieros disponibles para los países en desarrollo. Si a esto se añaden los intentos de muchos de dichos países por reformar y agilizar el funcionamiento de los mercados financieros internos, con las consiguientes políticas crediticias y de tasas de interés, se observa una situación caracterizada por una sostenida integración de los mercados de capitales internos con los internacionales. Asimismo, los fuertes cambios que han ocurrido en los últimos años en la economía mundial, con la persistencia de presiones inflacionarias y de tendencias recesivas, han inducido a algunos países, especialmente entre los industrializados, a adoptar estrategias más proteccionistas. Estos fenómenos han reactualizado la discusión en torno del grado de vulnerabilidad económica de países pequeños, según su particular modalidad de inserción en la economía mundial.

Los elementos arriba reseñados se esgrimen, entre otros, en favor o en contra de una mayor apertura económica externa, en la mayor parte de los países de la región. Quizás uno de los problemas fundamentales que a este respecto presenta el diseño y aplicación de la política macroeconómica es la relativa carencia de desarrollos, tanto teóricos como de experiencias nacionales o regionales, que permitan tener un cuadro claro de las características y consecuencias del proceso de mayor o menor apertura económica externa. En este sentido, la literatura existente es muy escasa y está, como conjunto, claramente a la zaga de los acontecimientos.

En el marco general que hemos descrito se desarrolla la actividad que sobre este tema ha llevado a cabo la CEPAL, y actualmente también el ILPES, por medio de estudios empíricos de casos nacionales y de investigaciones teóricas y analíticas de la apertura económica externa.

El presente trabajo se inscribe en esta segunda área y es un intento por estudiar en forma sistemática el proceso de apertura económica al exterior, concentrando sus esfuerzos en comprender la evolución, durante el proceso de ajuste asociado con una determinada estrategia económica del sector externo, de algunas variables macroeconómicas de importancia, tales como el nivel de actividad económica, la balanza de pagos, la deuda externa, los precios, las tasas de interés, etc.

Para estos efectos, se ha contado con la colaboración del Fondo Monetario Internacional, institución con la cual se está llevando a cabo un trabajo conjunto, consistente en el diseño de un modelo analítico y computacional de tipo macroeconómico, mediante el cual se simula¹ el comportamiento dinámico de las variables macroeconómicas mencionadas, en relación con diferentes estrategias (tanto en cuanto a magnitud y velocidad como a sincronización) de apertura económica comercial y/o financiera. Es necesario destacar que hay diversos aspectos que se presentan en este informe que no reflejan aún una versión final común del modelo o de ciertas especificaciones relativas al diseño de determinadas políticas económicas.

En esta ocasión, se describen y explican las características fundamentales del modelo macroeconómico y se analiza el resultado de simulaciones de: a) reducciones bruscas de protección comercial, suponiendo que la economía se mantiene cerrada a los movimientos de capitales internacionales; b) reducciones graduales de esa misma variable en similares condiciones; c) apertura financiera externa brusca, suponiendo que no se modifica la política comercial; d) apertura financiera gradual; y e) combinaciones de cambios simultáneos en lo comercial y en lo financiero.

La mayor o menor apertura comercial se mide por el menor o mayor nivel de protección a las importaciones de bienes y servicios no financieros provenientes del exterior.² La mayor o menor apertura financiera al exterior se ha asociado con la menor o mayor restricción que se imponga a los movimientos de flujos financieros de capitales externos hacia y desde un determinado país.

Mediante dichos ejercicios, se intenta ofrecer algunos elementos de juicio sobre la controversia entre gradualismo y choque en el proceso de apertura económica, sobre la conveniencia de una mayor o menor simultaneidad de los cambios en la protección comercial y financiera, y sobre los eventuales beneficios (o costos) de realizar la apertura externa en forma asimétrica, en función de la dicotomía cuenta corriente-cuenta de capitales de la balanza de pagos.

Se intenta, además, conocer la magnitud y secuencia óptimas de algunas políticas compensatorias, tendientes a minimizar los efectos transitorios provenientes de las diferentes estrategias de apertura, y explicitar los eventuales costos en función de otros objetivos económicos asociados con dichas políticas.

El resultado de las simulaciones y de las políticas compensatorias se ha analizado centrando la atención en las trayectorias temporales de las variables macroeconómicas mencionadas, ya que los vacíos existentes son más evidentes en esa área que en la de los resultados finales de determinadas políticas económicas. Además, y esto no es menos importante que lo anterior, el tiempo que tardan en estabilizarse determinadas variables puede ser bastante largo, y su trayectoria suele ser, en la práctica, de mucho interés para las autoridades económicas. Por último, la carencia de antecedentes que permitan prever el comportamiento dinámico coyuntural de la economía puede significar que se tomen acciones de política económica contraproducentes; pero, incluso en el caso en que la orientación y magnitud de dichas medidas fuesen apropiadas, su efecto no es indiferente en relación con el momento en que (y/o con la secuencia con que) se ejecuten.

Este trabajo no pretende analizar si la tasa de crecimiento en el largo plazo es mayor o menor para el caso de una economía más o menos abierta, ni la validez del argumento de

ventajas comparativas dinámicas, ni siquiera los argumentos por los cuales se opta por un determinado nivel de apertura (protección).

Específicamente, lo que se intenta conocer, en el supuesto de que se ha optado por un mayor grado de apertura a la economía mundial, son las características del proceso de ajuste, al pasar la economía de una situación inicial a otra terminal, ambas de equilibrio, como consecuencia de alteraciones de su protección comercial y/o financiera frente al exterior.³

En otras palabras, el énfasis se pone en la trayectoria temporal de algunas variables macroeconómicas ante determinados cambios de políticas: lo que interesa primordialmente es la transición entre dos situaciones de equilibrio. Sin embargo, se ha hecho un esfuerzo consciente por lograr que el modelo reproduzca, en un contexto de equilibrio general, y por lo tanto de congruencia global y sectorial, condiciones de "largo plazo" teóricamente razonables.

Así, el modelo permite obtener situaciones de equilibrio de largo plazo, y también reproducir, durante la "transición", desviaciones respecto a dicha situación.⁴

La investigación se ha orientado a evaluar el proceso de ajuste de una economía caracterizada por ciertos parámetros y valores de las variables de comportamiento "típicos" de un país latinoamericano, como consecuencia de una modificación de las magnitudes y secuencias en el tiempo de la apertura comercial y/o financiera. Como generalmente este tipo de fenómeno ha sido acompañado de otros cambios institucionales y/o de política económica, se ha hecho un esfuerzo por diseñar un modelo que, si bien en su versión actual está especialmente formulado para analizar el sector externo, permita combinar —mediante la inclusión de los sectores fiscal y monetario, y su vinculación explícita con la balanza de pagos— cambios de la estrategia económica del sector externo con otras políticas tales como las monetarias y/o fiscales, alteraciones de la paridad cambiaria, cambios del tamaño y financiamiento del sector público, reformas fiscales, etc.

La estructura básica del modelo también permite investigar los efectos de modificaciones de los términos de intercambio en las condiciones financieras internacionales, y efectuar análisis de sensibilidad ante diferentes estructuras productivas y/o de consumo, distintos valores de parámetros y elasticidades, etc. Por ello, es pertinente destacar que el tipo de análisis que puede realizarse con este modelo, o con versiones levemente modificadas del mismo, es mucho más amplio que el de la apertura económica al exterior.

II

El modelo

Ecuaciones

Sector de la producción y de la oferta

Dotación de factores (distancia de la curva de transformación al origen):

$$(1) \quad y_i^* = y_{i-1}^*(1 + c_i)$$

Oferta efectiva de bienes importables:

$$(2) \quad I_t^s = \lambda_1 \left[\frac{\gamma_2 \gamma_3 y_i^* (p_i)^2}{\gamma_1 \gamma_2 \gamma_3 (p_i)^2 + \gamma_1^2 \gamma_3 (p_x)^2 + \gamma_1^2 \gamma_2 (p_n)^2} \right]^{1/2} + (1 - \lambda_1) I_{t-1}^s$$

Oferta efectiva de bienes exportables:

$$(3) \quad X_t^s = \lambda_2 \left[\frac{(\gamma_1^2 \gamma_3 / \gamma_2) y_i^* (p_x)^2}{\gamma_1 \gamma_2 \gamma_3 (p_i)^2 + \gamma_1^2 \gamma_3 (p_x)^2 + \gamma_1^2 \gamma_2 (p_n)^2} \right]^{1/2} + (1 - \lambda_2) X_{t-1}^s$$

Oferta deseada de bienes no comerciables:

$$(4) \quad N_t^{s*} = \left[\frac{(\gamma_1^2 \gamma_2 / \gamma_3) y_i^* (p_n)^2}{\gamma_1 \gamma_2 \gamma_3 (p_i)^2 + \gamma_1^2 \gamma_3 (p_x)^2 + \gamma_1^2 \gamma_2 (p_n)^2} \right]^{1/2}$$

Tasa de crecimiento de la curva de transformación:

$$(5) \quad c_t = (I_t / Y_t) \delta_t$$

Tasa de inversión:

$$(6) \quad J_t = -z(CA)_t$$

Productividad del capital:

$$(7) \quad \delta_t = \delta_{t-1} - \gamma(\log y_t^* - \log y_{t-1}^*)$$

Oferta efectiva de bienes no comerciales:

$$(8) \quad \log N_t^s = \log N_t^{s*} + \lambda_3(\log N_t^d - \log N_t^{s*})$$

"Producto real":

$$(9) \quad y_t = [\gamma_1 (I_t^s)^2 + \gamma_2 (X_t^s)^2 + \gamma_3 (N_t^s)^2]^{1/2}$$

Ingreso nominal:

$$(10) \quad Y_t = p_i I_t^s + p_x X_t^s + p_n N_t^s + (ER) \tau p_F (I_t^d - I_t^s)$$

Desempleo de recursos:

$$(11) \quad u_t = \alpha_3 + \gamma_{15}(\log y_t^* - \log y_t)$$

Oferta de bienes importables como proporción del producto nacional:

$$(12) \quad w_{i_t}^s = (p_{i_t} I_t^s) / [Y_t - (ER) \tau p_F (I_t^d - I_t^s)]$$

Oferta de bienes exportables como proporción del producto nacional:

$$(13) \quad w_{x_t}^s = (p_{x_t} X_t^s) / [Y_t - (ER) \tau p_F (I_t^d - I_t^s)]$$

Oferta de bienes no comerciales como proporción del producto nacional:

$$(14) \quad w_{n_t}^s = (p_{n_t} N_t^s) / [Y_t - (ER) \tau p_F (I_t^d - I_t^s)]$$

Sector del gasto

Gasto privado en bienes:

$$(15) \quad EP_t = EXP(\log EPRD)_t - \tau_{D_t} B_{F_t}$$

Gasto privado total:

$$(16) \quad \log EPRD_t = \lambda_4 \{ \gamma_4 \log [Y_t - T_t - \tau (ER) p_F (I_t^d - I_t^s)] + \gamma_5 (\log M - \log M^d) + \gamma_6 (\tau_{D_t} - \delta_t) \} + (1 - \lambda_4) \log EPRD_{t-1}$$

Gasto total:

$$(17) \quad E_t = EP_t + G_t$$

Gasto total en bienes importables:

$$(18) \quad \log (p_{i_t} I_t^d)_t = \log E_t - \log E_{t-1} + \log p_{i_t} - \log p_{i_{t-1}} + (1/w_i^d) \left\{ -\gamma_7 (\log p_{i_t} - \log p_{i_{t-1}}) + \{w_n^d + [(\gamma_7 + \gamma_8 - \gamma_9 - 1)/2]\} (\log p_{x_t} - \log p_{x_{t-1}}) + \{w_x^d + [(\gamma_7 - \gamma_8 + \gamma_9 - 1)/2]\} (\log p_{n_t} - \log p_{n_{t-1}}) \right\} + \log (p_{i_t} I_t^d)_{t-1}$$

Gasto total en bienes exportables:

$$(19) \quad \log (p_{x_t} X_t^d)_t = \log E_t - \log E_{t-1} + \log p_{x_t} - \log p_{x_{t-1}} + (1/w_x^d) \left\{ \{w_n^d + [(\gamma_7 + \gamma_8 - \gamma_9 - 1)/2]\} (\log p_{i_t} - \log p_{i_{t-1}}) - \gamma_8 (\log p_{x_t} - \log p_{x_{t-1}}) + \{w_i^d + [(-\gamma_7 + \gamma_8 + \gamma_9 - 1)/2]\} (\log p_{n_t} - \log p_{n_{t-1}}) \right\} + \log (p_{x_t} X_t^d)_{t-1}$$

Gasto total en bienes no comerciales:

$$(20) \log(p_n N^d)_t = \log E_t - \log E_{t-1} + \log p_{n_t} - \log p_{n_{t-1}} + (1/w_n^d) \left\{ \{w_x^d + [(\gamma_7 - \gamma_8 + \gamma_9 - 1)/2]\} (\log p_{i_t} - \log p_{i_{t-1}}) + \{w_i^d + [(-\gamma_7 + \gamma_8 + \gamma_9 - 1)/2]\} (\log p_{x_t} - \log p_{x_{t-1}}) - \gamma_9 (\log p_{n_t} - \log p_{n_{t-1}}) \right\} + \log(p_n N^d)_{t-1}$$

Proporción del gasto en bienes importables:

$$(21) \quad w_{i_t}^d = (p_{i_t} I_t^d) / E_t$$

Proporción del gasto en bienes exportables:

$$(22) \quad w_{x_t}^d = (p_{x_t} X_t^d) / E_t$$

Proporción del gasto en bienes no comerciales:

$$(23) \quad w_{n_t}^d = (p_{n_t} N_t^d) / E_t$$

Precios e inflación

Nivel absoluto de precios:

$$(24) \log P_t = w_i^d (\log p_{i_t} - \log p_{i_{t-1}}) + w_x^d (\log p_{x_t} - \log p_{x_{t-1}}) + w_n^d (\log p_{n_t} - \log p_{n_{t-1}}) + \log P_{t-1}$$

Precios de bienes importables:

$$(25) \quad \log p_{i_t} = \lambda_5 [\log(ER)_t + \log(1 + \tau) + \log p_{F_t}] + (1 - \lambda_5) \log p_{i_{t-1}}$$

Precios de bienes exportables:

$$(26) \quad \log p_{x_t} = \log(ER)_t + \log p_{F_t}$$

Precios de bienes no comerciales:

$$(27) \quad \log p_{n_t} = \lambda_6 (\log N_t^d - \log N_t^{s*}) + \lambda_7 (\log p_{i_t} - \log p_{i_{t-1}}) + \log p_{n_{t-1}}$$

Inflación esperada:

$$(28) \quad \pi_t^e = \lambda_8 (\log P_t - \log P_{t-1}) + (1 - \lambda_8) \pi_{t-1}^e$$

Balanza de pagos y deuda externa

Importaciones (en moneda extranjera):

$$(29) \quad I_t = p_F(I_t^d - I_t^s)$$

Exportaciones (en moneda extranjera):

$$(30) \quad X_t = p_F(X_t^s - X_t^d)$$

Cuenta corriente de la balanza de pagos (en moneda nacional):

$$(31) \quad (CA)_t = (ER)_t(X_t - I_t) - r_{D_t}B_{F_t}$$

Cuenta de capitales de la balanza de pagos (en moneda nacional):

$$(32) \quad (DK)_t = \lambda_4 (ER)_t + \beta\{\gamma_{17}(r_{D_t} - r_{F_t} - \varrho_t) + \gamma_{18}[\log(ER)_t - \log(ER)_{t-1}]\}$$

Saldo de la balanza de pagos (en moneda nacional):

$$(33) \quad (BP)_t = (CA)_t + (DK)_t$$

Reservas internacionales (en moneda nacional):

$$(34) \quad R_t = R_{t-1} + (BP)_t$$

Deuda externa (en moneda nacional):

$$(35) \quad B_{F_t} = B_{F_{t-1}} + (DK)_t$$

Sector monetario

Acervo de oferta de dinero:

$$(36) \quad M_t = R_t + CRP_t + CRG_t$$

Demanda de acervo de dinero:

$$(37) \quad \log M_t^d = \alpha_1 + \gamma_{10} \log Y_t - \gamma_{11} \pi_t^e - \gamma_{12} r_{D_t}$$

Tasa de interés nominal interna:

$$(38) \quad r_{D_t} = \gamma_{13}(\log M_t^d - \log M_t) + r_{D_{t-1}}$$

Sector fiscal

Gasto público nominal:

$$(39) \quad G_t = g_o + T + \tau(ER)p_F(I_t^d - I_t^s)$$

Tributación nominal (no arancelaria):

$$(40) \quad T = t_o + t_1 Y$$

Acervo nominal de crédito interno al gobierno:

$$(41) \quad CRG = CRG_{-1} + G - T - \tau(ER)p_F(I_t^d - I_t^s)$$

Definición de variables exógenas

ER = tipo de cambio (índice de unidades de dinero nacional por unidad de moneda extranjera)

τ = tarifa arancelaria nominal homogénea, para la importación de bienes y servicios no financieros

p_F^o = índice de precios internacionales

α = índice de restricción a los movimientos de capitales financieros

r_F^o = tasa de interés foránea

Q^o = riesgo no cambiario y otros elementos que incrementan la tasa de interés foránea relevante para el país

CRP = acervo nominal de crédito interno al sector privado

g_o = déficit del presupuesto nominal del sector público

t_o = impuestos nominales autónomos

t_1 = tasa proporcional de impuesto a la renta

Las variables acompañadas del símbolo (o) son estrictamente exógenas, mientras que las demás variables exógenas pueden interpretarse como el mecanismo mediante el cual se pueden implementar políticas relativas a los sectores externo, monetario y/o fiscal.

Obsérvese, además, que hay determinados coeficientes relacionados con la estructura tecnológica, de preferencias, de demanda de dinero, etc. que pueden ser fácilmente modificados para captar cambios en uno o varios de sus elementos determinantes.

III

Características generales del modelo

El modelo consta de 41 ecuaciones, de las cuales veinte son de comportamiento y el resto corresponde a definiciones o identidades.

La elección de este nivel de agregación responde a tres causas: por una parte, como se intenta evaluar la trayectoria de las principales variables macroeconómicas para una economía genérica, y no específica, se hace necesario restringir la complejidad del modelo y limitarlo a los aspectos más generales. Además, por ser un ejercicio de simulación hay muchos coeficientes y parámetros desconocidos; por lo tanto, cuanto más se amplía el

modelo, más arbitrariedad se genera en el proceso de determinar los valores de ciertos parámetros, por lo que menos generales se vuelven las trayectorias observadas de las variables objetivo. Por último, el programa de simulación que se ha utilizado tiene un límite de ecuaciones que impone una "restricción tecnológica" a la dimensión del modelo.

Se supone que la economía es "pequeña", en el sentido de que tiene que afrontar precios y tasas de interés en el mercado mundial que su conducta económica no puede modificar.

El modelo supone un tipo de cambio nominal fijo, en el sentido, naturalmente, de que está determinado por la autoridad económica (pudiendo ser utilizado como un instrumento de política) y no por las fuerzas del mercado.

También se supone que, antes de las políticas de apertura, se ha realizado una reforma del sector financiero interno, consistente en liberalizar dicho mercado, en el que específicamente la tasa de interés se determina libremente.⁵

En esta etapa de la investigación, se ha hecho un análisis dinámico del modelo, en el sentido de estudiar la trayectoria temporal de las variables entre dos situaciones, inicial y final, de equilibrio, estando estas últimas expresadas en términos de *niveles*, o, visto de otro modo, se suponen nulos los valores de sus derivadas respecto al tiempo.⁶

Lo señalado en el párrafo anterior significa que, en situaciones de equilibrio, inicial y terminal, el ingreso (real y nominal) permanece estable (aunque no necesariamente en el mismo nivel), por lo que el ahorro neto se supone nulo y los bienes en esta economía son "usados" de tal modo que no se altere el nivel del producto potencial (la inversión neta es nula). Ahora bien, las políticas de apertura suelen ir acompañadas, con mayor o menor fuerza, de déficit de la cuenta corriente, el cual, como se sabe, constituye ahorro externo. Si se deseara suponer que no hay ahorro ni inversión netos en ningún momento, es necesario imponer la condición de que, siempre que haya ahorro externo no nulo, el ahorro interno (que no está explícitamente incluido en el modelo, por no ser el interés de este estudio el análisis del proceso de acumulación) debe igualarlo en monto, pero con signo contrario: en otras palabras, debería suponerse que las variaciones del ahorro externo quedan totalmente sustituidas por alteraciones del ahorro interno.

Es indudable que suponer lo anterior es una situación bastante extrema. Sin embargo, la mayor parte de los estudios empíricos señalan la presencia de sustitución, aunque no perfecta, de modo que parte del ahorro externo financia consumo y parte financia gastos en inversión.⁷

Si se piensa en políticas de apertura financiera, que implican entrada de capitales externos como consecuencia del incentivo derivado de la diferencial de intereses entre el país y el exterior, y si el gasto interno es sensible a la tasa de interés, se puede demostrar que —si no se incluye alguna interacción entre la entrada de capitales, el déficit de cuenta corriente y modificaciones del nivel de producto potencial— la situación de endeudamiento externo se vuelve, tarde o temprano, insostenible, y la economía ya no es viable.

Lo anterior sugiere que se hace necesario incorporar en el modelo cambios del producto potencial, en función del volumen del ahorro externo y del grado de sustitución que éste tenga en relación con el ahorro interno. Ello significa, además, distinguir la tasa de interés (real) de los activos financieros de otra variable que refleje en alguna medida la productividad del capital, siendo su diferencia la causa de la alteración del gasto nacional que pueda dar origen a modificaciones del producto potencial de la economía.

Por lo tanto, el modelo incorpora variaciones de la capacidad productiva, asociadas con el ahorro externo, y que sólo pueden ocurrir durante el proceso de transición, ya que en la situación terminal el ahorro externo es nulo y, en consecuencia, el producto potencial (posiblemente diferente del inicial)⁸ es constante.

Es evidente que ésta es una forma *ad hoc* de hacer (transitoriamente) endógeno el valor del producto potencial de la economía. Sin embargo, además de la solución trivial⁹ (que, en muchos casos, implica resultados no viables económicamente) de suponer una perfecta sustitución entre el ahorro interno y el externo, caben, teóricamente, dos alternativas: una consiste en suponer que el gasto interno es inelástico respecto a la tasa de interés, y la otra, en que el flujo de capitales externo es una función inversa del nivel de endeudamiento externo del país.

La primera alternativa (equivalente a una curva *IS* vertical, en el marco macroeconómico tradicional) presenta un serio inconveniente teórico, que consiste en que la tasa de interés real de la economía puede ser modificada por políticas de oferta de dinero, sin que haya habido ningún cambio en la economía real (tecnología, preferencias y gustos) ni en otros precios (relativos). La segunda posibilidad, que se piensa desarrollar en futuras etapas de la investigación, presenta el atractivo de su "realismo", pero, sin embargo, requiere supuestos bastante específicos para asegurar una nueva situación de equilibrio *antes* de que el pago de intereses de la deuda externa obligue a generar exportaciones incompatibles con la capacidad productiva de la economía y/o importaciones tan pequeñas que eventualmente se tornen negativas.

En consecuencia, en el presente estudio se da una solución preliminar —y, desde luego, incompleta— en relación con el tema. Sin embargo, se acerca más al comportamiento real de las economías que buena parte de la literatura sobre economías abiertas. Esta literatura generalmente ignora la existencia de la deuda externa, supone una tendencia de las tasas de interés internas a igualarse con las del exterior, sin especificar en forma consistente los mecanismos monetarios y *reales* mediante los cuales se llega a esta situación, o bien, por último, no plantea la interacción entre activos financieros y reales (acumulación de capital físico) por conducto de variables (tales como la productividad del capital y/o la tasa de preferencia en el tiempo) relacionadas con la tasa de interés.

Es importante destacar que, con la sola excepción de lo señalado en los párrafos precedentes, se supone que el producto potencial de la economía, indistinguible por la "curva de transformación", está determinado exógenamente, es decir, es independiente de la evolución endógena de las variables del modelo.¹⁰

Cabe enfatizar que el modelo supone *condiciones iniciales* de equilibrio. Un análisis preliminar sugiere que la trayectoria temporal de las principales variables macroeconómicas es función no sólo de las características de los cambios ocurridos en las políticas exógenas, sino también de los valores iniciales de las variables endógenas. Por lo mismo, y para "aislar" el efecto de los cambios de políticas, se ha trabajado con condiciones iniciales de equilibrio (en el sentido de que, en ausencia de cambios exógenos, los valores observados de las variables endógenas tienden a mantenerse a lo largo del tiempo). Se espera poder analizar casos más "reales", con situaciones iniciales de desequilibrio, en futuras etapas de la investigación, y evaluar su impacto, comparando y explicando las trayectorias alternativas, para idénticos cambios de políticas, precisamente con base en las diferentes magnitudes de los posibles desequilibrios iniciales.

En esta versión del modelo, no se analiza el mercado de factores, ni las variaciones de la distribución del patrimonio y de la riqueza, tan importantes en algunas experiencias de apertura económica. Ello constituye, sin duda, una importante limitación, ya que no considera, entre otros elementos, un importante mecanismo de ajuste de la economía que puede ser fundamental ante diferentes cambios de políticas o choques exógenos, cual es la evolución de los precios de los factores (en especial, de los salarios reales) y de la tasa de desocupación de la mano de obra.

Esta es una de las áreas en que se hace muy necesario un estudio y desarrollo futuro del modelo. No puede desconocerse que ello presenta dificultades, ya que el análisis del

mercado de factores en un modelo de equilibrio general requiere la especificación diferenciada de funciones de producción por sectores y/o bienes, así como la congruencia de la evolución del mercado de capitales con la determinación del producto nacional, no sólo por el lado de la oferta y del gasto, sino también en su desagregación factorial; téngase también presente que, al hacer explícito el comportamiento del mercado de factores, el producto potencial se vuelve una variable endógena. Por último, es en el mercado de factores, y sobre todo en el laboral, donde las condiciones institucionales, las políticas de salarios o ingresos, etc. suelen desempeñar un papel fundamental, lo que hace bastante complicado intentar determinar en forma *general*, y dentro de las limitaciones impuestas por un ejercicio de experimentación numérica con un modelo de simulación los factores determinantes de los salarios y del volumen de empleo.¹¹

En relación con lo anterior, cabe señalar que en el modelo se distingue entre el producto potencial, asociado con puntos sobre la curva de transformación, y el producto efectivo, determinado endógenamente. De este modo, su diferencia representa la brecha entre ambos y mide el desempleo de los recursos y, aunque con limitaciones e indirectamente, el de la mano de obra.¹²

El modelo, siguiendo los análisis recientes de la teoría del comercio internacional, considera tres bienes (o sectores de actividad): los importables, los exportables (que en conjunto representan los bienes comerciales, o sea, internacionalmente negociables) y los no comerciales, o sea, no negociables en el exterior. Estas categorías, como se sabe, están basadas en la mayor o menor facilidad de sustitución, en la producción y/o el consumo (reflejadas básicamente en las diferenciales de precios, incluidos los costos de transporte, los aranceles y otros ajustes, y/o las distorsiones del comercio), entre los bienes internos y los foráneos.

Tal clasificación, que es muy útil para el estudio que aquí se hace, orientado al análisis del sector externo, no incorpora una distinción entre bienes de consumo y bienes de inversión. Recuérdese que en el modelo no se explicita el "uso" de estos bienes y, con la sola excepción de los desequilibrios de cuenta corriente de la balanza de pagos (que implica un uso para acumulación diferente del de la inversión de reposición), no se distingue entre bienes de consumo y bienes de inversión. Esta omisión constituye una limitación, toda vez que uno de los temas más discutidos de los procesos de apertura es el de su impacto sobre el ritmo de acumulación.¹³

Finalmente, conviene destacar que el modelo posee tres importantes características de equilibrio general.¹⁴ En primer lugar, las cantidades producidas de cada bien están acotadas por la curva de transformación y, en condiciones de equilibrio de largo plazo, el vector de cantidades producidas satisface la ecuación de la curva de transformación; la posición y forma de esta última están determinadas por la dotación de recursos y por la tecnología de la economía. En segundo lugar, las ecuaciones de demanda satisfacen las tres condiciones generales teóricas de homogeneidad, simetría de los efectos de sustitución y aditividad. La última característica general del modelo es la restricción presupuestaria, tanto para el gobierno como para la economía en su conjunto; las diferencias entre importaciones y exportaciones están relacionadas con los desequilibrios del mercado de bienes no comerciales y siguiendo el enfoque de la absorción de la balanza de pagos, con la diferencia entre gasto e ingreso. La función de la restricción presupuestaria es la de permitir vincular las interacciones entre la balanza de pagos (incluida la cuenta de capitales) y los sectores fiscal y monetario, y entre éstos y el gasto interno y el ingreso. Estos nexos están explícitamente incluidos en el modelo y, junto con los dos elementos señalados más arriba en este mismo párrafo, garantizan la coherencia global y sectorial del modelo.

IV

Estructura y relaciones funcionales del modelo

La estructura básica del modelo que será utilizado en los ejercicios de simulación puede, para efectos de exposición, clasificarse convenientemente en seis secciones interrelacionadas.

1. El sector de la producción y la oferta

a) Ofertas deseadas

El sistema de ecuaciones representativo de la oferta agregada deseada, en cada período, de los tres tipos de bienes —importables (I^{s*}), exportables (X^{s*}) y no comerciales (N^{s*})— se deduce del proceso de maximización del valor del producto nacional ($Y^* = p_i I^{s*} + p_x X^{s*} + p_n N^{s*}$), sujeto a la restricción tecnológica, representada por una curva de transformación, a la dotación de recursos disponibles (y^*) y a los precios de los tres bienes (p_i, p_x, p_n) paramétricamente determinados.¹⁵

La tecnología se caracteriza por una función cuadrática de transformación, que describe las posibilidades técnicas de transformación de un bien en otro (es decir, la facilidad o dificultad con la cual los recursos destinados a la producción de un determinado tipo de bien pueden utilizarse en producir otro bien).

Formalmente, el problema del productor es:

$$\begin{aligned} &\text{maximizar: } p'z \\ &\text{sujeto a: } z' \Lambda z = y^{*2} \end{aligned}$$

donde p es el vector de precios (p_i, p_x, p_n) con que tienen que vérselas los productores; z es el vector de cantidades (I^{s*}, X^{s*}, N^{s*}); Λ es una matriz simétrica positiva definida de parámetros;¹⁶ e y^* es una magnitud escalar positiva que determina la distancia de la curva de transformación respecto al origen y representa la dotación total de recursos disponibles.

Se puede demostrar que la solución de este problema de maximización está dada por:

$$z = [y^* / (p' \Phi p)^{1/2}] \Phi p$$

donde $\Phi = \Lambda^{-1}$.

Así, la oferta deseada de bienes comerciales (importables y exportables) y no comerciales depende exclusivamente de los precios relativos de dichos bienes, de las condiciones técnicas de transformación de un bien en otro y de la dotación de recursos.

El sistema de ecuaciones (z) es homogéneo de grado cero para los precios nominales, las pendientes cruzadas de cantidades respecto a precios son simétricas, y la suma ponderada de las elasticidades respecto al precio, en todas las ecuaciones, es nula.¹⁷

Las expresiones para I^{s*} , X^{s*} y N^{s*} aparecen entre corchetes en las ecuaciones (2), (3) y (4) del modelo.

En lo tocante a y^* , como se señaló en páginas anteriores, originalmente se intentó definirlo como una variable exógena. Sin embargo, a menos que se suponga una perfecta sustitución entre el ahorro externo y el interno, es necesario incorporar los efectos derivados de los déficit y superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos al proceso de ahorro e inversión y, por tanto, a su efecto sobre y^* .

Para estos efectos, se ha intentado una especificación preliminar simple identificando los recursos disponibles con el producto nacional real. De este modo, utilizando una

ecuación de tipo Domar, el ritmo de crecimiento se iguala con el producto de la tasa de inversión por la productividad marginal de la misma:

$$(1) \quad y_t^* = y_{t-1}^*(1 + c_t)$$

$$(5) \quad c_t = (I_t/Y_t)\delta_t$$

La inversión se supone que depende de la diferencial entre la productividad del capital y la tasa de interés (véase la subsección 2, relativa al gasto) y se determina en función del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, suponiendo que un $z\%$ del ahorro externo se invierte y un $(100 - z)\%$ sustituye (en sentido algebraico) al ahorro interno (ecuación 6). La ecuación (7) señala que, a medida que crece el acervo de capital (aproximado por y^*), cae su productividad.

b) *Ofertas efectivas*

El modelo supone que no hay restricciones de demanda en el mercado de bienes comerciales; es decir, a los precios relevantes, que, como se verá, se determinan básicamente por los precios internacionales, la demanda de saldos exportables y la oferta mundial de bienes importables son infinitamente elásticas (y de velocidad instantánea).

Por el lado de la producción, se supone que si la economía se enfrenta con un cambio de los precios relativos, de la tecnología o de la dotación de recursos, la modificación de la estructura de oferta de los bienes comerciales no es instantánea; se ha incorporado un mecanismo de ajuste gradual, de modo que el cambio *efectivo* de la oferta de bienes comerciales es una función de la diferencia entre la oferta deseada y la oferta efectiva del período anterior:

$$\Delta I^s = \lambda_1(I^{s*} - I_{t-1}^s)$$

$$0 < \lambda_1 < 1$$

$$\Delta X^s = \lambda_2(X^{s*} - X_{t-1}^s)$$

$$0 < \lambda_2 < 1$$

En otras palabras, se acepta que hay cierta inercia en la estructura productiva, de modo tal que toma tiempo trasladar recursos hacia y desde estos sectores. La magnitud del rezago depende del valor λ_1 en el caso de la oferta de bienes importables y del de λ_2 en el caso de los bienes exportables.

En consecuencia, la oferta efectiva de bienes comerciales (véanse ecuaciones 2 y 3) es un promedio ponderado de la oferta *deseada* actual y de la oferta efectiva del período pasado.

La oferta efectiva en el mercado de bienes no comerciales se determina en forma diferente. En efecto, a diferencia de los bienes comerciales, pueden persistir, durante algún tiempo, excesos de oferta o de demanda de bienes no comerciales. En otras palabras, a los precios que rijan en cada período no hay seguridad que los mercados se "limpien", por lo que parece un caso extremo suponer que a pesar de ello la oferta efectiva de bienes no comerciales sea siempre idéntica a la oferta deseada.

Por este motivo se ha modelado este mercado suponiendo que en él se ajustan, período a período, precios y cantidades. En particular, si al precio vigente hay exceso de oferta (demanda), en relación con la oferta deseada, la oferta *efectiva* de bienes no comerciales (N^s) será menor (mayor) que la oferta deseada (véase ecuación 8).¹⁸

Si $\lambda_3 = 0$, significa que $N^s = N^{s*}$, y las cantidades efectivamente ofrecidas en este mercado coinciden con la oferta deseada. Si $\lambda_3 = 1$, el ajuste se da a lo largo de la curva de la demanda de los bienes no comerciales.¹⁹

Una vez conocidos los valores de I^s , X^s y N^s , se puede obtener el "producto real" efectivo (y), dado por la ecuación (9). Asimismo, el producto nominal queda también determinado, por la ecuación (10).²⁰

El desempleo de recursos (u_i), expresado en la ecuación (11), por debajo o por encima de la subutilización normal, que se supone de 5%, depende directamente de la diferencia entre y_i^* e y_i .

Finalmente, cabe observar que, en equilibrio, es decir una vez que ha pasado suficiente tiempo para permitir que se produzca el proceso de ajuste de la economía, las ofertas efectivas igualan las ofertas deseadas, por lo que $y_i = y_i^*$.²¹

2. El sector del gasto

El gasto nominal tiene dos componentes, el referido al sector privado y el que corresponde al gasto público.

El gasto privado, a su vez, puede también clasificarse convenientemente en dos categorías: el gasto en bienes y servicios no financieros (véase ecuación 15) y el gasto correspondiente al pago de intereses por concepto del endeudamiento de dicho sector con el exterior ($r_D B_F$).

El gasto nominal total deseado, del sector privado, se ha especificado como una función positiva del ingreso nominal disponible y del exceso de oferta nominal de dinero, y como una función negativa de la diferencia entre la tasa de interés y la productividad marginal del capital (δ). (Véase el término entre llaves de la ecuación 16.)²²

Dicha ecuación del gasto se deduce del hecho de que los residentes del país tienen un cierto nivel de ingreso nominal disponible, determinado por el valor de los bienes producidos, deducidos los impuestos. Tal ingreso representa la restricción presupuestaria relevante y, si hay equilibrio en el sector monetario y se iguala el rendimiento de los activos físicos y financieros con la tasa de preferencia en el tiempo, el ingreso disponible se consume totalmente.²³

El término $(M - M^d)$ representa el tradicional efecto de "atesoramiento", en las ecuaciones de gasto, y está relacionado con el denominado "efecto de riqueza". Si se produce un exceso de oferta (demanda) de dinero, *ceteris paribus*, la ecuación 16 señala que el gasto será superior (inferior) al ingreso.

El término $(r_D - \delta)$ se introduce como variable explicativa del gasto agregado, en consumo y/o inversión, y, además, como se señaló anteriormente, para determinar por el lado "real" la tasa de interés de equilibrio; sin ese término, esta última quedaría indeterminada y podría tomar *cualquier* valor que equilibrase el sector monetario.

Suponiendo que el gasto efectivo se ajusta gradualmente al gasto deseado, se obtiene la ecuación (16), donde λ_4 representa la velocidad del ajuste ($0 < \lambda_4 < 1$).

El gasto privado nominal en bienes se obtiene restando del gasto total el pago de intereses sobre la deuda externa.²⁴ El gasto total en bienes se obtiene sumando al gasto privado el gasto público, G (véase ecuación 17).

Una vez determinado el gasto nominal total en bienes, su distribución entre importables, exportables y no comerciales se deduce de un proceso de maximización sujeto a la restricción presupuestaria representada precisamente por el gasto total nominal. Para ello es conveniente usar el argumento de separabilidad, que, en último término, consiste en aceptar que hay una relación causal unidireccional desde el gasto total hacia sus componentes. Por lo tanto, el problema consiste en:

$$\begin{aligned} &\text{maximizar: } f(q_i^D) \\ &\text{sujeto a: } p_i' q_i^D = E_i \end{aligned}$$

donde p es el vector de precios (p_i, p_x, p_n) con que se enfrentan los residentes del país en sus decisiones de gasto; q^D es el vector de cantidades demandadas (I_i^D, X_i^D, N_i^D) ; E_i corresponde al gasto nominal de bienes $(E_i = p_i I_i^D + p_x X_i^D + p_n N_i^D)$; y f representa una función de utilidad genérica.

La resolución de este problema permite obtener las ecuaciones (18), (19) y (20), que corresponde (suponiendo que la elasticidad, respecto al gasto, de la demanda de todos los bienes es igual a la unidad) al gasto nominal en bienes importables, exportables y no comerciales (en términos logarítmicos), respectivamente.²⁵

A partir de estas ecuaciones, se puede demostrar que las funciones de demanda son homogéneas de grado cero en los precios, que la matriz $(\delta q / \delta p')$ es simétrica y que se cumple con la propiedad de aditividad.

La proporción del gasto de cada tipo de bien, dentro del gasto total, se ha expresado por las variables w_i^d , w_x^d y w_n^d (ecuaciones 21, 22 y 23), las cuales son determinadas endógenamente período a período.

Es interesante observar que la diferencia entre el gasto nominal (E_i) y el ingreso nominal (Y_i) corresponde exactamente al déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sólo si el mercado de bienes no comerciales está en equilibrio. Pero durante la transición entre dos situaciones de equilibrio se pueden observar situaciones en que coexiste una cuenta corriente deficitaria y un exceso de oferta de bienes no comerciales, de tal modo que la economía está por debajo de su producto potencial.

Nótese, por último, que si hay una cuenta corriente deficitaria y el gasto es mayor que el ingreso, la ecuación (16) por sí sola no permite afirmar la composición del exceso de demanda de bienes, siendo necesario recurrir al valor del coeficiente z de la ecuación (6) para poder determinar las proporciones en que la economía estaría consumiendo y/o invirtiendo por encima de su capacidad productiva.

3. Precios e inflación

El nivel general de precios se ha expresado con base en el deflactor del gasto, como índice de Divisia en que el cambio porcentual del nivel de precios es un promedio ponderado de los cambios porcentuales de los precios de los bienes importables, exportables y no comerciales, siendo las ponderaciones las proporciones, en el gasto total, del gasto en cada tipo de bien (véase ecuación 24).²⁶

En equilibrio, el precio interno de los bienes importables se ha definido como el producto del precio de los bienes foráneos (p_F)²⁷ por el tipo de cambio (ER) ajustado por el nivel de la protección arancelaria.²⁸

Como la respuesta de los precios internos a variaciones de p_F , ER o τ no es, en general, instantánea, se ha supuesto un ajuste gradual (ecuación 25).²⁹

El precio de los bienes exportables equivale al precio foráneo multiplicado por el tipo de cambio (ecuación 26).³⁰

El precio de los bienes no comerciales se determina en función de los desequilibrios de oferta y/o demanda en su propio mercado, y su tasa de variación responde "autónomamente" a la alteración de los precios de los bienes importables (ecuación 27).³¹

El valor del coeficiente λ_6 es determinante en cuanto a la velocidad con que el precio de los bienes no comerciales llega a su situación de equilibrio. Un valor de λ_6 muy pequeño significa que frente a determinados cambios habrá grandes demoras en volver a una situación de equilibrio, por lo que, según el valor de λ_3 , la economía estará durante más o menos tiempo a mayor o menor distancia de su nivel potencial de uso óptimo de recursos.

Finalmente, para la inflación esperada se ha utilizado un tradicional modelo de expectativas adaptativas, a la manera de Cagan;³² es decir:

$$\Delta\pi_t^e = \lambda_8(\Delta\log p_t - \pi_{t-1}^e)$$

donde π_t^e es la tasa esperada de inflación en el período t . A partir de esta expresión se deduce la ecuación (28).

4. Balanza de pagos y deuda externa

Las importaciones (I_t) valoradas en moneda extranjera se definen como el producto del precio internacional (p_F) por la diferencia entre la cantidad demandada y la ofrecida internamente de bienes importables (ecuación 29).

Análogamente, las exportaciones (X_t) corresponden al exceso de oferta interna de bienes exportables, valorada a precios internacionales (ecuación 30).

La cuenta corriente de la balanza de pagos (CA), expresada en moneda nacional, es igual a la cuenta de la balanza comercial ($X_t - I_t$) menos el flujo de pagos correspondiente a los intereses sobre la deuda externa (ecuación 31).

El comportamiento de la cuenta de capitales de la balanza de pagos se deriva de suponer que, además de ciertos flujos autónomos, los créditos internacionales entran o salen del país en función de la diferencial de intereses entre el extranjero y el país ($r_{D_t} - r_{F_t}$), ajustada por expectativas de devaluación de la moneda nacional, $\Delta^e \log(ER)_t$, y por otros factores relacionados con el riesgo, encajes diferenciales, etc., captados en el término q_t .

En ausencia de controles de los movimientos de capitales, su flujo, $(DK)_t$, expresado en moneda nacional, quedaría representado por la siguiente ecuación:³³

$$(DK)_t = \lambda_4(ER)_t + \gamma_{17}(r_{D_t} - r_{F_t} - q_t) + \gamma_{18}[\log(ER)_t - \log(ER)_{t-1}]$$

El valor de γ_{17} refleja la velocidad con la que, en ausencia de controles de los movimientos de capitales, éstos se mueven hacia y desde el país en consideración.

En la medida en que haya controles de los movimientos de capitales, el valor "efectivo" de γ_{17} será menor. Así, mediante la variable de política β , que, como se ve en la ecuación (32), multiplica los determinantes de los flujos inducidos de capitales externos, se intenta captar el grado de restricción financiera frente al exterior. Un valor cero de β señala que la economía está totalmente cerrada a los movimientos de capitales internacionales; $\beta = 1$ indica apertura financiera total.

La ecuación (33), que expresa el saldo de la balanza de pagos, $(BP)_t$, equivalente a la variación de reservas internacionales netas, se define como la suma algebraica del saldo de la cuenta corriente y de la cuenta de capitales.

El acervo de reservas internacionales (R_t), que equivale al acervo existente a fines del período precedente, más el saldo de la balanza de pagos, está definido en la ecuación (34).

Es conveniente anotar la forma en que se ha incorporado el endeudamiento externo al modelo. Se supone que la iniciativa, en lo tocante a ΔK , sólo puede provenir del exterior, toda vez que no se ha incluido en forma alguna la tenencia de activos financieros externos por parte de los residentes del país. Además, se supone que sólo el sector privado nacional ha emitido bonos en el pasado, por lo que existe un acervo inicial de bonos en poder de dicho sector que se negocia únicamente entre ellos, o con el extranjero. Se supone nulo el flujo de emisión de bonos por parte del sector privado,³⁴ de modo que si B_{F_t} , es el acervo de bonos nacionales en poder de extranjeros, es decir, la deuda externa bruta del país (véase ecuación 35), se tiene:

$$B_{F_t} = \sum_{i=0} \Delta K_{t-1}$$

Se ha supuesto, por simplicidad, que el acervo inicial de deuda externa es nulo.³⁵

Finalmente, cabe destacar que, por la forma en que se ha incorporado la deuda externa en el modelo, el flujo de pagos de intereses a que ella da origen corresponde al producto de B_{F_t} por la tasa de interés interna (r_{D_t}), ya que es precisamente el mayor rendimiento esperado sobre los activos financieros nacionales lo que explicaría el movimiento de capitales inducidos hacia el país.

5. El sector monetario

El acervo nominal de dinero (M_t) se define, en sentido amplio, en la ecuación (36), como la suma del crédito interno —desagregado en crédito al sector privado (CRP) y crédito al sector público (CRG)— más el valor, expresado en moneda nacional, de las reservas internacionales netas.

En lo referente a la demanda de dinero (M_t^D), expresada en términos nominales en la ecuación (37), se supone un comportamiento extensamente desarrollado en la literatura, siendo sus variables independientes el ingreso nominal (como sucedáneo de la restricción presupuestaria), la tasa esperada de inflación (que refleja el costo alternativo en cuanto a bienes) y la tasa de interés nominal (que señala la presencia de activos financieros no monetarios como sustitutos del dinero).³⁶

La tasa de interés cambia en función de los excesos de oferta y/o demanda de dinero (ecuación 38).³⁷

El modelo hace explícita la vinculación directa del sector externo con el sector monetario, por medio del efecto de las variaciones de las reservas internacionales sobre la oferta de dinero. Este mecanismo, como se sabe, es el elemento central del enfoque monetario de la balanza de pagos y expresa que la oferta de dinero, en regímenes de tipo de cambio determinado por la autoridad económica, no es controlable y, en último término, estaría determinada (mediante la compra y venta de divisas al banco central) por la demanda de dinero.³⁸

La ecuación (36) también señala una vinculación muy estrecha entre el financiamiento de la política fiscal y el sector monetario.

6. El sector fiscal

El modelo incorpora, en forma muy simple, el sector público, que, para estudios centrados en ese sector, debe ser desagregado y especificado adecuadamente.

El gasto público nominal (G_t) se define como la suma de la tributación no arancelaria (T_t), la recaudación arancelaria y el déficit del sector público (g_o), que constituye una de las variables de política fiscal (véase ecuación 39).

La tributación no arancelaria se supone que depende de los impuestos sobre la renta, a una tasa proporcional (t_1) y de otros impuestos (t_o), como lo formula la ecuación (40). Estos dos coeficientes, t_o y t_1 , forman parte también del instrumental de la política fiscal.

Finalmente, se supone que todo déficit del sector público es financiado mediante flujos de emisión de dinero por parte del banco central, por conducto del crédito al gobierno (CRG), o, alternativamente, que cualquier superávit se traduce en absorción de dinero por parte de la autoridad monetaria, con la consiguiente reducción de la emisión (véase ecuación 41).

La vinculación entre la política fiscal y la política monetaria es inmediata, y se debe a que no se han incluido en el modelo otras formas de financiamiento del gasto público, como serían la deuda interna con el sector privado y/o el endeudamiento externo.

Tampoco se ha incluido una vinculación directa entre el gasto público y el gasto privado, por lo que cualquier cambio de G , financiado con tributación, se ve, en la actual

versión del modelo, exactamente compensado por cambios del gasto privado de igual magnitud, pero de sentido contrario.

V

Funcionamiento global del modelo

En esta sección se intenta dar una visión del funcionamiento global del modelo, describiendo cómo se interrelacionan los diferentes sectores y explicitando los mecanismos de ajuste ante algunos cambios de las condiciones macroeconómicas. De esta forma, se podrán analizar con mayor fluidez y precisión, en la sección VI, algunos ejercicios de simulación.

Si se produce, por ejemplo, un exceso de oferta nominal de dinero,³⁹ ello se manifiesta en una presión sobre el mercado de bienes (ecuación 16) y sobre el sector financiero (ecuación 38).

En el primer caso, hay que distinguir que parte del mayor gasto va al mercado de bienes comerciales, generándose un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos⁴⁰ y, por esa vía, una reducción de la oferta de dinero, con lo que el equilibrio tiende a restaurarse.

Al incrementarse el gasto, también se produce un exceso de demanda de bienes no comerciales, que se refleja parcialmente en un alza de precios en dicho mercado (ecuación 27) y en parte en un aumento de la oferta efectiva de bienes no comerciales (ecuación 8). Ambos efectos incrementan la demanda nominal de dinero, contribuyendo, por tanto, a reducir el desequilibrio del sector monetario.

Por último, el exceso de oferta de dinero inicial afectará también al sector financiero, siendo su impacto directamente proporcional al valor de γ_{13} (ecuación 38). La tendencia a la caída de la tasa de interés contribuye a que el sector monetario retorne al equilibrio mediante el incremento de la demanda de dinero.⁴¹

Nótese que, al no cambiar los precios foráneos, el alza del precio de los bienes no comerciales es transitoria, debido a las propiedades de las estructuras de producción y de gasto y a los valores unitarios de las elasticidades sectoriales de oferta y demanda respecto a y_1^* y E_1 , respectivamente. El efecto que provoca el alza de p_n es trasladar recursos desde la producción de los bienes exportables e importables hacia los bienes no comerciales y desviar la demanda hacia los bienes comerciales, todo lo cual explica el déficit en la cuenta comercial de la balanza de pagos, la reducción del exceso de oferta de dinero y la tendencia del precio de los bienes no comerciales a volver a su nivel de equilibrio inicial.⁴²

En otras palabras, pasado el período de transición, cuya duración, intensidad, trayectoria específica y rezagos de las distintas variables dependen, naturalmente, de los valores particulares de los parámetros y coeficientes del modelo, se vuelve a una situación de equilibrio. Esta, se logra, básicamente, por conducto de los siguientes mecanismos de ajuste: pérdida de reservas internacionales y aumentos del endeudamiento externo, nivel más alto de actividad económica,⁴³ alza transitoria del nivel de precios y caída temporal de la tasa de interés.⁴⁴

El primero de estos mecanismos, el déficit de balanza de pagos, con la consiguiente reducción de la oferta nominal de dinero, desempeña en este modelo una función fundamental, ya que, dejando de lado el posible proceso de acumulación, los precios tienden a volver a sus niveles iniciales,⁴⁵ al igual que la tasa de interés, lo cual es razonable, puesto que no ha habido cambios "reales" en la economía.

En consecuencia, se observa que, al estar la economía abierta al comercio de bienes y servicios no financieros (e incluso protegida), el modelo asienta, como condición de

equilibrio, que "la demanda de dinero crea su propia oferta", es decir, la oferta nominal de dinero es endógena y su evolución se explica, en último término, por los determinantes de la demanda (mediante las variaciones del producto nominal, las tasas de interés y la inflación esperada). En este ejemplo, no ha habido mayores cambios en las variables explicativas de la demanda de medios de pago, debido a lo cual el grueso del ajuste se produce por medio de un saldo negativo de la balanza de pagos (supuesto que el crédito interno no cambia respecto al nivel que tenía al generarse el exceso de oferta de dinero). Por esta vía, la economía "se deshace" del dinero excedente, adecuando la oferta de medios de pago a los saldos nominales demandados.

Otro caso interesante, para el análisis, es el de una devaluación cambiaria. Esto implica, básicamente, que los precios de los bienes comerciales, con mayor o menor rezago, crecen en proporción a la devaluación (véanse ecuaciones 25 y 26). Además, y según el valor de λ_7 , los precios de los bienes no comerciales crecerían también, directamente.⁴⁶

A menos que λ_7 tenga valor unitario, inicialmente mejora la relación de precios para los bienes comerciales, haciéndose más rentable su producción y trasladándose la demanda hacia los bienes no comerciales. Tiende a generarse, por lo tanto, un superávit en la cuenta comercial de la balanza de pagos y un incremento en la oferta de dinero.

Ello es coherente con el impacto inicial del alza de los precios sobre la oferta real de dinero, provocando un exceso de demanda de éste, ya que, incluso si λ_7 fuese igual a uno, y no hubiera inicialmente un cambio en los precios relativos, se produce un exceso de demanda nominal de dinero que deprime el gasto y tiende a elevar la tasa de interés. El primer efecto se traduce en una caída del precio relativo de los bienes no comerciales y en un estímulo al traslado de recursos hacia la producción de bienes comerciales (y a la desviación de la demanda hacia bienes no comerciales), con el consiguiente mejoramiento de la balanza comercial de pagos y el incremento de la oferta de dinero. El segundo efecto, si β no es nulo, estimula la entrada de capitales y, por esa vía, también contribuye a cerrar la brecha entre demanda y oferta de medios de pago.

En resumen, tanto el "efecto de gasto" como el cambio de los precios relativos contribuyen a restaurar el equilibrio monetario.

Este ejemplo permite observar que en el modelo una variación cambiaria por sí sola no provoca modificaciones permanentes en los precios relativos.⁴⁷ Sin embargo, según las condiciones iniciales en el momento de la devaluación y los valores específicos de los coeficientes de rezagos (λ_i) y de los relativos a los desequilibrios en el sector financiero, no sólo se produce un mejoramiento (una sola vez) de la balanza de pagos, sino que, naturalmente, la economía puede reactivarse. Ciertamente estos efectos generan un alza del nivel de precios y, probablemente, un mayor endeudamiento externo.

Los párrafos anteriores contienen algunos de los elementos fundamentales para comprender el funcionamiento básico del modelo: el análisis de las simulaciones se concentra en los impactos relativos de los diferentes mecanismos de ajuste, y en las trayectorias temporales y los distintos rezagos de las variables afectadas por los cambios de políticas, todos los cuales dependen, crucialmente, de los valores específicos de los parámetros y coeficientes del modelo.

VI

Análisis de algunas simulaciones

En esta sección interesa investigar las características específicas de las trayectorias temporales de las principales variables macroeconómicas, ante distintas estrategias alternativas de apertura económica al exterior.⁴⁸

En todas las simulaciones, se parte de una situación inicial de equilibrio global y sectorial, suponiendo que la economía está cerrada a los movimientos de capitales internacionales ($\beta = 0$) y está protegida por una tarifa arancelaria uniforme de 100% ($\tau = 1$) para todas las importaciones. Además, inicialmente, el producto efectivo es igual al potencial; los precios de los bienes, para un tipo de cambio fijo ($ER = 1$), son de equilibrio; las cuentas corrientes de capitales y de balanza de pagos están en equilibrio; y el nivel de reservas internacionales y el acervo de dinero permanecen constantes. Se supone que las elasticidades cruzadas de la demanda, respecto al precio, son nulas y que, ante un cambio del precio de un bien, la oferta de los otros bienes se mueve en sentido contrario.

El análisis se centra en las trayectorias dinámicas de estas y otras variables, en respuesta a los cambios de políticas. Finalmente, se analizan algunas políticas que, combinadas con las de apertura, minimicen ciertos efectos indeseables que hayan sido observados en las primeras simulaciones.

1. Políticas de apertura comercial

En primer lugar, supóngase que se ha decidido implementar una política comercial de choque, consistente en anular el valor de la tarifa arancelaria en un período dado. Las gráficas I.a a I.f muestran los efectos de esta política sobre las variables endógenas del modelo.

El impacto inicial de la política es reducir bruscamente el precio de los bienes importables⁴⁹ (recuérdese que $\lambda_5 = 1$). Ello afecta también el precio de los bienes no comerciales, no sólo por el efecto de λ_7 , sino también debido al cambio de los precios relativos. En efecto, la caída inicial del precio de los bienes importables induce un traslado de recursos hacia la producción de bienes no comerciales (y de bienes exportables), y la demanda se desplaza del mercado de bienes no comerciales (y de bienes exportables) al de bienes importables.⁵⁰ Con esto no sólo cae el nivel de precios⁵¹ (véase gráfica I.a), sino que, además, se produce un exceso de oferta en el mercado de bienes no comerciales (gráfica I.b).

Desde el punto de vista monetario, la caída del nivel de precios genera un exceso de oferta de dinero que se traduce, en el sector financiero, en un fuerte movimiento cíclico de la tasa de interés (véase gráfica I.ch). Esta cae en los tres períodos posteriores a la rebaja arancelaria,⁵² para luego, paulatinamente, volver a una nueva situación de equilibrio, inferior a la inicial, debido a la caída de la productividad del capital.

El impacto del exceso de oferta de dinero sobre el gasto, unido a los cambios iniciales de los precios relativos, se reflejan en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. La pérdida de reservas (proceso que dura ocho períodos aproximadamente) termina con un nivel menor que la mitad del inicial (véase gráfica I.d), con importaciones de más del doble de su valor original.

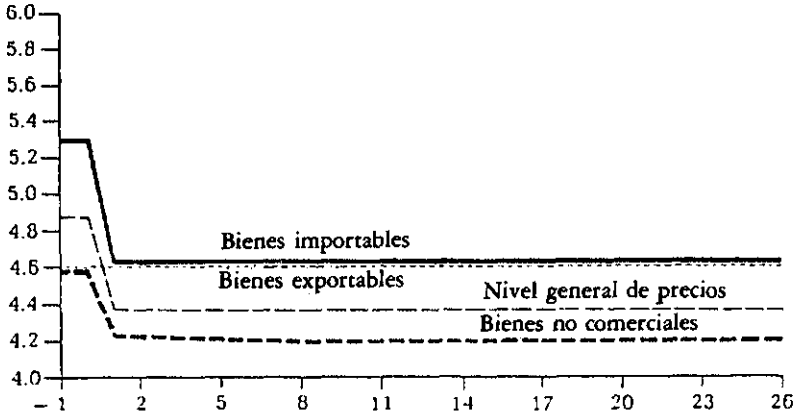
El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, como proporción del producto nacional, llega a 7.5% para el primer período, manteniéndose inicialmente elevado, para luego disminuir, hasta prácticamente anularse en el octavo período. Nótese que el exceso de oferta de dinero tiende a reducirse paulatinamente a medida que se pierden reservas internacionales.⁵³

En cuanto al impacto de esta política sobre la composición sectorial del producto nacional (gráfica I.e), se observa que se reduce fuertemente la importancia del sector productivo de bienes importables (actividades sustitutivas de importación), cayendo de 35% a 19% en sólo dos períodos. Los bienes exportables, beneficiados por la caída del precio de los bienes importables, se comportan con mayor demora (recuérdese que $\lambda_2 = 0.4$ y $\lambda_1 = 0.8$), aumentando su participación, de 17% a 37%. El comportamiento de los bienes no comerciales se explica por las elasticidades respecto al precio, propias y cruzadas, de la oferta y la demanda.⁵⁴

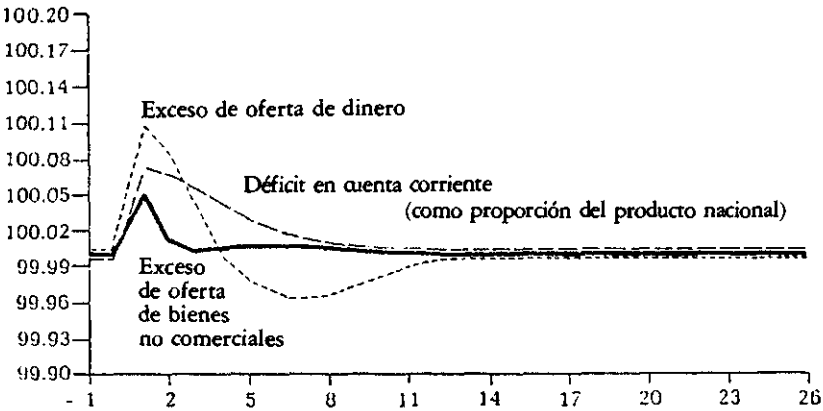
Gráfica I

EFFECTOS DE LA APERTURA COMERCIAL BRUSCA SOBRE LAS VARIABLES QUE SE INDICAN

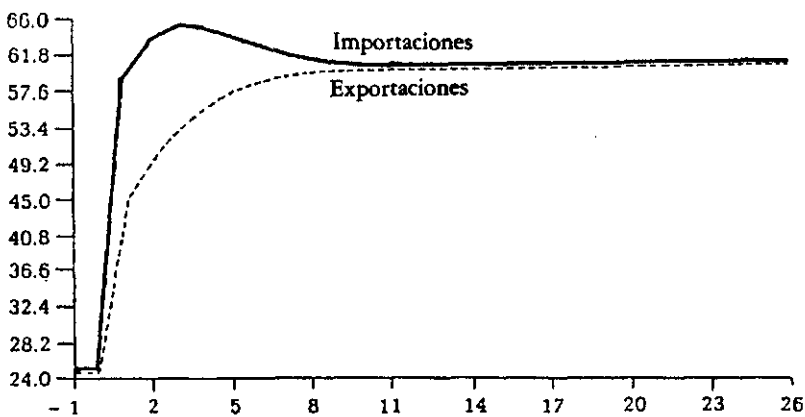
I.a. Evolución de los precios (en logaritmos)



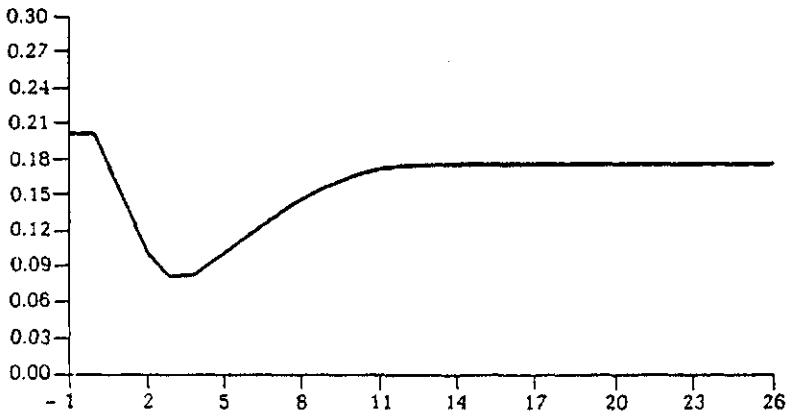
I.b. Desequilibrios en distintos mercados (en porcentajes)



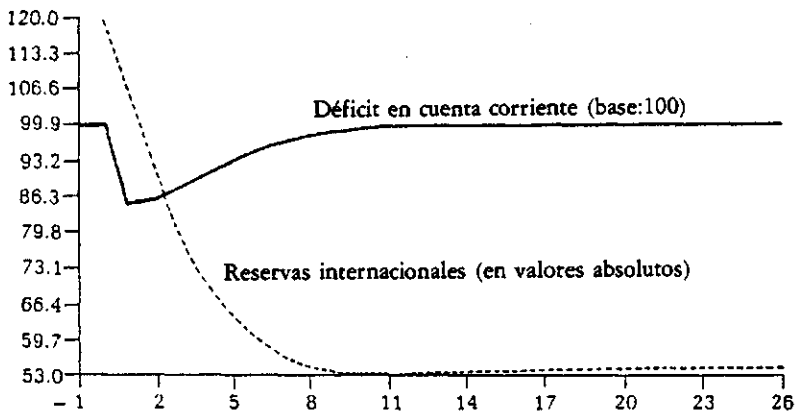
I.c. Importaciones y exportaciones



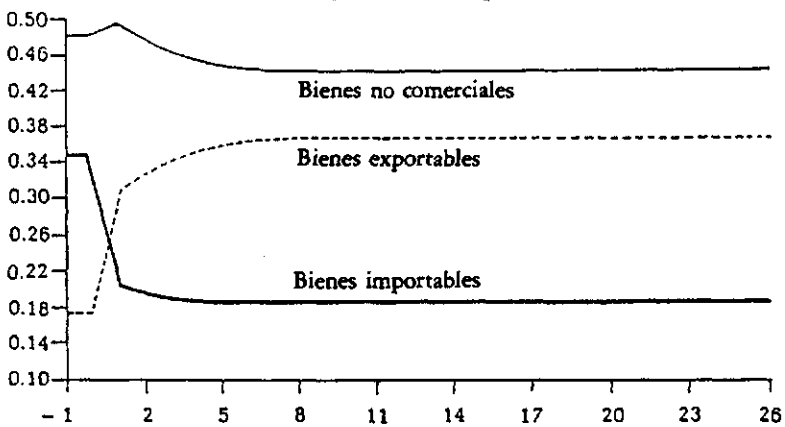
I.ch. Tasa de interés



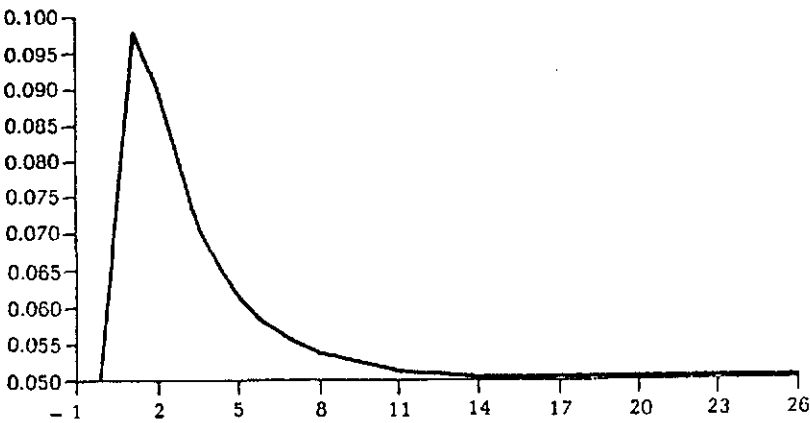
I.d. Cuenta corriente y reservas internacionales



I.e. Estructura de la oferta (como proporción del producto nacional)

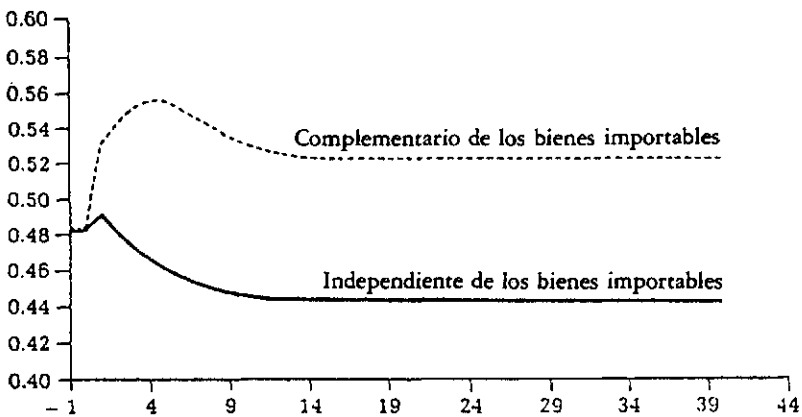


I.f. Brecha entre producto real y potencial (nivel de equilibrio de largo plazo: 5%)



Gráfica II

EFFECTOS DE LA APERTURA COMERCIAL SOBRE LA PARTICIPACION DE LOS BIENES NO COMERCIALES EN EL PRODUCTO NACIONAL



Finalmente, se observa que como no hay un ajuste instantáneo en el sector de los bienes comerciales y como, más específicamente, λ_1 duplica a λ_2 , los recursos que dejan de utilizarse en la producción de bienes importables quedan rápidamente desocupados, mientras que su traslado hacia los otros sectores toma tiempo.⁵⁵ Este es el motivo por el que, como se observa en la gráfica I.f, la brecha entre el producto potencial y el real es grande en un comienzo, y muy paulatinamente va volviendo a su nivel inicial.⁵⁶

Es interesante comparar el caso anterior con lo que puede denominarse una política de apertura comercial "gradual", que aquí se ha definido como una liberación total de las importaciones, en cuatro períodos. Las gráficas IV.a a IV.ch presentan esta situación, que se ilustra comparándola con la apertura comercial brusca.

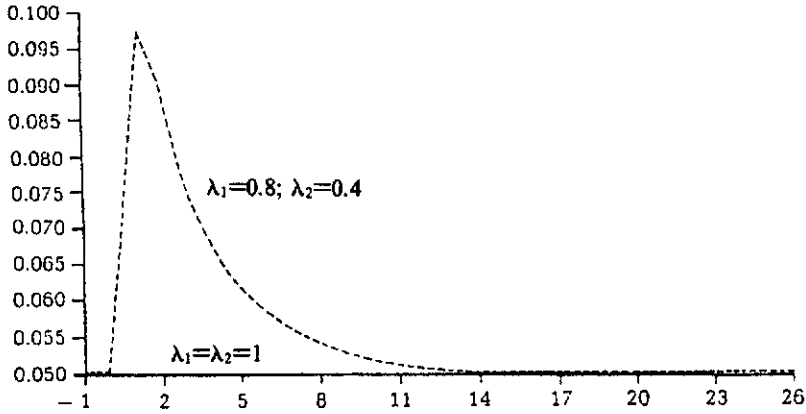
En general, se observa que el sentido de los cambios de las variables es el mismo que en el caso del choque, pero la distribución en el tiempo de dichos cambios es diferente: el proceso de retorno a una nueva situación de equilibrio presenta una distribución temporal diferente y es más "suave" que en el caso del choque.

Lo anterior se refleja con claridad en la evolución de los precios (véase gráfica IV.a); algo similar ocurre con la trayectoria de la estructura de la producción.

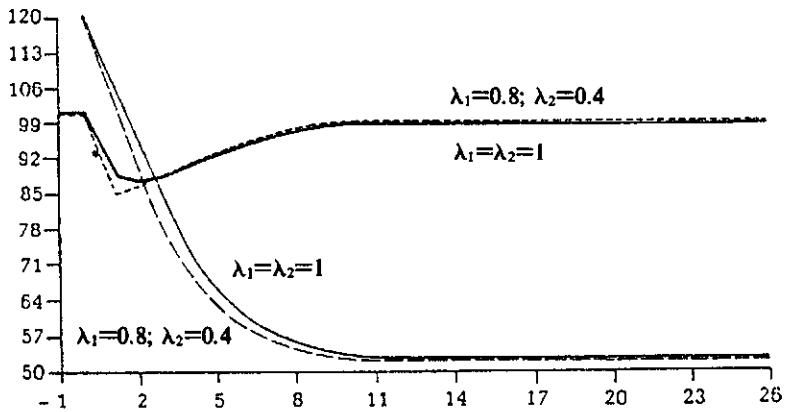
Gráfica III

EFFECTOS DE LA APERTURA COMERCIAL SEGUN LA VELOCIDAD DE AJUSTE EN LOS MERCADOS DE BIENES COMERCIALES

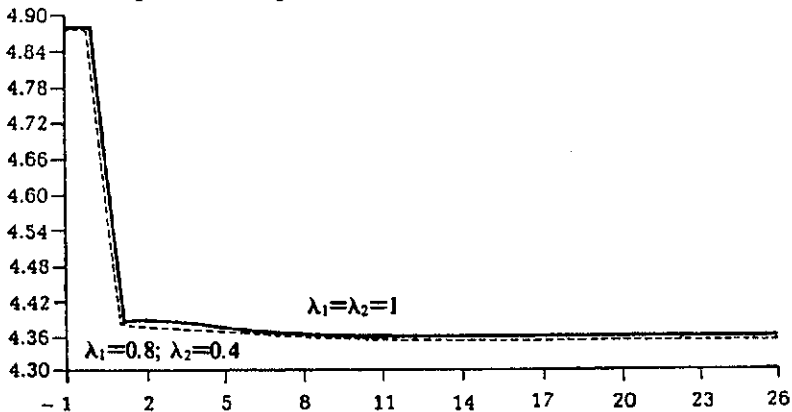
III.a. Brecha entre producto real y potencial (*nivel de equilibrio de largo plazo: 5%*)



III.b. Cuenta corriente y reservas internacionales



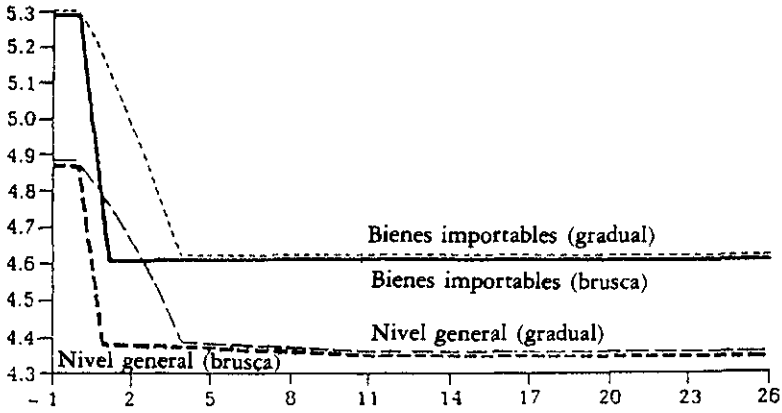
III.c. Nivel de precios (*en logaritmos*)



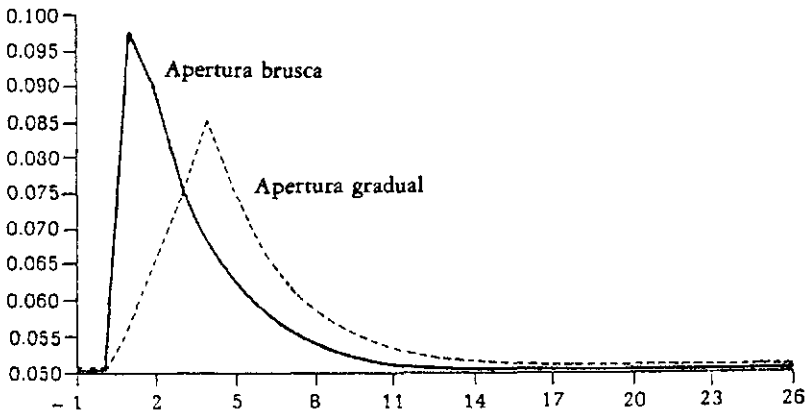
Gráfica IV

EFFECTOS DE LA APERTURA COMERCIAL BRUSCA Y GRADUAL SOBRE LAS VARIABLES QUE SE INDICAN

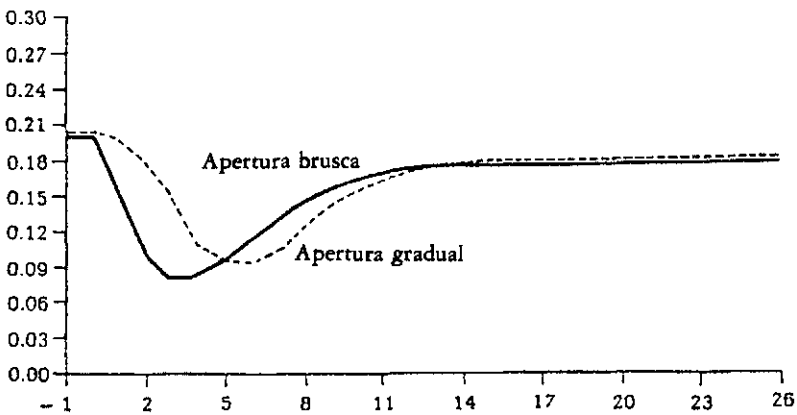
IV.a. Precios (en logaritmos)

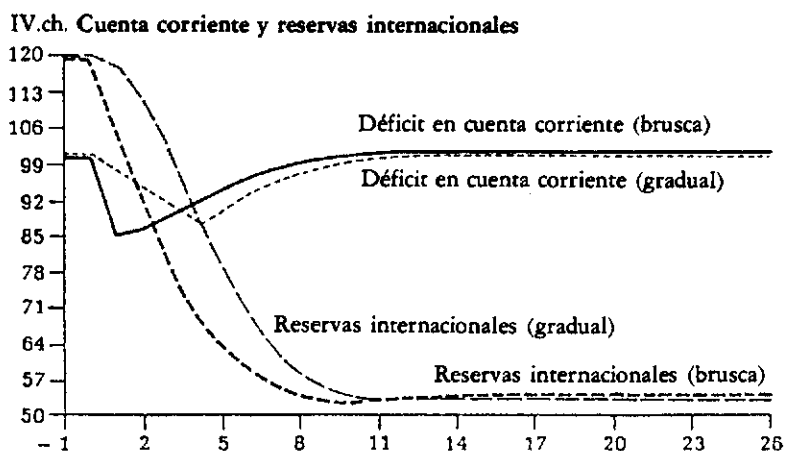


IV.b. Brecha entre producto real y potencial (nivel de equilibrio de largo plazo: 5%)



IV.c. Tasa de interés





El desempleo de recursos⁵⁷ y la tasa de interés se desvían de sus valores de equilibrio durante aproximadamente igual período que en la apertura comercial brusca, siendo menos pronunciados sus puntos extremos, pero más alejados de sus valores de equilibrio en el resto de la distribución (véanse gráficas IV.b y IV.c). Estrictamente, para poder evaluar comparativamente el costo del desempleo de recursos deberían no sólo considerarse las diferencias en las áreas bajo las curvas de la gráfica IV.b, sino también introducir como elemento de homogeneización la tasa social de descuento.

Es interesante destacar que el déficit acumulado de la cuenta corriente de la balanza de pagos (pérdida de reservas) no difiere según la modalidad ni contexto de la apertura (reforma brusca o gradual, mayor o menor velocidad de ajuste en los sectores de bienes comerciales, diferentes situaciones de desequilibrios en el mercado de bienes no comerciales). (Véase gráfica V.c.) Además, la apertura gradual no tiende a distribuir el déficit en un mayor número de períodos⁵⁸ que en el caso del choque; lo que se observa es que inicialmente los déficit son menores, y posteriormente mayores, que en la apertura comercial brusca (véase gráfica IV.ch).

Resumiendo, en cuanto al producto real, se observa que éste cae cuando se reducen las tarifas arancelarias; esta caída tiende a ser mayor cuanto más rigidez haya en el mercado de bienes no comerciales. La principal diferencia observada entre el caso de choque y el gradual no estriba tanto en el tiempo durante el cual el producto permanece por debajo del nivel de "pleno empleo", sino en que en el primer caso el punto máximo de desempleo es mayor y la distribución de la brecha de recursos es más asimétrica que en el caso gradual.

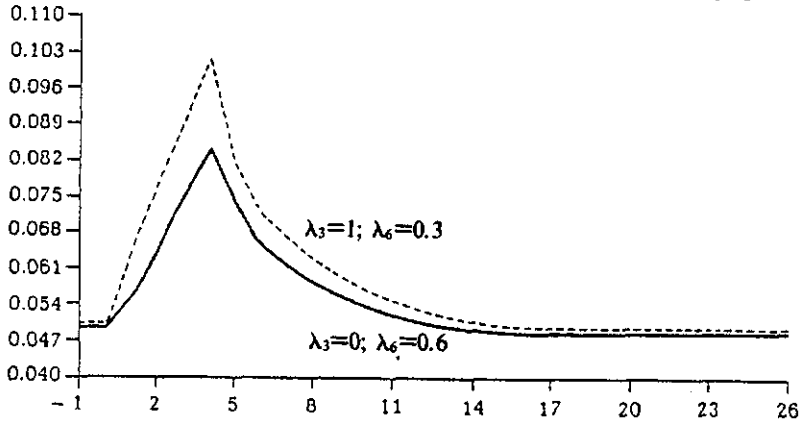
También se concluye que en ambas modalidades de apertura comercial hay un deterioro inmediato en la cuenta corriente de la balanza de pagos, siendo los déficit acumulados prácticamente idénticos en ambos casos. Lo que varía, nuevamente es la intensidad del déficit, que es mayor para un menor número de períodos en el caso de apertura brusca, así como la distribución de dichos déficit a lo largo del tiempo.

Si bien la producción de bienes importables cae, como era de esperar, la de bienes exportables crece, debido a los efectos de sustitución en la producción y el consumo. La participación de la producción de bienes comerciales en el total, en la nueva situación de equilibrio, puede ser mayor o menor que la original, dependiendo ello, fundamentalmente, de las elasticidades propias y cruzadas de oferta y demanda respecto a los precios de los bienes importables y de los no comerciales.

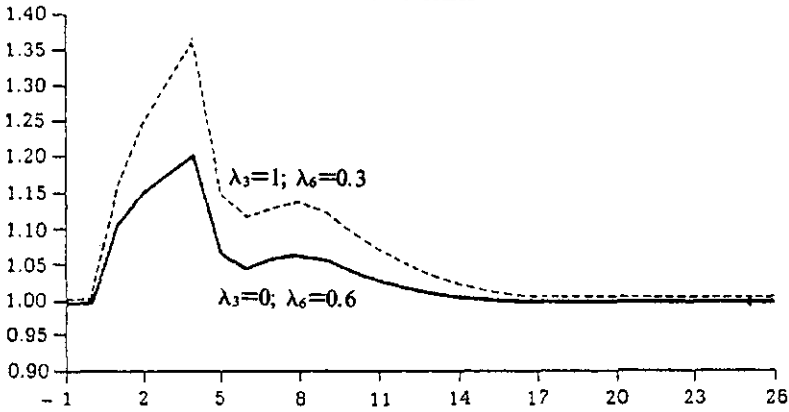
Gráfica V

EFFECTOS DE LA APERTURA COMERCIAL GRADUAL SEGUN LA VELOCIDAD DE AJUSTE DE LOS BIENES NO COMERCIALES

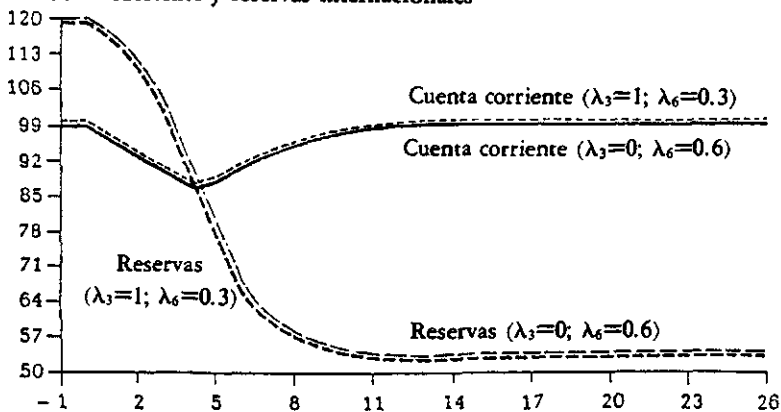
V.a. Brecha entre producto real y potencial (nivel de equilibrio de largo plazo: 5%)



V.b. Exceso de oferta de bienes no comerciales



V.c. Cuenta corriente y reservas internacionales



Por último, cabe mencionar que, si bien la tasa de interés nominal tiende a caer inicialmente, la tasa real se eleva sustancialmente, mientras disminuye el nivel de precios internos, como consecuencia de la reducción arancelaria.

2. Políticas de apertura financiera

Estos ejercicios, que parten de una posición inicial de equilibrio, con una tarifa arancelaria de 100% que se mantiene constante, y con prohibición de flujos de capital, tienen por objeto analizar los efectos de permitir movimientos internacionales de capitales hacia y desde el país. Se supone que la tasa de interés interna es, inicialmente, el doble que la suma de la tasa internacional y la prima de riesgo ($r_D = 20\%$; $r_F = 5\%$; $Q = 5\%$).

Una política de apertura financiera de choque se entenderá como aquella en que se permite el libre movimiento de capitales hacia y desde el país, instantáneamente (β pasa de cero a uno, en un período). Las gráficas VI.a a VI.e describen la evolución de las principales variables macroeconómicas para esta última situación.

La diferencial de intereses provoca una afluencia de capitales que incrementa la oferta de dinero y la deuda externa. El exceso de oferta de dinero provoca, en principio, una caída de la tasa de interés y crea inicialmente un efecto expansivo sobre la demanda agregada, lo que se traduce en déficit de la cuenta corriente y alza del precio de los bienes no comerciales.

Para que la economía vuelva a una situación de equilibrio (lo que implica, entre otros elementos, que $DK = 0$), se requiere que la tasa interna de interés baje a 10%. Este fenómeno se produce por la interacción de los excesos de oferta de dinero, que afectan la tasa de interés en el sector financiero, y el impacto del ahorro externo sobre la acumulación de capital y la consiguiente caída de su productividad.

Este proceso es más o menos lento, según los valores de γ_{17} (ecuación 32), de γ_{13} (ecuación 38) y, sobre todo, de z (ecuación 6), parámetro este último que refleja el efecto del ahorro externo sobre la inversión.

Se observa que, para los valores de los parámetros adoptados, si bien la tasa de interés cae, permanece durante más de cuarenta períodos por encima del nivel de equilibrio de largo plazo (gráfica VI.a). Cuanto mayores sean los valores de γ_{17} y z , más rápidamente tenderá a producirse la igualación de r_D con $(r_F + Q)$.

Por otra parte, mientras dicha igualdad no se dé, se acumula deuda externa, lo que implica que la economía debe generar un creciente superávit en la *cuenta comercial* de la balanza de pagos para hacer frente al pago de intereses sobre la deuda (véase gráfica VI.b). Durante dicho proceso, se produce un leve incremento de la participación de los bienes comerciales y una caída de los bienes no comerciales, como proporción del producto nacional (véase gráfica VI.c), debido a la necesidad de deprimir la demanda agregada a fin de generar los recursos para el pago de intereses de la deuda externa.⁵⁹ Esto implica una pequeña caída del precio de los bienes no comerciales y del nivel de precios (gráfica VI.d).

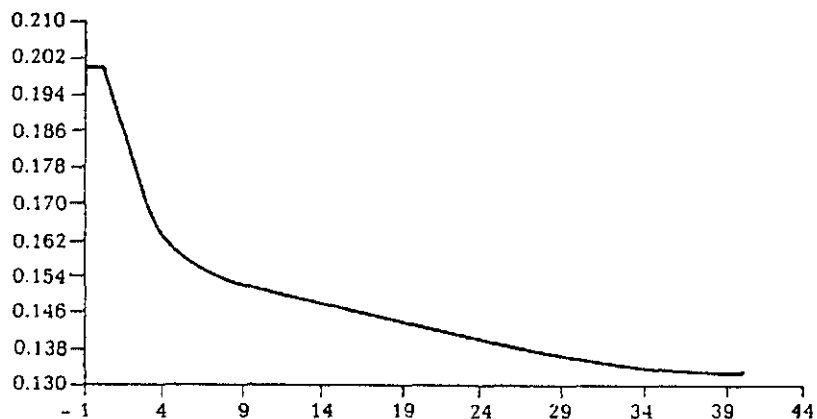
A pesar del superávit en la cuenta comercial, se observa un sostenido, aunque (a medida que la economía tiende al equilibrio) decreciente, déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (gráfica VI.ch). Todo ello va acompañado de un incremento de las reservas internacionales brutas, brusco al comienzo debido a la mayor entrada de capitales, y descendiendo luego, pero manteniéndose, finalmente, en un nivel superior al inicial. Ello se debe a que la caída de la tasa de interés y el crecimiento del producto provocan un aumento de la demanda de dinero, que se satisface mediante la acumulación de reservas internacionales.

Nótese que, si bien el proceso de apertura financiera va acompañado de un mayor nivel de reservas internacionales, el endeudamiento externo, bruto y neto, es creciente (gráfica IV.e). El gasto real en bienes y servicios no financieros, que tiende a crecer al

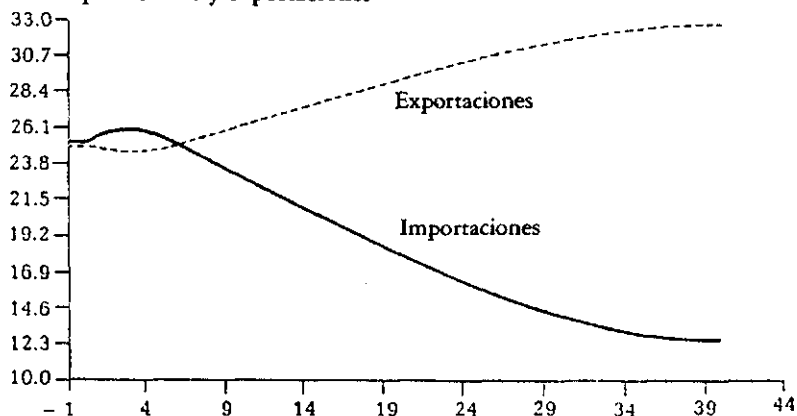
Gráfica VI

EFFECTOS DE LA APERTURA FINANCIERA BRUSCA SOBRE LAS VARIABLES QUE SE INDICAN

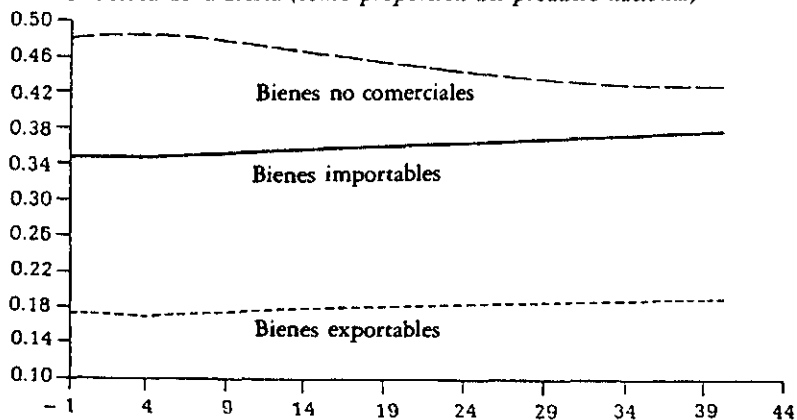
VI.a. Tasa de interés



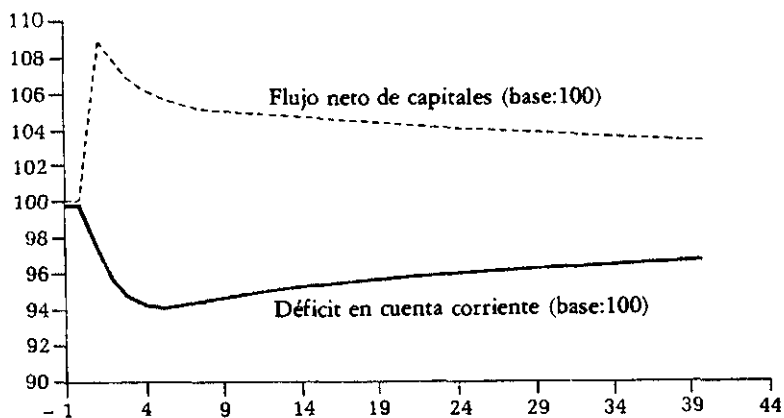
VI.b. Importaciones y exportaciones



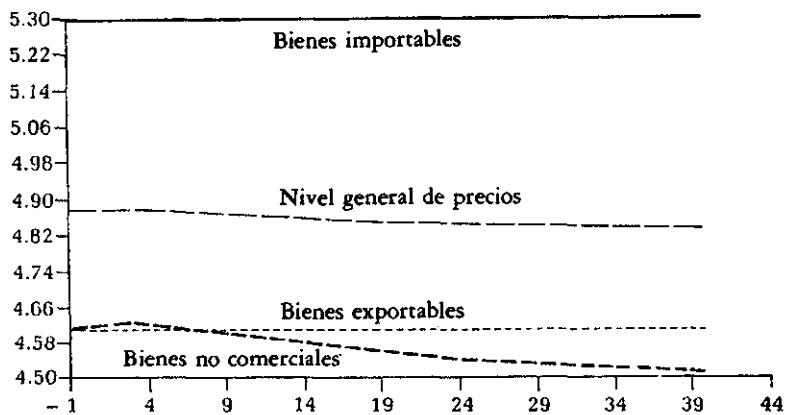
VI.c. Estructura de la oferta (como proporción del producto nacional)



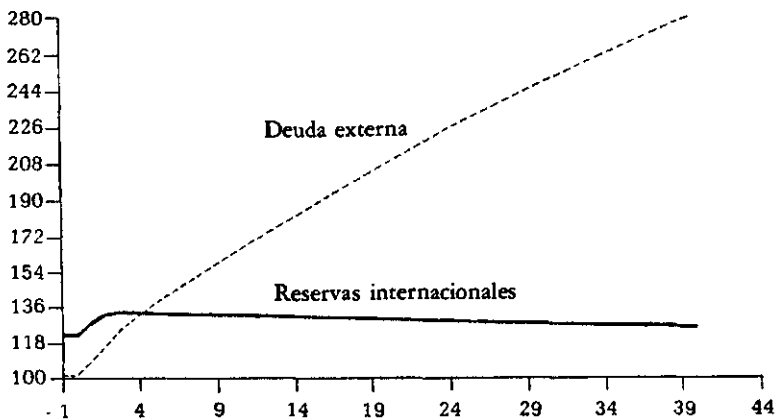
VI.ch. Cuentas de la balanza de pagos



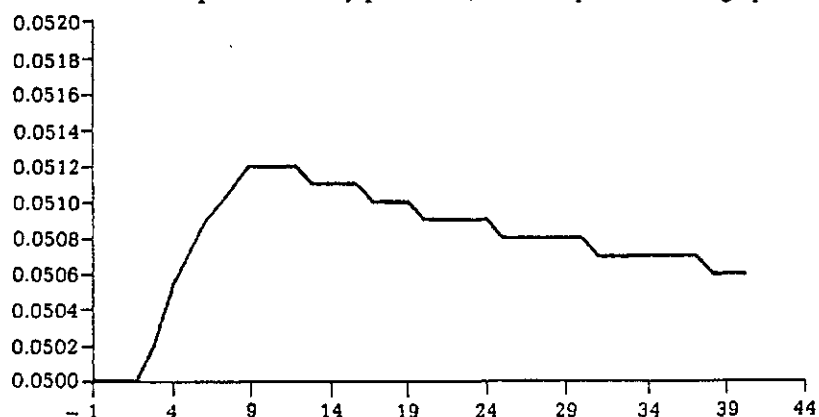
VI.d. Evolución de los precios (*en logaritmos*)



VI.e. Reservas internacionales y deuda externa



VI.f. Brecha entre producto real y potencial (nivel de equilibrio de largo plazo: 5%)



comienzo, como consecuencia del mayor endeudamiento externo, cae con el tiempo, no sólo por el menor flujo de deuda externa, sino también por los crecientes pagos de intereses de la misma.

La contrapartida del mayor endeudamiento externo, asociada al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, se refleja en un producto real creciente, cuya trayectoria y nivel final dependen crucialmente de los valores de z y de γ (ecuaciones 6 y 7).

Por último, a diferencia de lo que sucede con la apertura comercial, el impacto sobre la brecha de recursos es muy pequeño (véase gráfica VI.f) y está asociado a los valores de λ_1 y λ_2 , esto es, a la demora que toma el que la inversión en dichos sectores se exprese efectivamente en mayor producción.

En lo tocante a la apertura financiera gradual, ésta puede, en principio, definirse de dos formas alternativas: una, consistente en liberalizar, total, pero no instantáneamente, los movimientos de capitales (β va de cero a uno, en "varios" períodos) y la otra, en que instantáneamente β tome un valor positivo, pero menor que la unidad. Este último es el caso que se observa en las gráficas VII.a y VII.b.

Las principales diferencias entre la reforma financiera gradual y la brusca radican en la distribución "más suave" en este último caso, de las variables consideradas.⁶⁰ Cabe mencionar que el endeudamiento externo, hacia fines del período ilustrado en las gráficas, es bastante inferior al correspondiente al caso de choque; sin embargo, el proceso de acumulación (suponiendo el mismo valor para z) y de crecimiento es también menor.

Un aspecto interesante, válido tanto para la apertura financiera brusca como para la gradual, es que, a medida que la economía debe generar recursos para el pago del servicio de la deuda externa, si hay desequilibrios en el mercado de bienes no comerciales, la actividad en dicho sector se resiente, aumentando la magnitud de la brecha entre el producto potencial y el efectivo.

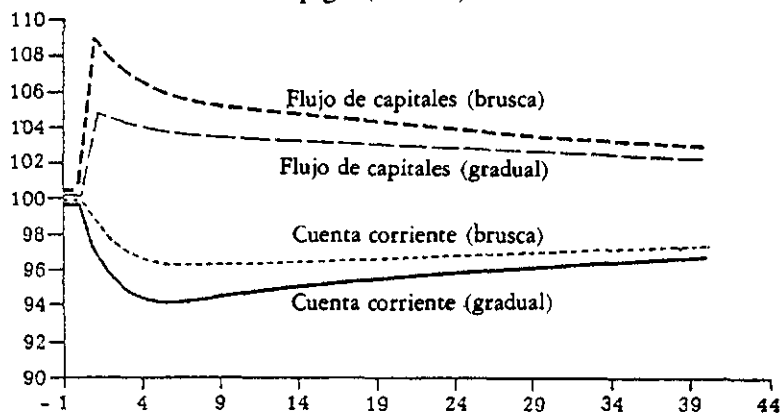
En resumen, la apertura financiera, a diferencia de la comercial no afecta significativamente el nivel de los precios internos ni el desempleo de recursos.⁶¹

Tampoco hay pérdida de reservas internacionales brutas. Se genera, en cambio, un proceso de creciente endeudamiento externo (vinculado con simultáneos superávits en la cuenta de capitales y déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos), cuyo impacto sobre la (caída de la) tasa de interés interna depende no sólo de la velocidad de respuesta de los flujos de capitales a la diferencial de intereses entre el país y el exterior, sino también, y crucialmente, del efecto del endeudamiento externo sobre el proceso de inversión y de crecimiento económico.

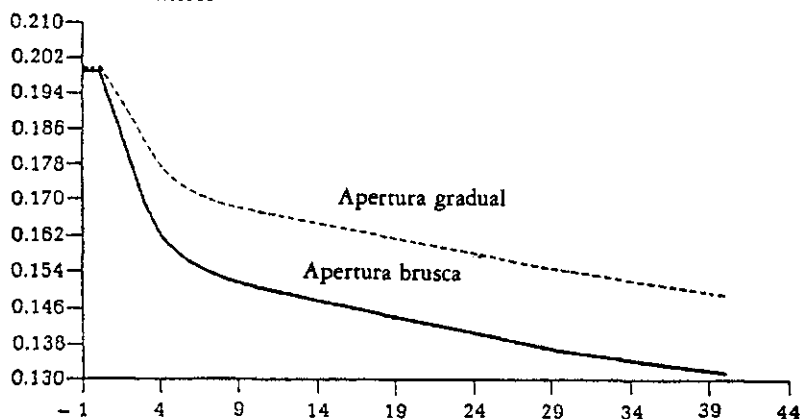
Gráfica VII

EFFECTOS DE LA APERTURA FINANCIERA BRUSCA Y GRADUAL SOBRE LAS VARIABLES QUE SE INDICAN

VII.a. Cuentas de la balanza de pagos (base:100)



VII.b. Tasa de interés



3. Simultaneidad de políticas de apertura comercial y financiera

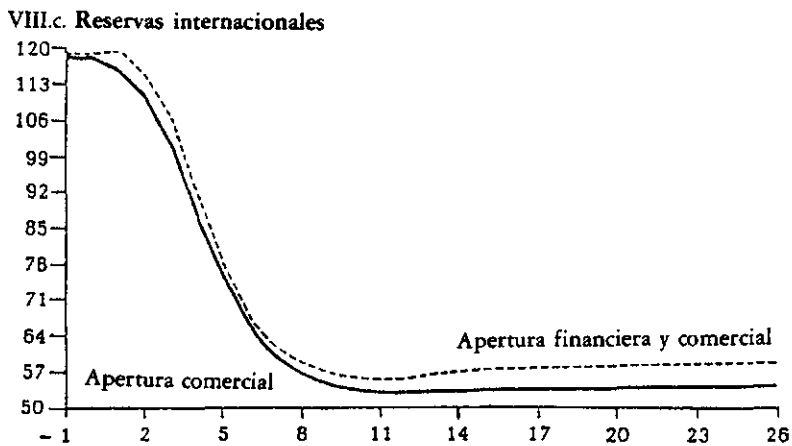
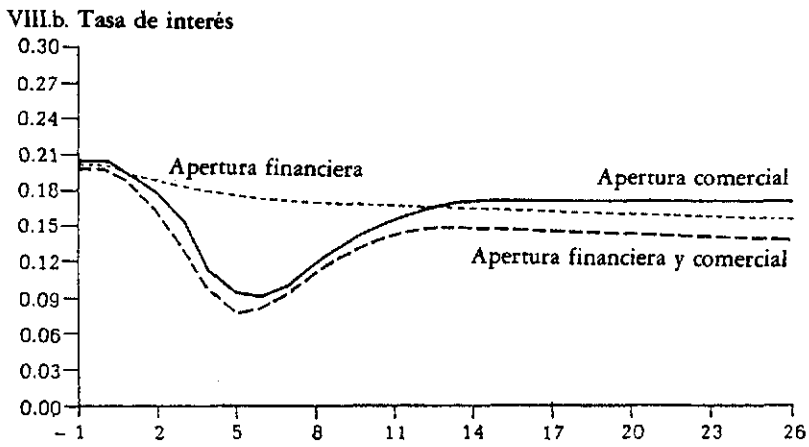
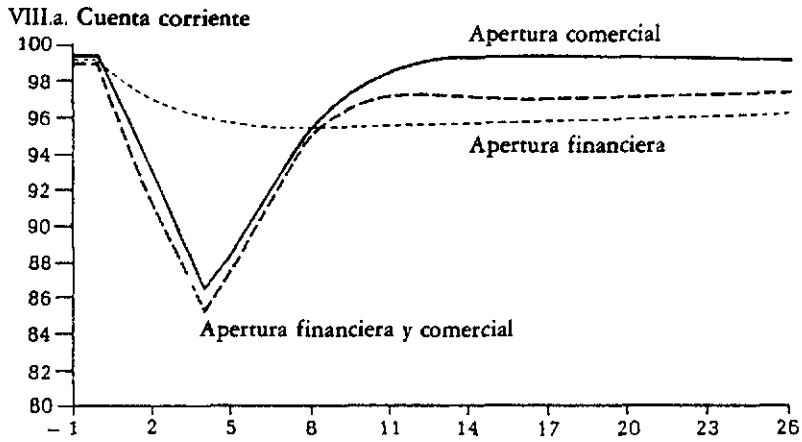
En esta subsección se describe el resultado de un ejercicio que combina, en forma simultánea, políticas de apertura comercial y financiera, ambas graduales.⁶² (Véanse gráficas VIII.a a VIII.f.)

En primer lugar, se observa que, debido al efecto combinado de ambas políticas, que provocan una caída de la demanda nominal de dinero (como consecuencia de la baja del nivel de precios derivada de la reducción arancelaria) y un aumento de la oferta de dinero (proveniente del flujo de capitales internacionales), el déficit acumulado en cuenta corriente (gráfica VIII.a) y el nivel de producto final⁶³ son mayores, y la tasa de interés (gráfica VIII.b) es menor, que en cada una de las políticas consideradas aisladamente.

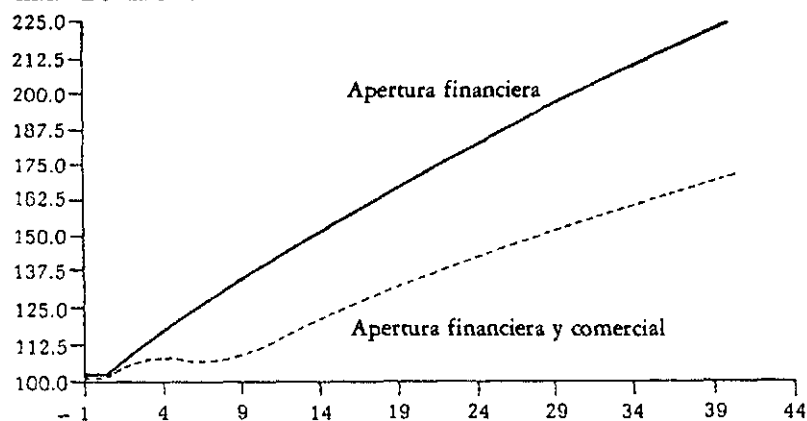
Sin embargo, el nivel final⁶³ de reservas es mayor que en el caso de la apertura comercial (gráfica VIII.ch), ya que la demanda de dinero es ahora más alta, debido al mayor producto y la menor tasa de interés. En todo caso, se observa que, al igual que en cada apertura considerada separadamente, la evolución de las reservas se determina, en último término, por el comportamiento de la demanda de dinero.

Gráfica VIII

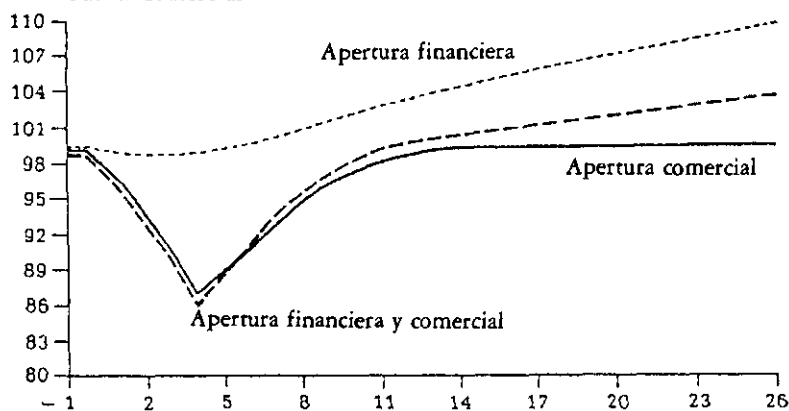
EFFECTOS DE LA SIMULTANEIDAD DE POLITICAS GRADUALES DE APERTURA COMERCIAL Y FINANCIERA SOBRE LAS VARIABLES QUE SE INDICAN



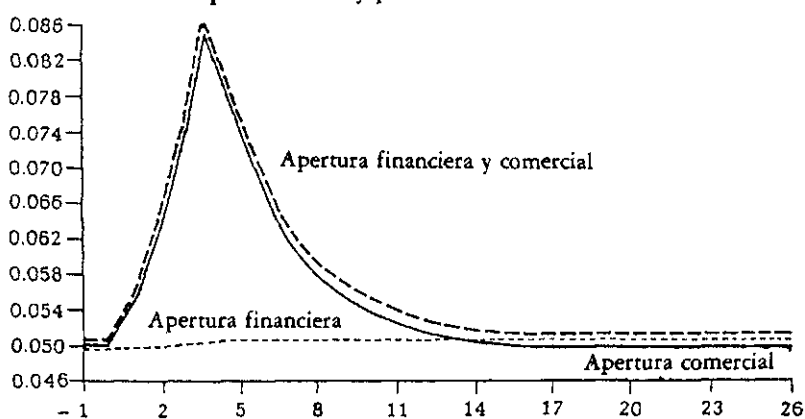
VIII.ch. Deuda externa

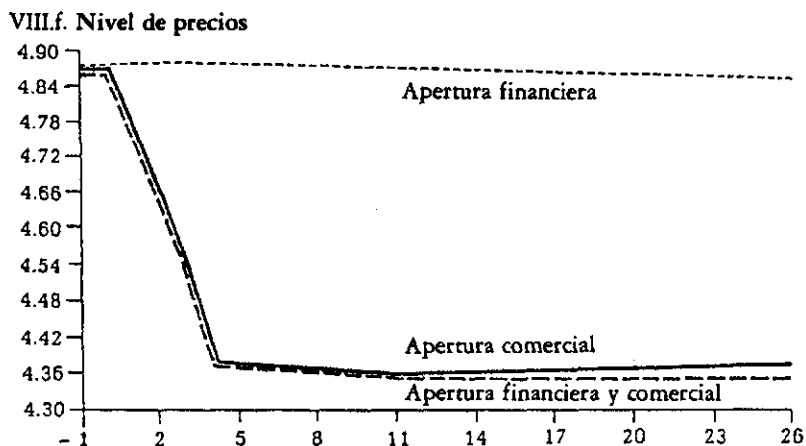


VIII.d. Cuenta comercial



VIII.e. Brecha entre producto real y potencial





En relación con el endeudamiento externo (gráfica VIII.ch), se observa que éste, y por tanto la entrada neta acumulada de capitales internacionales, son muy inferiores en el caso de las políticas combinadas que en el de la apertura financiera considerada aisladamente. Esto se debe a la distinta evolución que tiene, en ambas simulaciones, la tasa de interés, a cuyos cambios es muy sensible la entrada de capitales. En efecto, en la apertura financiera el exceso de oferta de dinero decrece paulatinamente, desde un nivel inicial que apenas pasa de 1%; en cambio, en el caso de las políticas combinadas, dicha variable presenta un comportamiento cíclico, en el cual el exceso de oferta de dinero crece fuertemente en los primeros períodos (como consecuencia de la caída de la demanda de dinero), llegando a un máximo superior a 7%. Por este motivo, la tasa de interés nominal cae fuertemente al principio (cinco períodos); cuando comienza a crecer, no logra superar niveles relativamente bajos, y permanece siempre por debajo de la trayectoria seguida en la apertura financiera sola (véase gráfica VIII.b). Ello provoca, cuando se combinan las políticas, una entrada de capitales, y el consiguiente endeudamiento externo, muy inferiores al caso de apertura financiera por sí sola.

En relación con la estructura de la cuenta comercial de la balanza de pagos, aquí se observa que tanto las importaciones como las exportaciones crecen (debido al cambio de los precios relativos derivados de la apertura comercial), pero las primeras menos que las últimas, por la necesidad de crear el superávit para el pago del servicio de la deuda externa (gráfica VIII.d). Por ser esta última menor que en el caso de la apertura financiera por sí sola (donde las importaciones *caen* casi un 50% y las exportaciones suben 20%), aquí las exportaciones crecen 160% y las importaciones aumentan 128 por ciento.⁶⁴

Finalmente, la estructura de la producción, al igual que la brecha de recursos, se comportan casi de igual forma que en el caso de apertura comercial, lo que se explica por el pequeño impacto de la apertura financiera sobre los precios relativos. El nivel de precios termina siendo levemente inferior (2%) al nivel a que llega con la apertura comercial por sí sola, debido a la caída del precio de los bienes no comerciales necesaria para generar el superávit en la cuenta comercial de la balanza de pagos⁶⁵ (véanse gráficas VIII.e y VIII.f).

En resumen, se deduce que la aplicación simultánea de ambos tipos de apertura no es la "suma" de cada una de ellas considerada aisladamente. Si bien la estructura productiva y el desempleo de recursos, así como los precios, tienden, en líneas generales, a reproducir la situación de la apertura comercial, las variables financieras y del sector externo presentan un comportamiento diferente del de la "combinación" de ambas políticas consideradas aisladamente. Esto se traduce, principalmente, en un menor nivel

de deuda externa, en un menor superávit de la cuenta comercial de la balanza de pagos (pero con mayores importaciones que las iniciales) y en una diferente trayectoria de la tasa de interés, en comparación con la apertura financiera aislada.

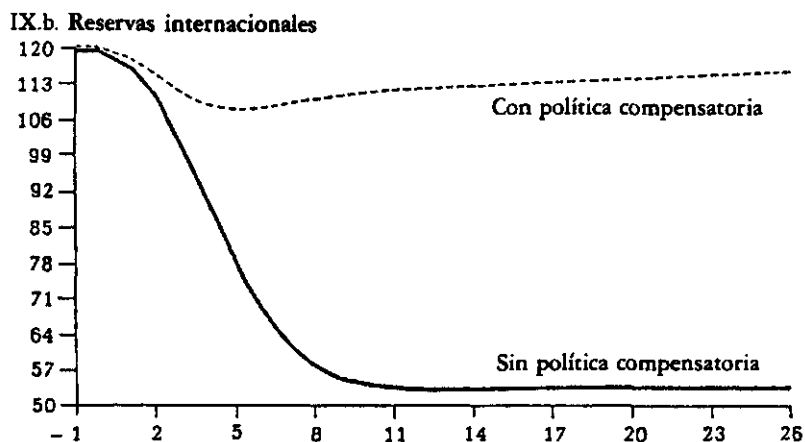
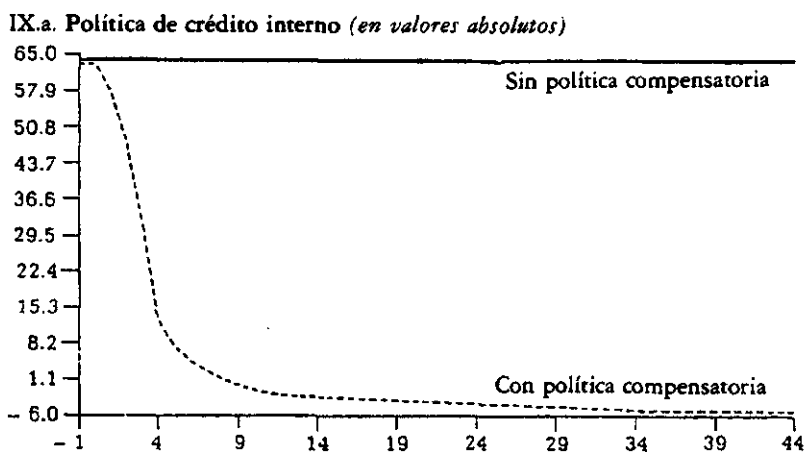
4. Políticas compensatorias

Del análisis de las simulaciones relacionadas con las distintas estrategias de apertura se deduce que éstas traen consigo, en algunos casos, efectos transitorios (de duración no definida) que pueden estimarse indeseables por parte de las autoridades económicas. Tales efectos son, en cuanto a la balanza de pagos, un déficit de cuenta corriente, una pérdida de reservas internacionales y/o un mayor endeudamiento externo; en cuanto al sector productivo, el principal efecto que se observa es el del desempleo de recursos en la apertura comercial.⁶⁶

Las políticas de apertura financiera presentan como uno de sus principales efectos, posiblemente indeseables, el endeudamiento externo, pero éste está inherentemente

Gráfica IX

POLITICA MONETARIA COMPENSATORIA DE LA BALANZA DE PAGOS



ligado a dicha apertura como tal. Por tal motivo no se intentará, en esta etapa de la investigación, desarrollar políticas compensatorias en relación con la apertura financiera.⁶⁷

En cuanto a las políticas de apertura comercial, éstas presentan los dos efectos ya mencionados, que pueden considerarse indeseables, durante el proceso de transición: la pérdida de reservas internacionales, asociada al déficit acumulado en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y la brecha generada entre el producto potencial y el producto efectivo.

Existen diversas políticas (cambiarias, fiscales y/o monetarias) de demanda agregada que pueden, en principio, intentarse con el fin de minimizar dichos efectos. En esta ocasión, se desarrollará un tipo de política monetaria que puede utilizarse con el propósito de disminuir la brecha del sector externo.

Para disminuir el déficit de cuenta corriente —lo que equivale, en este caso, a reducir la pérdida de reservas internacionales—, debería implementarse una política monetaria restrictiva, consistente en contraer el crédito interno, de tal modo que no genere los excesos de oferta de dinero descritos en la subsección 1 de esta sección.

La gráfica IX.a describe la magnitud y secuencia temporal de la política de crédito interno, derivada del intento de lograr un equilibrio permanente en el sector monetario. En la gráfica IX.b se observa cómo se reduce sustancialmente la pérdida de reservas, según que la política de apertura comercial gradual vaya o no acompañada de una política monetaria compensatoria.

Se deduce que sería necesaria una fuerte contracción del crédito interno (en este caso, del que va dirigido al sector privado), más pronunciada en los primeros períodos y más suave posteriormente. Las reservas caen muy suavemente, sobre todo en comparación con la apertura sin política compensatoria, y el motivo por el que no quedan inalteradas es que para ello no es suficiente garantizar el equilibrio del sector monetario. Además, como el ajuste en el mercado de bienes exportables es más lento que en el de los importables, el cambio de los precios relativos tiene un efecto asimétrico, a pesar de no existir exceso de demanda, sobre ambos mercados, generándose necesariamente un déficit transitorio, aunque pequeño, en la balanza de pagos durante los primeros períodos.

Finalmente, al eliminarse el exceso de oferta de dinero, se incrementa el exceso de oferta de bienes no comerciales, con lo que, según los valores de λ_6 y λ_3 , se generaría una brecha mayor entre la producción potencial y la efectiva.⁶⁸

En cambio, similar efecto no opera por el lado de los bienes comerciales, ya que la caída de la demanda agregada provocada por la política crediticia restrictiva repercute sobre las exportaciones y las importaciones, pero no sobre la producción de bienes comerciales. En efecto, esta última es función de los precios, pero no de la demanda interna.

VII

Resumen y conclusiones

De este estudio se deduce que los efectos de la apertura comercial son muy diferentes de los de la apertura financiera. Los primeros se manifiestan especialmente en modificaciones de la asignación de recursos y de la estructura productiva, en un fuerte impacto sobre los precios (relativos y absolutos) y en caídas relativamente grandes de la producción agregada, presentando la tasa de interés un comportamiento cíclico. Los impactos de la apertura financiera, en cambio, se ven con particular claridad en las áreas del mayor endeudamiento externo y déficit de cuenta corriente, y de la caída de la tasa de interés,

siendo muy pequeño el efecto sobre la estructura productiva, los precios y la brecha de recursos; esta última adquiere mayor importancia con el transcurso del tiempo, cuando la economía debe generar crecientes superávits para servir la deuda externa.

Un segundo resultado interesante es la diferencia de efectos que las aperturas gradual y de choque provocan durante el período de transición entre una situación de equilibrio inicial y otra terminal. En general, los déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos y las caídas transitorias del producto y de los precios (o de la tasa de inflación, si ésta es inicialmente positiva) son más pronunciados en un comienzo, para los casos de apertura comercial de choque, pero convergen más rápidamente que en los casos de apertura gradual. Además, como se señaló, la combinación de ambas políticas (apertura comercial y financiera) no es la simple "suma" de cada una de ellas consideradas en forma aislada. Se deduce, naturalmente, que las autoridades económicas no pueden ser indiferentes a las distintas secuencias y magnitudes de las distintas estrategias de apertura.

Otro resultado que cabe destacar es la importancia del signo y magnitud de la correlación que exista entre el ahorro interno y el externo. El valor de dicho parámetro, y las implicaciones consiguientes para las acciones de política económica tendientes a afectarlo, aparecen como cruciales en la determinación del tiempo necesario para que la economía vuelva a una trayectoria de equilibrio (probablemente diferente). Este fenómeno se puede apreciar, fuera de lo descrito en este trabajo, si se piensa, por ejemplo, en la forma de reacción y ajuste de la economía ante un alza de la tasa de interés mundial y/o si se opta por abrirla más, en el ámbito financiero. Esta situación se relaciona muy estrechamente con la capacidad de la economía para sostener determinados niveles de endeudamiento externo durante largos períodos. En particular, la vinculación del ahorro externo (déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos) con el gasto nacional en bienes de inversión, que incrementen la capacidad productiva, adquiere gran relevancia en la determinación de una nueva trayectoria de equilibrio macroeconómico global.

El punto anterior aparece también como uno de los elementos fundamentales para explicar, además de las variables tradicionalmente consideradas (expectativas de devaluación, evaluaciones de riesgo y similares), un fenómeno que se ha observado empíricamente en varias experiencias aperturistas, consistente en una gran demora de la tasa de interés interna para ajustarse a la tasa de interés internacional.

Específicamente, la investigación demuestra que aun cuando hay una apertura financiera rápida, si la inversión y el crecimiento del producto son lentos, el equilibrio macroeconómico general, y, en particular, la convergencia de la tasa de interés interna con la internacional, tardan mucho tiempo en gestarse. Hay otros parámetros cuyos valores son determinantes de suma importancia para condicionar trayectorias más o menos rápidas de la diferencial entre las tasas de interés internas y las internacionales. Ellos son, principalmente, la elasticidad del flujo de la oferta de capitales internacionales hacia el país y la proporción del equilibrio monetario que se manifiesta en el mercado financiero interno.

Cabe destacar que estos resultados tienen fuertes implicaciones, además del endeudamiento externo, en áreas tales como las de imperfección de los mercados de capitales, tanto nacionales como internacionales, los procesos de ahorro e inversión, la redistribución del patrimonio, etc.

Un elemento que desempeña un papel de gran importancia en la determinación de la trayectoria temporal de las distintas variables macroeconómicas es el de los mecanismos de ajuste de precios y cantidades en el mercado de bienes no comerciales. Se observa que, cuanto más lento sea el ajuste en dicho mercado y cuanto más influya la demanda efectiva en las decisiones de oferta de dichos bienes, más costoso (en términos de caída del producto) tiende a ser el proceso de apertura comercial. Asimismo, la mayor o menor

correlación entre la inflación interna y la externa, ante una modificación de la protección arancelaria, depende fuertemente de la importancia de la producción de bienes no comerciales en la oferta total, así como de la velocidad de ajuste de los precios ante desequilibrios entre oferta y demanda en dicho mercado.

Otro elemento que se destaca por su importancia para la trayectoria de las principales variables macroeconómicas ante un proceso de apertura está asociado a la rapidez de respuesta de la producción de bienes exportables e importables ante cambios de los precios relativos. Cuanto mayor sea la movilidad de recursos intersectoriales y cuanto menores sean las diferencias entre los rezagos de las ofertas deseadas y las efectivas de bienes exportables e importables, menores son los costos, en la transición derivados de la apertura económica.

Otros resultados interesantes que se han podido apreciar se resumen a continuación.

Cuando la economía se abre al exterior, el saldo global de la balanza de pagos puede mejorar aun cuando la cuenta corriente empeore y la deuda externa crezca. Este fenómeno se produce con más claridad cuanto más rápida y completa sea la apertura financiera al exterior.

El producto real cae, transitoriamente, cuando se reducen las tarifas arancelarias. La duración del desempleo de recursos es independiente de la velocidad de la apertura comercial; sin embargo, la brecha de recursos es mayor en el caso de la apertura comercial rápida, pero en ciertos períodos su magnitud es menor que la correspondiente a la apertura comercial gradual. El resultado es muy sensible, además, a la velocidad relativa de los mecanismos de ajuste, tanto en cantidad como en precio, en el mercado de bienes no comerciales.

La tasa de inflación cae con la apertura comercial, y la tasa de interés interna se mueve hacia el valor de la tasa internacional, cuando la economía se abre financieramente. Ambas variables no convergen instantáneamente hacia los niveles internacionales, dependiendo ello, aunque sólo parcialmente, de la velocidad del respectivo proceso de apertura. Sin embargo, en un contexto de equilibrio general, el ajuste de los precios tiende a ser más rápido que el de las tasas de interés.

Si bien la producción de bienes importables cae con la apertura comercial, al disminuir su precio interno, la producción de bienes exportables crece. La proporción de bienes no comerciales en la situación terminal, comparada con la inicial, depende de las elasticidades de sustitución que operan en la producción y en el gasto.

Dadas las características del modelo, las tasas nominales de interés siempre tienden a disminuir, cuando la economía se abre al exterior; sin embargo, la tasa real puede elevarse sustancialmente, durante algún tiempo, por encima de su valor inicial. Este caso se observa con frecuencia ante aperturas comerciales bruscas y se explica por la (relativamente) fuerte caída de la tasa de inflación interna, producto, precisamente, de la reducción del precio de los bienes importables.

Se pueden diseñar políticas compensatorias que tiendan a reducir algunos de los efectos transitorios indeseables derivados del proceso de apertura. El modelo permite indicar magnitudes y secuencias de algunas de dichas políticas y evaluar los costos laterales implícitos en su aplicación.

Finalmente, se espera que el desarrollo de este modelo, una vez completado y afinado, permitirá facilitar el análisis de casos reales, orientando el trabajo hacia la estimación de parámetros, rezagos y coeficientes de ajuste, y ayudando a evaluar las opciones de política económica en relación con los costos que se generan en el período de transición.

Apéndice

Valores de los parámetros utilizados en las simulaciones

Ecuación	Variable	Parámetros
(2)	I^s	$\gamma_1 = 2.0; \gamma_2 = 1.0; \gamma_3 = 0.3591; \lambda_1 = 0.8$
(3)	X^s	$\lambda_2 = 0.4$
(6)	J	$z = 0.5$
(7)	δ	$\gamma = 1.0$
(8)	$\log N^s$	$\lambda_3 = 0$
(11)	u	$\alpha_3 = 0.05; \gamma_{15} = 1.0$
(16)	$\log EPRD$	$\gamma_4 = 1.0; \gamma_5 = 0.3; \gamma_6 = -0.5; \lambda_4 = 1.0$
(18)	$\log(p_i I^d)$	$\gamma_7 = 0.4721; \gamma_8 = 0.0833; \gamma_9 = 0.4446$
(25)	$\log p_i$	$\lambda_5 = 1.0$
(27)	$\log p_n$	$\lambda_6 = 0.6; \lambda_7 = 0.7$
(28)	π^e	$\lambda_8 = 0.5$
(32)	DK	$\lambda_4 = 0; \gamma_{17} = 100; \gamma_{18} = 0$
(37)	$\log M^d$	$\alpha_1 = -0.2924; \gamma_{10} = 1.0; \gamma_{11} = -1.0; \gamma_{12} = -1.0$
(38)	r_D	$\alpha_2 = 0; \gamma_{13} = 0.5$
(40)	T	$t_0 = 0; t_1 = 0.1222$

Referencias bibliográficas

- [1] Cagan, Phillip, "The monetary dynamics of hyperinflation", en Milton Friedman (ed.), *Studies in the quantity theory of money*, University of Chicago Press, Chicago (III.), 1956.
- [2] Clements, Kenneth W., "A general equilibrium econometric model of the open economy", *International Economic Review*, vol. 21, N° 2, junio de 1980, pp. 469-88.
- [3] Clements, Kenneth W., "An aggregative multiproduct supply model", *European Economic Review*, vol. 13, 1980, pp. 239-45.
- [4] Fry, Maxwell J., "Saving, investment, growth and the cost of financial repression", *World Development*, vol. 8, N° 4, 1980, pp. 317-28.
- [5] Griffin, K.B. y J.L. Enos, "Foreign assistance: objectives and consequences", *Economic Development and Cultural Change*, abril de 1970; versión en español: "Asistencia externa: objetivos y consecuencias", *El Trimestre Económico*, vol. XL(1), N° 157, 1973, pp. 3-18.
- [6] Khan, Mohsin S. y Malcolm D. Knight, "Stabilization programs in developing countries: a formal framework", *IMF Staff Papers*, vol. 28, N° 1, 1981.
- [7] Mikesell, Raymond F. y James E. Zinser, "The nature of the savings function in developing countries: a review of the theoretical and empirical literature", *Journal of Economic Literature*, vol. XI, N° 1, 1973, pp. 1-26; versión en español: *La naturaleza de la función ahorro en los países en desarrollo: un examen de los estudios teóricos y empíricos, con referencia especial a América Latina*, CEMLA para OEA, México, 1974 (serie Estudios).

- [8] Weisskopf, Thomas E., "The impact of foreign capital inflow on domestic savings in underdeveloped countries", *Journal of International Economics*, vol. 2, Nº 1, febrero de 1972, pp. 25-38.
- [9] Zahler, Roberto, "Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior: el caso chileno, 1975-1978", *Revista de la CEPAL*, Nº 10, abril de 1980, pp. 137-63.

NOTAS

¹ Por ahora se ha decidido trabajar con una economía "típica" de la región y no con casos nacionales. Por ese motivo, el modelo es bastante general, y pretende cubrir, en lo esencial, un amplio número de países y no incorporar características institucionales u otras que naturalmente deberían contemplarse en caso de desear aplicársele a situaciones más específicas; por lo mismo, el modelo, en esta etapa, no ha sido estimado económicamente, sino que ha sido utilizado para simular el comportamiento de esta economía típica.

² Se reconoce que el grado de apertura comercial puede medirse de distintas maneras. Así, por ejemplo, puede tomarse o no en cuenta la existencia de "aranceles diluidos". La medida que se adopte depende de los propósitos de cada trabajo, y para el presente es suficiente utilizar la protección nominal.

³ Si bien el ejercicio está centrado en el análisis de la apertura económica, el modelo permite realizar, igualmente, el estudio de la trayectoria de las distintas variables macroeconómicas ante un aumento del grado de protección de la economía, ya sea en relación con el comercio de bienes o con los movimientos de capitales internacionales, o con ambos.

⁴ Téngase presente que no se ha definido, en el modelo, la dimensión exacta de la unidad de tiempo. Se hablará de "períodos" sin pretender que equivalgan a años ni a meses ni a ninguna otra medida habitual de tiempo en el mundo real.

⁵ Este supuesto se vuelve fundamental y, en cierta medida, limitativo, para el análisis del proceso de apertura. Se está estudiando la forma de modelar el sector financiero en forma más completa y compleja para permitir una situación en que se distinga el mercado de crédito del de dinero, o, alternativamente, se expliciten tasas de interés activas y pasivas, y tasas de encaje nacionales diferentes de las internacionales.

⁶ En todo caso, cabe destacar que el modelo está diseñado para poder analizar dinámicamente la evolución de las variables en relación con situaciones de equilibrio dinámico de largo plazo.

⁷ Véanse, por ejemplo, Fry [4], Mikesell y Zinser [7], Griffin y Enos [5] y Weisskopf [8]. (Los números entre corchetes remiten a las Referencias bibliográficas que aparecen al final del artículo.)

⁸ Téngase presente que esta forma de modelar la relación entre cambios del producto potencial y cambios del ahorro externo se deriva de requerimientos de congruencia del modelo. No hay ninguna pretensión de comparar niveles finales de producto potencial asociados con diferentes estrategias de apertura económica externa. Recuérdese, una vez más, que el propósito principal del ejercicio es el análisis del proceso de transición frente a dichas estrategias, y no las características de la situación de largo plazo.

⁹ Esto no excluye el interés, teórico y práctico, de analizar dicha situación, ya que precisamente uno de los aspectos más discutidos de las políticas de apertura es si éstas traen efectivamente consigo un incremento de la capacidad productiva, o si provocan un crecimiento del gasto en consumo de tal magnitud que incluso pone en tela de juicio la capacidad del sistema económico nacional de poder mantener dicha situación en el futuro.

¹⁰ En particular, el modelo no explicita funciones de producción sectoriales.

¹¹ Otra área que requiere estudio, y que puede ser determinante en el proceso de redistribución del patrimonio asociado con algunas modalidades de apertura externa, es la relacionada con el funcionamiento del mercado de capitales interno y con la mayor o menor facilidad de acceso al crédito internacional por parte de los diferentes agentes económicos nacionales (véase Zahler [9]).

¹² La productividad de la mano de obra en los diferentes sectores suele ser heterogénea, por lo que los cambios de los niveles y la estructura de la producción (inducidos, por ejemplo, por una determinada política de apertura económica) pueden ser asimétricos en relación con su efecto sobre el empleo.

¹³ En dicha discusión usualmente se incorporan consideraciones no fácilmente manejables en un modelo como el desarrollado en este estudio. Ellas incluyen la estructura dispareja inicial de la protección a los bienes de consumo e inversión, posibles situaciones iniciales de desequilibrio de acervos de bienes de consumo (usualmente asociados con excesos de demanda de bienes de consumo), el impacto de la apertura sobre la demanda de crédito interno y, en términos más generales, sobre la evolución del mercado de capitales, etc.

¹⁴ Véase Clements [2]. Algunos de los bloques básicos del modelo fueron diseñados a partir de ese trabajo.

¹⁵ La primera parte de la determinación de las ofertas sectoriales deseadas se basa directamente en el análisis de Clements [2].

¹⁶ En el modelo se utiliza, por simplicidad, una matriz diagonal: $\Lambda = \text{diag}[\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3]$.

¹⁷ Las ponderaciones dependen de la proporción de cada uno de los bienes en el producto (w_i^s , w_x^s y w_n^s), en las ecuaciones 12, 13 y 14), que son variables y determinadas endógenamente, en el modelo, período a período.

¹⁸ Esta ecuación permite que N^s supere a N^{s*} , por lo que implícitamente, supone la presencia previa de existencias. Asimismo, si $\lambda_3 = 0$, ante excesos de oferta de bienes no comerciales, se estarían acumulando existencias. En el modelo no se analizan los determinantes ni los niveles óptimos deseados de las existencias.

¹⁹ Nótese que $\lambda_3 = 0$ implica una disociación total entre oferta y demanda agregadas. Según este supuesto, cualquiera que fuera la política de demanda agregada, no tendría ningún efecto sobre la oferta agregada real, ni siquiera en el corto plazo. Por lo tanto, suponer $\lambda_3 > 0$ es el único mecanismo que en este modelo permite vincular, directamente, la oferta agregada real con la demanda agregada.

²⁰ Estrictamente, ambos términos corresponden más bien a la venta de bienes y servicios finales, a menos que $\lambda_3 = 0$. En el texto nos referimos a ellos como producto real (y) y producto nominal (Y). El primero, y , es el que se compara con y^* para evaluar el grado de recesión o "sobrecarga" de la economía respecto a la utilización potencial de recursos. En Y se agrega la recaudación arancelaria, debido a que ésta corresponde a ingresos generados en el proceso productivo, pero que no van a parar a manos de los productores, sino a las del gobierno.

²¹ Naturalmente, si $\lambda_1 = \lambda_2 = 1$, y $\lambda_3 = 0$, dicho proceso se produce instantáneamente.

²² Esta última variable (δ) puede identificarse también como la tasa de preferencia en el tiempo, de modo que si, por ejemplo, la tasa de interés es inferior a δ , se estimula el consumo presente en relación con el consumo futuro, aumentándose el gasto del sector privado.

²³ Implícitamente se supone, aunque no se ha modelado, que ese caso corresponde a una situación en la que la riqueza deseada se iguala con la riqueza efectiva, por lo que todo el flujo de ingreso (disponible) es consumido ($\gamma_4 = 1$, en la ecuación 16).

²⁴ El modelo supone que sólo el sector privado se puede endeudar con el exterior. Véase la subsección sobre balanza de pagos y endeudamiento externo, más adelante.

²⁵ Obsérvese que, a diferencia del caso de la oferta, donde se trabajó con una función de producción explícita, las ecuaciones de demanda están expresadas en términos de tasas de variación, y no de niveles. La derivación de la ecuación de gastos sectoriales se basa en el trabajo de Clements [3] para la oferta multisectorial.

²⁶ Nótese que las ponderaciones son variables.

²⁷ En este trabajo se ha supuesto que el precio foráneo de bienes exportables e importables es el mismo. Esto no introduce ninguna pérdida de generalidad, ya que si se deseara estudiar, por ejemplo, el impacto de una variación en los términos de intercambio, simplemente se diferenciaría p_{F_x} de p_F .

²⁸ El modelo hace abstracción de los costos de transporte y supone que todo tipo de imperfecciones, restricciones o distorsiones que impliquen una brecha entre $p_F(ER)$ y p_I se expresa en el valor de τ , variable representativa de la tarifa arancelaria homogénea. El valor de dicha variable refleja, en este estudio, el grado de apertura comercial externa.

²⁹ Los ejercicios de simulación que se describen en la sección VI han utilizado el valor $\lambda_5 = 1$.

³⁰ Se pueden incorporar elementos que introduzcan una brecha entre ambos términos de la ecuación (26) —por ejemplo, un subsidio a las exportaciones—, así como mecanismos de ajuste gradual, etc.

³¹ Este último término puede representar factores tales como elementos de expectativas, costos esperados de reposición, etc., y, además de sus efectos durante la transición, contribuye a acelerar el ajuste de precios de los bienes no comerciales al producirse cambios en los precios foráneos, en el tipo de cambio y/o en τ .

³² Véase Cagan [1].

³³ Se ha supuesto que las expectativas de variación del tipo de cambio son iguales a la variación efectiva (actual) del mismo. Además, se supone que $\varrho_t = \varrho$ es constante; naturalmente, un estudio más específico de los determinantes de los flujos de créditos externos puede incorporar relaciones funcionales más complejas para $\Delta^c \log(ER)_t$ —por ejemplo, en función de la inflación pasada, o de las diferenciales entre inflación interna y externa— y para ϱ_t (por ejemplo, en función del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, de la deuda externa, etc.).

³⁴ No se ha considerado, por ahora, la emisión de bonos gubernamentales debido a la complejidad de posibles "efectos de riqueza netos" (se supone, en la versión actual, que no hay efectos redistributivos netos derivados de los cambios habidos en la composición de las tenencias de bonos y/o dinero por parte del sector privado), a la dificultad de hallar una norma clara en cuanto al financiamiento del déficit del sector público y al problema que significa una determinada forma de segmentación implícita del mercado de bonos, en dicho caso.

³⁵ En la actual versión del modelo, se supone que las reservas internacionales no generan un flujo de intereses y se ha trabajado sólo con la deuda externa bruta. Algunos resultados, sin embargo, se presentan en términos de deuda externa neta.

³⁶Nótese que en economías abiertas la tenencia de divisas y/o de otros activos financieros expresados en moneda extranjera adquiere mayor relevancia en la cartera de activos de empresas y personas, por lo que variables tales como r_F y $\Delta^1 \log(ER)$ deben desempeñar un papel de creciente importancia como determinantes de la demanda de dinero. En el modelo, por ahora, se supone que los residentes del país no mantienen riqueza en esa forma.

³⁷En forma similar a lo que sucede en el mercado de bienes no comerciales, se podría incluir un efecto directo, en este caso, de la tasa de interés foránea (ajustada por riesgo y por expectativas de devaluación) sobre la tasa de interés interna, con lo que se aceleraría el ajuste del sector monetario ante cambios de β , r_F , q y $\Delta^1 \log(ER)$.

³⁸La política monetaria "pura" se ejerce, en este caso, mediante el control del crédito interno al sector privado.

³⁹Esto puede deberse, entre otras causas, a una política expansiva de crédito interno, a una baja del nivel de precios (por ejemplo, por una reducción del nivel arancelario), a una disminución de la demanda de dinero (por creación o desarrollo, por ejemplo, de activos financieros sustitutos del dinero), etc.

⁴⁰Si no hay sustitución perfecta entre el ahorro interno y el externo, se produce un incremento de la producción y una caída de la tasa de interés (como consecuencia de la mayor acumulación y de su efecto sobre la productividad del capital), contribuyendo ambas situaciones a incrementar la demanda de dinero y restaurar así el equilibrio del sector monetario.

⁴¹Al caer la tasa de interés, se provoca nuevamente un mayor gasto, esta vez por el efecto de γ_6 (ecuación 16); si hay acumulación de capital, cae δ , generándose un conjunto de consecuencias de "segundo orden", todo lo cual señala la complejidad analítica (y de ahí la necesidad de experimentación numérica) para aprehender todos los efectos directos e indirectos de distintas medidas de políticas o de cambios de ciertas variables.

⁴²Nótese que si $\beta \neq 0$, la caída inicial de la tasa de interés provoca, por la salida de capitales internacionales y la consiguiente reducción de la emisión, otro efecto equilibrador sobre el sector monetario.

⁴³A menos que λ_3 y z sean nulos.

⁴⁴Este último efecto será permanente si z es positivo.

⁴⁵Si la economía estuviese totalmente cerrada al comercio y al financiamiento internacional, los precios relativos acabarían siendo los mismos, pero el nivel absoluto de precios se habría incrementado en proporción al exceso de oferta de dinero.

⁴⁶Otro efecto que podría analizarse sería la relación con el incremento inicial de la tributación arancelaria y con el posible impacto sobre los movimientos de capitales (ecuación 32).

⁴⁷Nótese que usualmente quienes utilizan el enfoque monetario de la balanza de pagos (o del tipo de cambio) sostienen que, en condiciones inflacionarias, la tasa de variación de los precios internos equivale a la inflación internacional más la tasa de devaluación. Si bien esto último tiende a ser válido, en ciertas condiciones y sobre todo en el largo plazo, ello no siempre garantiza que los niveles de precios (ajustados por el tipo de cambio) se igualen. Para que ocurra esto último, podría ser necesario, por ejemplo, que en el momento inicial de implementar la política cambiaria hubiese existido equilibrio entre el país y el extranjero, en cuanto a niveles absolutos de precios. Por lo tanto, el que se tiendan a igualar las tasas de inflación internas con las internacionales, en un régimen de tipo de cambio fijo, no garantiza que haya equilibrio en las cuentas del sector externo.

⁴⁸Como se señaló anteriormente, el modelo puede utilizarse para simular otros tipos de políticas y/o cambios de las variables exógenas. Aquí el análisis se limita a políticas de apertura.

⁴⁹En este ejercicio, como se anula la tarifa arancelaria, cae también la recaudación tributaria y, en ausencia de política fiscal activa, disminuye el gasto del gobierno, como proporción del producto nacional, de 20% a 12%. Si se deseara mantener el porcentaje inicial, se debería incrementar t_0 y/o t_1 , o, alternativamente, financiar el déficit, g_0 , por la vía de la emisión y continua pérdida de reservas. Naturalmente, si la rebaja arancelaria no es total ($0 < \tau < 1$), el sector público puede finalizar con mayor, igual o menor recaudación arancelaria, según la magnitud de la rebaja, y de las elasticidades en el sector de bienes importables.

⁵⁰Estos efectos señalan, naturalmente, la tendencia a que se incrementen las importaciones y las exportaciones. Sin embargo, debido a los valores de λ_1 y λ_2 , dicho proceso no es simétrico (véase gráfica 1.c).

⁵¹En un marco hipotético inicial con inflación positiva, se reduciría temporalmente el ritmo de crecimiento de los precios. Esto dependería también, como es obvio, de la existencia o inexistencia de otras medidas de política económica, como, por ejemplo, una devaluación.

⁵²Téngase presente que la tasa real de interés sube, al principio, debido a la reducción inicial de los precios. Esto es válido para todos los ejercicios de apertura comercial.

⁵³La oferta nominal de dinero se ajusta, en el nuevo equilibrio, a la menor demanda, como consecuencia de la caída en el nivel de precios, precisamente mediante la pérdida de reservas.

⁵⁴El modelo utiliza, por simplicidad, elasticidades, respecto al precio, propias unitarias para la demanda, por lo que la proporción del gasto en cada tipo de bien en el gasto total permanece constante. Si la elasticidad de la demanda de los bienes no comerciales al precio de los bienes importables fuese, por ejemplo, de -0.5, en

lugar de cero (es decir, si los bienes importables y los no comerciales fuesen complementarios, en la demanda), de hecho el sector de bienes no comerciales se beneficiaría con la rebaja arancelaria, y su participación en el producto crecería (véase gráfica II).

⁵⁵Recuérdese que se está trabajando con $\lambda_3 = 0$. Si su valor fuese positivo, como hay exceso de oferta de bienes no comerciales inicialmente, la magnitud del desempleo de recursos sería mayor.

⁵⁶Si $\lambda_1 = \lambda_2 = 1$, para $\lambda_3 = 0$ se observa que la apertura comercial provoca básicamente los mismos efectos en cuanto a magnitudes y trayectorias en el tiempo que los que se comentan aquí, excepto, naturalmente, en relación con la brecha de recursos, la cual es nula, al suponer una velocidad de ajuste instantánea en el traslado de recursos entre sectores. (Véanse gráficas III.a a III.c.)

⁵⁷Si hay rigidez en el mercado de bienes no comerciales (λ_6 pequeño y/o λ_3 positivo), la tasa máxima de desempleo de recursos es mayor que en los casos en que dicho mercado se ajusta rápidamente (véanse gráficas V.a y V.b).

⁵⁸Naturalmente, esto es válido para aperturas graduales de "pocos" períodos, ya que si la reducción arancelaria se alargara, en relación con el caso de la gráfica IV.ch, más allá de doce períodos, por definición el déficit en cuenta corriente de la apertura gradual, que sería muy pequeño por unidad de tiempo, tendría mayor duración que el correspondiente a la apertura comercial.

⁵⁹Como se observa en la gráfica VI.ch, el flujo neto de capitales hacia el país decrece con el tiempo, como consecuencia de la reducción de la diferencial de intereses entre el país y el exterior.

⁶⁰El valor de la tasa de interés en el período 40 (que no es de equilibrio) es menor en la apertura de choque que en la comercial, precisamente por el mayor flujo de crédito externo, y acumulación y caída de la productividad del capital, en comparación con el caso gradual.

⁶¹Esta última situación se ve más comprometida en la medida en que sea más lento el ajuste, por precio y por cantidad, en el mercado de bienes no comerciales.

⁶²Se dispone también de los resultados de simulaciones donde se combinan las otras posibles modalidades de reformas bruscas y graduales. En la próxima etapa de la investigación se intentará realizar, además, simulaciones de secuencia de ambas políticas.

⁶³Referido al período 40, que es necesariamente el de equilibrio.

⁶⁴Recuérdese que, en el caso de apertura comercial, tanto las exportaciones como las importaciones aumentan, en igual monto (140%), manteniendo una cuenta comercial (y corriente) de balanza de pagos equilibrada.

⁶⁵Este efecto se acrecentaría con el tiempo, si λ_6 disminuyera y/o λ_3 fuese positivo.

⁶⁶Otras áreas que podrían ser analizadas son las relacionadas con la evolución de los precios y de la tasa de interés.

⁶⁷Si se desea minimizar el déficit en cuenta corriente asociado a la apertura financiera, ello debe lograrse mediante algún mecanismo que tienda a equilibrar el sector monetario, lo que implica una creciente acumulación de reservas internacionales y de deuda externa bruta. El pago de intereses (en el supuesto de que las reservas internacionales no devengan ningún rendimiento pecuniario) obligaría a un superávit cada vez mayor en la cuenta comercial de la balanza de pagos, que va asociado a una reducción creciente del gasto y a un exceso de oferta en el mercado de bienes no comerciales.

⁶⁸En las simulaciones que aparecen en las gráficas IX.a y IX.b se ha supuesto que $\lambda_3 = 0$, lo que, por definición, minimiza el impacto de la política monetaria restrictiva sobre el desempleo de recursos.

Liberalización financiera y comercial en el contexto de impactos externos y políticas internas inconsistentes

Moshin Khan y Roberto Zahler

Este estudio es resultado de un proyecto conjunto realizado por la CEPAL y el Fondo Monetario Internacional. La participación de CEPAL se efectuó en el marco del Proyecto RLA/77/021 del PNUD, "Implicaciones para América Latina de la Situación del Sistema Monetario y Financiero Internacional" bajo la dirección de Carlos Massad. Este trabajo fue escrito originalmente en inglés. De acuerdo con lo convenido por las instituciones patrocinantes, la versión inglesa ha sido publicada por el FMI bajo el título "Trade and Financial Liberalization in the Context of External Shocks and Inconsistent Domestic Policies", *Staff Papers* Vol. 4 N^o 1, marzo 1985. Esta versión en español corresponde a una traducción del original ya publicado. Los autores, Moshin Khan (FMI) y Roberto Zahler (CEPAL-ILPES), agradecen a Mario Blejer, Kenneth Clements, Sebastián Edwards, Jacob Frenkel, William C. Hood, Malcolm Knight, Carlos Massad, Peter Montiel, Luis Ramírez-Rojas y Mario Teijeiro, por sus valiosos comentarios y observaciones en las versiones preliminares del trabajo.

I Introducción

La tendencia por parte de algunos países en desarrollo en el decenio de 1970 a eliminar las restricciones o impedimentos artificiales al comercio exterior y a las corrientes de capital, o lo que se ha dado en llamar la liberalización o apertura de las economías, despertó gran interés tanto entre académicos como formuladores de políticas. Los países del Cono Sur —Argentina, Chile y Uruguay—, donde se extremó la estrategia de liberalización y se hizo mucha publicidad en torno a ella, se citaban en la prensa financiera internacional y en los círculos bancarios como los ejemplos más insignes del éxito económico del último decenio.¹ A los países en desarrollo se les daban a conocer continuamente las bondades de las políticas económicas orientadas a los mercados externos y se les instaba a emular la experiencia de los países del Cono Sur. Hoy, en cambio, ese entusiasmo se ha extinguido abruptamente al ver que estos mismos países enfrentan graves problemas económicos, lo que los ha obligado a adoptar rigurosos programas de estabilización e incluso a invertir la dirección de sus políticas de liberalización. Las fuertes caídas en las tasas de crecimiento de los tres países y los aumentos de sus déficit en cuenta corriente hasta niveles insostenibles, se tradujeron en una fuerte presión sobre las autoridades para que abandonaran sus políticas anteriores. Como persisten las dificultades, se está poniendo a dura prueba la voluntad hasta de las autoridades nacionales más empeñadas en aplicar el modelo de economía abierta. Huelga señalar que, en esas circunstancias, pocos son los países en desarrollo a quienes se trate de convencer de que son claramente superiores los beneficios de la liberalización que sus costos. Aparentemente, la euforia que suscitaron las iniciativas de liberalización que obtuvieron ciertos logros en un principio ha cedido el paso a grandes dudas y acaso hasta cierto pesimismo en cuanto a la apertura.

Qué fue lo que falló en tan corto tiempo es pregunta que se plantean una y otra vez muchas partes interesadas, tanto dentro como fuera de los países que adoptaron las reformas comerciales y financieras. En general, es posible discernir cuatro orientaciones teóricas en el examen de este tema. Primero está la opinión de que las políticas de liberalización estaban en sí mal concebidas y que no eran realmente aplicables en los países en desarrollo, ni siquiera en el plano teórico. Por diversas razones, dadas las características estructurales e institucionales de los países en desarrollo, se sostiene que la apertura está destinada al fracaso, y por lo tanto no es muy sorprendente que los países que implantaron esas políticas se encuentren en los apuros actuales. Un segundo punto de vista, relacionado con el primero, aunque no condena las políticas de liberalización en sí, afirma que la falla estuvo en su aplicación. En otras palabras, aunque se inclinan a aceptar la premisa neoclásica de las ventajas a largo plazo de la apertura, critican la forma en que estas políticas fueron ejecutadas en la práctica. En tercer lugar, es posible que los países hayan sido víctimas de crisis exógenas, específicamente externas, embates que coincidieron con sus intentos de liberalización, y que el deterioro del marco internacional fuera el responsable en parte de los problemas con que tropezaron estos países. Se reconoce en general que la liberalización es un proceso lleno de dificultades incluso en condiciones óptimas, y que la tarea del formulador de políticas se hace doblemente pesada cuando el país enfrenta crisis externas mientras está empeñado en él. Por último, está el argumento

de Edwards (1982), Pastore (1982), Sjaastad (1983) y Dornbusch (1984), entre otros, que achacan la mayor parte de culpa a lo que denominan las "inconsecuencias de las políticas internas". En esencia, su posición es que las políticas fiscal, de salarios, de crédito y de tipo de cambio no estuvieron suficientemente coordinadas y más aún, que hacia el final demostraron estar en contradicción abierta con la estrategia global de apertura.

La verdad seguramente se encuentra en alguna combinación de estos distintos argumentos, ya que sería difícil escoger sólo un elemento como causa predominante del "fracaso" de los experimentos de liberalización. Por ejemplo, casi no se discute, ni siquiera por los más ardientes partidarios de la liberalización, que la apertura trae consigo costos de corto y mediano plazo. Que éstos compensen o no los beneficios potenciales es cuestión que todavía no se ha examinado a fondo y es también muy difícil hacerlo por sus fuertes connotaciones de bienestar.² Por lo demás cabe señalar que varios países en desarrollo, sobre todo en el sudeste asiático, han tenido ya por muchos años un éxito relativo, impulsando políticas económicas orientadas hacia el exterior (aunque de naturaleza selectiva y con fuerte apoyo gubernamental). La experiencia de estos países proporciona argumentos para refutar todo rechazo general de las políticas de liberalización. También es difícil decidir cómo deben adoptarse las políticas: si en forma gradual o abruptamente; si deben aplicarse a las cuentas de comercio y de capital en forma simultánea o sucesiva. A corto plazo el resultado para la economía no es independiente de la forma en que se remuevan las barreras al comercio y a las corrientes de capital³ y si bien es cierto que estrategias distintas pueden arrojar resultado semejante a largo plazo, no lo es menos que puede ser muy distinto el comportamiento de las principales variables macroeconómicas durante el período de transición; la elección entre estrategias dependerá naturalmente de la "función objetivo" del gobierno.

Desde un punto de vista menos normativo, los países en desarrollo comprometidos en el proceso de liberalización se beneficiaron al principio de condiciones económicas externas bastante favorables, a saber, boyantes mercados de exportación, mejoramiento de la relación de precios del intercambio, tasas de interés internacionales reales muy bajas (hasta negativas) y abundante afluencia de capitales. Sin embargo, a fines del decenio de 1970 y principios del siguiente estos mismos países se desenvolvían en un clima económico internacional desmejorado, con un deterioro de la relación de precios del intercambio, baja en los ritmos de crecimiento de los países industriales, fuertes variaciones en la disponibilidad de financiamiento externo, acompañadas de un alza alarmante de las tasas de interés reales del endeudamiento externo y, por último, aumento de las presiones proteccionistas en los principales mercados de exportación. Aunque estos sucesos externos afectaban en alguna medida a todos los países en desarrollo, los países empeñados en la apertura vieron que sus políticas de liberalización los hacían quizá más vulnerables a las crisis de origen externo que otros países en desarrollo que seguían manteniendo restricciones al comercio y a las corrientes de capital. Más aún, surgieron graves inconsecuencias de política interna en muchos países que estaban liberalizando sus economías, posiblemente porque, como dice Sjaastad (1983), faltaba un "plan rector" de reformas. En algunos casos el volumen del déficit fiscal y el rápido crecimiento del gasto privado financiado con endeudamiento externo llegaron a ser incompatibles con la expansión programada de la demanda global; seguían en general vigentes los sistemas institucionales de indización de salarios; las reformas financieras internas y otras reformas estructurales, junto con los programas de estabilización, se tradujeron en tasas reales de interés excesivamente altas, que tuvieron un efecto perjudicial tanto sobre la inversión como sobre la estructura de los costos de producción; y, con la sabiduría que da la experiencia, sabemos hoy que las políticas de tipo de cambio adoptadas provocaron a menudo una sobrevaluación real de las respectivas monedas.⁴

En un trabajo anterior (Khan y Zahler (1983)) analizamos las consecuencias macroeconómicas de la apertura y nos preocupamos en algún detalle de los problemas de sincronización y secuencia de las reformas. Sin embargo, y como el interés exclusivo de ese estudio era el tema de la liberalización económica, el análisis se desarrolló con dos supuestos críticos. Primero, postulamos que el ambiente internacional era invariable y, luego, que fundamentalmente no había cambios en las políticas internas fiscal y monetaria y que el tipo de cambio nominal era fijo. Aunque estas dos hipótesis eran necesarias para aislar los efectos directos de la liberalización, son evidentemente irreales desde una perspectiva histórica. El objetivo principal de este trabajo es levantar estos supuestos y realizar algunos experimentos de simulación con el modelo desarrollado anteriormente, para comparar los resultados con y sin crisis externas e internas. Este tipo de ejercicio nos permite averiguar si esas crisis pudieron alterar significativamente la trayectoria de las principales variables macroeconómicas luego de la apertura del sector externo. Debe destacarse que excluimos a propósito la discusión más general sobre los posibles méritos de la liberalización y sobre cuál sería el tipo óptimo de estrategia de liberalización para los países en desarrollo. Los problemas de esta índole, con ser importantes, escapan al ámbito esencialmente cuantitativo del método que se empleó. Aunque los tipos de crisis que se estudian ocurrieron efectivamente en el decenio de 1970, el ejercicio es fundamentalmente teórico y no pretende reproducir la experiencia de ningún país en particular.

El resto del trabajo abarca lo siguiente: en la sección II analizamos la evolución del panorama internacional y su efecto sobre el conjunto de los países en desarrollo, así como algunas políticas internas aplicadas por los países que siguieron la senda de la liberalización. La sección III presenta el esquema básico del análisis con una breve descripción del modelo que utilizamos. Los resultados de las distintas simulaciones se presentan en la sección IV. La última sección recoge los principales resultados e intenta evaluar el papel desempeñado por los factores externos e internos en las experiencias de liberalización, sopesando si estos factores tuvieron importancia suficiente como para desbaratar por completo el proceso de apertura en sí.

II

El escenario internacional y las políticas internas

El período que va desde fines de 1970 y primeros años del decenio siguiente se caracteriza por grandes tensiones a que se vieron sometidos los países en desarrollo no productores de petróleo, por lo que el medio internacional se iba haciendo cada vez más hostil para sus expectativas de crecimiento y la cuenta corriente de su balance de pagos. Trabajos recientes de Khan y Knight (1983) y Massad y Zahler (1984) mencionan tres factores externos como causas principales de los graves problemas de cuenta corriente de este grupo de países, a saber, el deterioro de la relación del intercambio, la menor actividad del mundo industrial y, hacia fines del decenio de 1970, el fuerte incremento de las tasas de interés real en los mercados internacionales de capitales.⁵ Al mismo tiempo, acontecimientos internos, como los déficit fiscales y las presiones inflacionarias consiguientes, o los mayores gastos privados financiados por excesivo endeudamiento externo,⁶ combinados con políticas de tipo de cambio fijo, agravaron las dificultades de pagos externos que derivaban del desmejoramiento del clima económico internacional.

En lo que toca a los factores externos, la relación de precios del intercambio de los países en desarrollo no productores de petróleo bajó a una tasa media del 2% anual en el

período 1973-1983 (cuadro 1).⁷ Después de caer ostensiblemente en 1974-1975, a raíz del alza al cuádruple del precio mundial del petróleo en 1973-1974, la relación mejoró ligeramente en el bienio siguiente gracias a los grandes aumentos de precios de los productos primarios en los mercados internacionales. De 1978 a 1982 se registró un deterioro persistente que coincidió con una caída también ininterrumpida de los precios de los productos primarios en circunstancias que esos mismos países afrontaban nuevamente un alza importante del precio del petróleo en 1979-1980. El problema se agudizó con el descenso de las tasas de crecimiento de los países industriales.⁸ Después de haber crecido a un 3% en 1973-1977, la tasa media de crecimiento en el mundo industrial se redujo en el sexenio siguiente a cerca de un 2% anual. En 1980-1983 el PNB real de los países industriales creció a una tasa media apenas superior al 1% anual (cuadro 1). El alza de los precios del petróleo, la baja de los precios de los productos primarios y las menores tasas de crecimiento de los países industriales se conjugaron en desmedro de la relación de precios del intercambio de los países en desarrollo importadores de petróleo la que bajó en un promedio anual de más del 3% entre 1978-1983; en cambio, esa relación había permanecido relativamente constante antes de 1973-1977.

El otro factor externo importante que afectó la posición de pagos de los países en desarrollo importadores de petróleo a fines del decenio de 1970 fue el elevado volumen de los pagos por servicio de la deuda externa. Hasta 1977, el servicio de la deuda no constituía un problema grave para muchos países en desarrollo importadores de petróleo porque las condiciones en los mercados internacionales de crédito eran generalmente favorables, y aunque la tasa internacional de interés real subió en 1975,⁹ en el período 1973-1977 fue en promedio marcadamente negativa: -7.1% (cuadro 1). A partir de 1978, el cuadro cambió en forma radical cuando los países en desarrollo comenzaron a contraer volúmenes crecientes de deuda externa a tasas flotantes, mientras los tipos de interés de los mercados internacionales de capitales subían a los niveles máximos de postguerra y los precios de las exportaciones comenzaban a debilitarse.¹⁰ Las tasas internacionales de interés real subieron fuertemente llegando a ser positivas (9.5% anual en promedio entre 1978 y 1983) y,

Cuadro 1

PAISES EN DESARROLLO IMPORTADORES NETOS DE PETROLEO:
VARIABLES MACROECONOMICAS ESCOGIDAS, 1973-1983

(Porcentajes)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Relación de precios del intercambio	4.0	-8.7	-7.5	5.6	6.8	-4.5	-2.1	-7.1	-4.8	-2.9	1.8
Tasa internacional de interés real ^a	-16.2	-17.3	6.4	-0.6	-7.7	3.4	-3.2	1.7	19.9	20.3	11.6
Crecimiento real del PNB	4.1	5.5	3.3	5.2	5.7	6.4	4.7	4.7	2.2	1.6	2.2
Inflación ^b	23.8	29.9	30.1	29.7	23.8	21.4	25.9	33.2	32.3	31.1	39.1
Cuenta corriente ^c	-9.0	-24.5	-27.6	-16.2	-12.7	-15.7	-19.4	-22.0	-22.5	-18.8	-13.4
Memorándum item											
Crecimiento real del PNB de los países industriales	6.1	0.5	-0.6	5.0	3.9	4.1	3.5	1.3	1.6	-0.1	2.3

Fuente: FMI, *World economic outlook* (1984).

^aTasa Eurodólar trimestral corregida por cambios porcentuales en el valor unitario de las exportaciones.

^bPrecios al consumidor.

^cComo porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios.

en la práctica, en los últimos tres años (1981-1983) habían alcanzado promedios astronómicos de más del 17%. Esta variación de más de 16 puntos porcentuales entre los períodos de 1973-1977 y 1978-1983 obligó a muchos países importadores de petróleo a iniciar un programa de ajuste cuando llegaron al límite de sus recursos financieros.¹¹

Aunque estos acontecimientos externos escapaban, como es evidente, al control de los países en desarrollo, algunas políticas internas inconsistentes contribuyeron también y en no escasa medida a los problemas globales que enfrentaban estos países. En general, las políticas fiscales de los países en desarrollo no productores de petróleo siguieron siendo expansivas y los déficit presupuestarios, expresados en proporción del PNB, se duplicaron con creces, de casi 2% en 1973 al 4.6% en 1983.¹² La presión sobre los recursos disponibles generada por el crecimiento de los gastos gubernamentales, así como el rápido aumento de la liquidez resultante del financiamiento de estos déficit y del gasto privado por intermedio del sistema bancario, provocaron un importante aumento de la inflación. Como las variaciones del tipo de cambio solían estar atrasadas con respecto al alza de los precios internos, que eran superiores a los de sus contrapartes comerciales, se ejercía una presión alcista sobre el tipo de cambio real, que se apreció considerablemente en varios países en desarrollo durante el decenio.¹³

El impacto conjunto de las crisis externas y las políticas internas inadecuadas sobre las principales variables macroeconómicas en los países en desarrollo importadores de petróleo se aprecia en el cuadro 1. Si se toma 1978 como punto de quiebre, se advierte que la tasa media anual de crecimiento descendió de casi 5% en 1973-1977 a poco más del 3% en 1978-1983. La disminución constante del crecimiento del PNB real a partir de 1978 es particularmente notable: en los dos últimos años (1982-1983) el PNB real registró un crecimiento promedio de menos de 2%. Luego de haber promediado alrededor de 10% en el período 1968-1972, la inflación alcanzó una tasa media anual de casi 30% en 1973-1983; en los años más recientes (1980-1983) la inflación acusó promedios anuales de alrededor del 34%.

Por último, la posición de cuenta corriente del balance de pagos de los países en desarrollo importadores de petróleo, como proporción de las exportaciones de bienes y servicios, sufrió un fuerte deterioro con posterioridad al primer aumento importante del precio del petróleo en 1973-1974, y llegó a un déficit máximo del 28% de las exportaciones de bienes y servicios en 1975. Una evolución favorable de los precios internacionales de los productos primarios se tradujo en un mejoramiento marcado de los saldos en cuenta corriente en el bienio 1976-1977, pero de ahí en adelante el déficit subió persistentemente hasta 1981. Como había escasas posibilidades de aumentar las exportaciones por la situación de relativo estancamiento de la demanda externa, las políticas de ajuste impulsadas por algunos países a fines de 1981 se centraron en la reducción de la demanda global, lo que originó una caída de la actividad económica y las importaciones; la situación de cuenta corriente mejoró efectivamente como resultado de estas gestiones y la relación media entre el déficit en cuenta corriente y exportaciones de bienes y servicios se redujo en 1982-1983 a alrededor de 16%. En general al analizar la situación económica de 1983 es patente el deterioro registrado en todos los frentes. En el decenio de 1970, salvo en los años de abundante financiamiento y bajas tasas de interés real, se dieron los peores períodos económicos para los países que estaban quizá en más desmedrada situación para hacerles frente.

Khan y Knight (1983) evaluaron empíricamente la influencia relativa de las causas internas y externas sobre la posición de cuenta corriente en 1973-1980 analizando una muestra de 32 países en desarrollo no productores de petróleo. Los resultados de ese trabajo muestran que las principales condicionantes de los saldos de cuenta corriente eran la relación de precios del intercambio, seguida muy de cerca por el tipo internacional de

interés real, los déficit fiscales, y las tasas de cambio reales efectivas, con casi igual importancia. El crecimiento del PNB real en los países industriales tenía escasa importancia relativa, pero cabe aducir que el efecto de esta variable está incluido ya en alguna medida en la relación de precios del intercambio y en los tipos internacionales de interés real.

A la luz de los resultados empíricos obtenidos por Khan y Knight (1983), sería razonable suponer que la experiencia de los países empeñados en la apertura de sus economías habría sido semejante a la de otros países en desarrollo no productores de petróleo. En la práctica, la situación económica de los países del Cono Sur en los últimos dos o tres años ha sido muchísimo peor que el promedio del grupo analizado en el cuadro 1. Las tasas de crecimiento de Argentina, Chile y Uruguay se habían vuelto negativas a comienzos del decenio de 1980; la inflación en Argentina superaba con creces el promedio registrado en los países importadores netos de petróleo;¹⁴ y la relación entre déficit en cuenta corriente y exportaciones de bienes y servicios era notablemente más elevada en los tres países.

Parecería a primera vista, por lo tanto, que las crisis internacionales y las inconsecuencias de las políticas internas tuvieron efectos más graves en los países que estaban liberalizando su sector externo. Este es el problema básico que nos preocupa, y su análisis debería permitirnos bases más sólidas para intentar explicar el fracaso de los experimentos de liberalización.

III

El marco de análisis

El análisis de las consecuencias de los cambios que ocurren cuando el sector externo está siendo liberalizado se enmarca en el modelo de equilibrio general dinámico que construyeron Khan y Zahler (1983) para estudiar los efectos macroeconómicos de transición que tienen los cambios en las barreras al comercio y las corrientes de capital. El modelo se afina en los modelos econométricos de equilibrio general desarrollados por Clements (1980), modelos de equilibrio general computacionales como los de Feltenstein (1980), entre otros, y los modelos de orientación monetarista construidos específicamente para el análisis de políticas de estabilización de corto plazo.¹⁵

Khan y Zahler (1983) describen el modelo en detalle, de modo que sólo esbozaremos aquí sus principales características. El modelo contiene tres tipos de bienes compuestos —exportables, importables y no transables— para cada uno de los cuales se definen separadamente sus respectivas ecuaciones de oferta y demanda. Las ecuaciones de oferta se derivan en la forma descrita por Clements (1980) en base a un modelo de oferta de multiproductos. La oferta de cada bien depende únicamente de los precios relativos de los tres bienes, las condiciones técnicas de transformación de un bien en otro y la dotación inicial de recursos.¹⁶ El producto total de la economía es la simple agregación de las producciones de los tres bienes y el desempleo de recursos se representa en el modelo como función lineal de la diferencia entre el producto potencial (igual a la dotación de recursos) y el producto total.

El sistema de demanda incorporado en el modelo representa una aplicación bastante directa de la teoría clásica de la demanda. El componente privado del gasto total depende del ingreso disponible, el exceso de oferta de dinero y la tasa interna de interés; el gasto del gobierno, como suele hacerse, se supone exógeno.¹⁷ Al suponer la separabilidad, sostenemos que, una vez que se ha determinado el volumen total de gastos su distribución entre bienes importables, exportables y no transables queda determinada por un proceso

de maximización sujeto a la restricción presupuestaria representada por el nivel (dado) del gasto global. De esto se deducen ecuaciones de demanda para cada bien, en proporción del gasto global, que dependen únicamente de los precios relativos, y que satisfacen las propiedades de aditividad y simetría.

El precio interno de los bienes exportables (P_x) es igual al producto del precio internacional de los bienes transables (P_f) por el tipo de cambio (ϵ), y el precio interno de los bienes importables, que incluye aranceles, se define como:

$$(1) \quad P_i = (1 + \tau)\epsilon P_f$$

en que P_i es el precio interno de los bienes importables, τ es el arancel, ϵ es el tipo de cambio y P_f es el precio internacional de los bienes transables. Como los precios de los bienes importables y exportables son determinados en el exterior,¹⁸ los desequilibrios en los mercados de bienes transables se traducen en variaciones en las exportaciones y las importaciones. Se definen las importaciones como la diferencia entre la demanda interna y la oferta interna de importables y, de la misma forma, las exportaciones equivalen al exceso de oferta interna de exportables.

Sin embargo, el precio de los bienes no transables (P_n) se determina endógenamente y se supone en relación directa con el exceso de demanda de bienes no transables (y variaciones en los precios internacionales). El índice general de precios es del tipo Divisia para los tres productos en que las ponderaciones (endógenas) corresponden a la participación de cada bien en el gasto total, es, por lo tanto endógeno también. Las expectativas de inflación están incorporadas también al modelo, aunque en forma bastante simple, utilizando una fórmula adaptativa de expectativas.

El sector monetario del modelo consta de tres relaciones básicas: una función de demanda monetaria, una identidad de oferta monetaria y una ecuación que liga las variaciones en la tasa de interés interna con el exceso de demanda de dinero. La demanda monetaria se especifica de la forma habitual, esto es, relacionando las tenencias de dinero con el ingreso, las expectativas de inflación y la tasa de interés interna. La oferta de dinero se compone de las reservas internacionales netas, el crédito al sector privado y el crédito al gobierno. Se supone que los déficits fiscales son financiados por el gobierno mediante préstamos del sistema bancario, por lo que hay un vínculo directo entre el déficit fiscal y las variaciones de la oferta de dinero por efecto de cambios en el crédito al sector público. Para el caso de la tasa de interés se supone un mecanismo LM estándar en que el exceso de demanda (oferta) de dinero lleva a aumentos (disminuciones) de la tasa de interés interna. En el modelo, los desequilibrios monetarios afectan la demanda global ya directamente por su impacto en el gasto privado o en forma indirecta por efecto de variaciones en la tasa de interés.

Los flujos de capital, fuera de su componente autónomo, se suponen determinados por la diferencia de tasas de interés internas y externas, corregida por la expectativa de variación del tipo de cambio y por el factor de riesgo del país. La existencia o magnitud de los controles a los movimientos de capital están representados por un parámetro β que hace de factor de escala de las variables explicativas de la manera siguiente:

$$(2) \quad \dot{DK} = DK + \beta[\gamma(rd - rf - \dot{\epsilon} - \rho)]$$

en que DK es el flujo de capital (DK representa su componente autónomo), rd es la tasa de interés interna, rf es la correspondiente tasa de interés externa, $\dot{\epsilon}$ es la variación esperada del tipo de cambio,¹⁹ y ρ es el factor de riesgo. En esta fórmula, variando β se puede controlar el volumen de los flujos de capital, por ejemplo, $\beta=0$ significa que la economía está completamente cerrada; si $\beta>0$ se supone que los flujos de capital son sensibles a cambios en las variables explicativas.

Para no dejar fuera la posibilidad de una curva de oferta de créditos externos de inclinación ascendente, el factor de riesgo se define en función del cociente entre deuda externa e ingreso:

$$(3) \quad \rho_t = \rho_0 + \rho_1 (Bf/Y)_t$$

donde ρ_0 es una constante, Bf es el volumen de deuda externa y Y es el nivel del ingreso. El parámetro ρ_1 se supone positivo de modo que si el cociente (Bf/Y) sube, el factor de riesgo también aumenta. Esto reducirá las entradas de capital al país aun cuando no haya variaciones de las tasas de interés internas o externas, o del tipo de cambio esperado.²⁰

Esencialmente, a pesar de su alto nivel de agregación, comparado por ejemplo con los modelos de equilibrio general computacionales, el modelo cuenta con el suficiente detalle como para dar respuestas significativas con respecto a las consecuencias de corto plazo de la apertura. El modelo incorpora explícitamente las vinculaciones entre los sectores de balance de pagos, fiscales y monetarios, así como su relación con gastos y producción. Más aún, se presta gran atención al papel de los precios relativos en las funciones de oferta y demanda de los tres tipos de bienes. Por último, por su formulación dinámica, el modelo puede trazar la trayectoria de ajuste de las principales variables macroeconómicas de un equilibrio a otro.²¹ El análisis de la transición, esencial para el diseño de las estrategias operacionales de liberalización, evidentemente hace necesario introducir algún tipo de dinamismo al sistema.

Las principales características teóricas de este modelo pueden ser observadas a través de experimentos simples relativos a la liberalización financiera y comercial. Considérese en primer lugar el caso de un país que tiene un arancel sobre las importaciones de un 100% y que lo reduce a 0. Siguiendo la argumentación de Dornbusch (1974), el efecto sobre los precios relativos de esta medida se puede analizar utilizando el gráfico I. En él, suponiendo que hay igualdad entre ingreso y gastos, a lo largo del trazo HH no hay exceso de demanda de bienes transables y, por la ley de Walras, el exceso de demanda de bienes no transables es también nulo. Arriba y a la derecha del trazo HH el precio relativo de los bienes no transables es demasiado bajo y hay un exceso de oferta de bienes transables (superávit en balanza comercial), y un exceso de demanda de bienes no transables. De la misma forma, abajo y a la izquierda de HH habría déficit comercial y exceso de oferta de bienes no transables.

Suponiendo que $\tau=100\%$, que el tipo de cambio nominal es fijo (y, para simplificar, igual a 1) y que la economía está cerrada a los movimientos de capital, el equilibrio inicial se ubica en el punto A en que el rayo OT (cuya pendiente mide el precio interno de los importables en función del precio de los exportables) intersecta al trazo HH. En A, los precios relativos de los bienes importables y exportables en función de los bienes no transables, son P_i^0/P_n^0 , P_x^0/P_n^0 , respectivamente, y hay equilibrio tanto en la balanza comercial como en el mercado de los bienes no transables.

Si τ se reduce a 0, el precio interno de los importables cae (a P_i^1) y desplaza el rayo a OT'. Suponiendo que no cambia P_n , el efecto inicial de la reducción arancelaria se representa en el desplazamiento de A a B²² que implica una apreciación del tipo de cambio real (definido como el cociente entre el precio de los no transables y el precio de los transables). Obviamente, ésta no es una situación de equilibrio puesto que en B hay un exceso de demanda de bienes transables y un exceso de oferta de bienes no transables, y se hace necesaria una caída de P_n a lo largo de OT' a fin de restablecer el equilibrio general en el punto C, donde $P_n^1 < P_n^0$. Este desplazamiento de B a C se ha descrito en la literatura como la devaluación del tipo de cambio asociada a la liberalización comercial. A pesar de que en el punto C la balanza comercial está en equilibrio con niveles de importaciones y exportaciones más altos que los del equilibrio original (A), debe reconocerse que el efecto

inicial de la apertura (punto B) genera un déficit en balanza comercial. En otras palabras, la desvalorización del tipo de cambio real asociado con el desplazamiento de B a C representa un movimiento equilibrador transitorio necesario para cubrir la falta de divisas producida por el déficit comercial que ocurre en el tránsito de A a C (a través de B).

Los cambios en los precios relativos y sus efectos en las ofertas y demandas que resultan de la remoción de aranceles corresponden a un cierto efecto "conmutativo", reflejado en un cambio en la estructura de producción y gasto. Sin embargo, debe destacarse que la apertura da origen también a un efecto de "aumento" del gasto. Si se supone que inicialmente no hay inflación,²³ la caída en los precios de los bienes importables y transables provoca una reducción del nivel general de precios que, a su vez, genera un exceso de oferta de dinero y una caída de la tasa de interés interna. Esto estimula el gasto, reforzando el efecto sobre la balanza comercial y, en el corto plazo, atenúa la caída de los precios relativos de los bienes no transables.²⁴

El efecto de la liberalización del comercio en la oferta global y el producto puede verse en el gráfico II, que relaciona las posibilidades de producción de importables y exportables, suponiendo que los recursos utilizados por el sector de los no transables permanecen constantes.²⁵ Con el precio relativo inicial DD la economía se ubicaría en el punto A, produciendo X_A de exportables e I_A de importables. Cuando se reduce el arancel a 0 el país enfrenta una nueva relación de precios del intercambio (interna) FF y el nuevo equilibrio se encontrará en B. Si el ajuste fuese instantáneo habría un simple desplazamiento a lo largo de la curva de transformación de A a B y la producción de transables permanecería igual. Sin embargo, si la disminución de la producción de importables es más rápida que la expansión de la producción de exportables, entonces la trayectoria de la producción de transables sería empujada al interior de la curva de transformación (señalada con línea punteada). En ese caso, en el período de transición, al trasladarse de A a B, la economía operaría por debajo de su capacidad productiva, generando mayor desempleo de recursos y una brecha de producto más grande en relación con los niveles de equilibrio de largo plazo de estas variables.

En resumen, como muestran los gráficos I y II, las principales consecuencias teóricas de una reducción de aranceles, en el corto plazo, son un déficit en balanza comercial y la pérdida consiguiente de reservas internacionales, un aumento tanto de las importaciones como de las exportaciones, una baja del nivel de precios, una baja (alza) en la tasa nominal (real) de interés y, suponiendo que la producción de importables se ajusta más rápidamente que la de exportables, temporalmente, una disminución del producto y un aumento del desempleo de recursos.

Para el análisis de la apertura financiera partimos, como Khan y Zahler (1983), de un equilibrio inicial en que la tasa de interés interna es más elevada que la externa más el factor de riesgo, y los movimientos de capital están completamente restringidos ($\beta=0$). La liberalización financiera se traduce en un incremento del valor de β y se registran movimientos de capital en tanto:²⁶

$$r^d > r^f + \rho$$

En el esquema tradicional IS-LM (gráfico III) el equilibrio inicial estaría en el punto A, con un ingreso real de y^0 , una tasa de interés interna igual a rd^0 , y sin deuda externa ($Bf=0$).²⁷

Con un factor de riesgo y una tasa de interés externa constantes, el país (pequeño) enfrenta una oferta infinitamente elástica de capital financiero internacional que, cuando se monetiza, vuelve horizontal la curva LM efectiva.²⁸ El efecto de corto plazo de la apertura financiera se representa, por lo tanto, por una traslación de LM a KK. En el punto B el gasto (y_B) es superior al ingreso (y^0) lo que produce un déficit en cuenta

Gráfico I

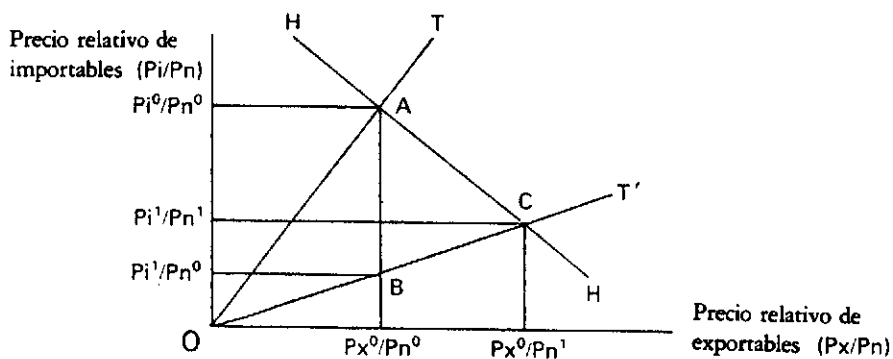


Gráfico II

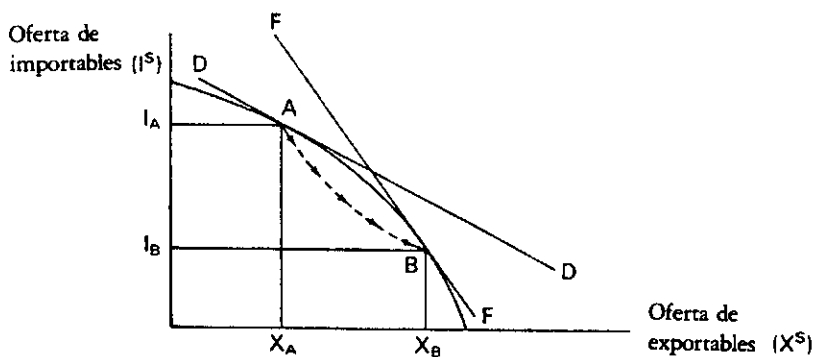
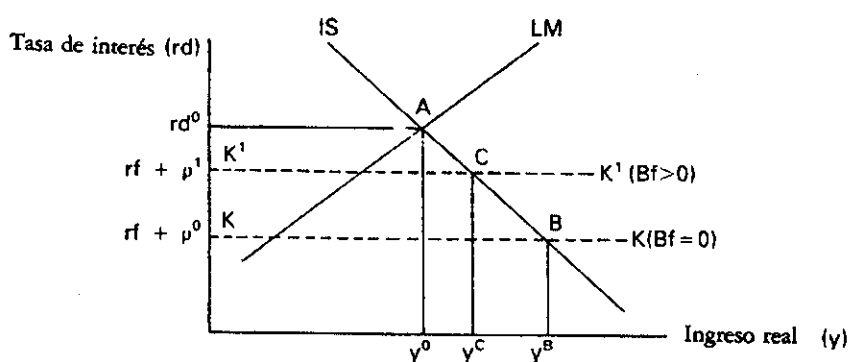


Gráfico III



corriente.²⁹ Del tamaño de las entradas de capital con relación del déficit en cuenta corriente dependerá evidentemente que las reservas internacionales aumenten o disminuyan. Como consecuencia de la afluencia de capital, el nivel de la deuda externa debiera, como es natural, subir.

En Khan y Zahler (1983) se suponía que la dotación de recursos (producto potencial) era fija, lo que implica que no hay ahorro ni inversión netos.³⁰ En consecuencia, como el producto permanece constante y la deuda externa crece, el factor de riesgo aumenta y también el costo total del financiamiento para el país. Esto provoca el desplazamiento de KK a K^1K^1 , reduciendo la diferencia entre el gasto (y^C) y el ingreso (y^0) y, por lo tanto, el déficit en cuenta corriente. En el punto C la entrada de capital es menor debido a la menor diferencia entre las tasas de interés, y la deuda externa crece a un ritmo más lento. El proceso continúa hasta que se alcanza un nuevo equilibrio global a los niveles originales de ingreso y de tasa de interés interna (punto A), con gastos iguales a los ingresos y equilibrio en cuenta corriente. Sin embargo, ahora en A hay un mayor volumen de deuda externa, un factor de riesgo más alto, y un menor gasto real en bienes y servicios no financieros, en comparación con el equilibrio inicial.

Las principales consecuencias de la apertura financiera son una disminución inicial de la tasa de interés nominal interna que luego sube nuevamente hasta recuperar su nivel original. El déficit en cuenta corriente se financia más con aumentos de la deuda externa que con disminución de las reservas internacionales, a diferencia de lo que ocurría en el caso de la liberalización comercial. Durante el período de transición aumenta el gasto real en bienes y servicios no financieros, pero llega a ser más bajo en el equilibrio final por la necesidad de servir una deuda externa ahora más grande.³¹

Con el modelo de las características descritas se simularon, en el trabajo anterior, varias estrategias de apertura, incluidas entre otras, la remoción gradual e instantánea de las barreras al comercio y a los flujos de capital, tanto ambas en forma simultánea como en distinta secuencia; sus resultados mostraron ser, por lo general, bastante razonables. Por la forma en que se ha construido el modelo, es capaz de manejar una gran variedad de impactos, fuera de los relacionados directamente con la apertura. El único cambio introducido al modelo original fue la diferenciación de precios de bienes importables y exportables, que inicialmente se habían supuesto iguales a un nivel de precios internacionales único. Este cambio fue necesario para poder analizar las variaciones de la relación de precios del intercambio y, por ello, la versión actual del modelo contiene dos precios externos distintos: uno para los bienes importables y otro para los exportables.

Ningún modelo formal, cualquiera sea su tipo, es capaz de analizar todos los interesantes problemas que se suscitan con las reformas al sector externo; con menor razón podrían aprehender la naturaleza compleja de otros cambios estructurales llevados a cabo y que son menos susceptibles de cuantificación. Sin embargo, son bastante evidentes las ventajas de aplicar un modelo como éste para determinar las consecuencias de la liberalización, los impactos externos, y los cambios autónomos de las políticas internas, sobre análisis, por ejemplo, como los de Ffrench-Davis y Arellano (1981), Ffrench-Davis (1982), Pastore (1982), Edwards (1982), Harberger (1982), Hanson y de Melo (1983), Sjaastad (1983), Wogart (1983), Zahler (1983) y Ramos (1984). Muchas cosas tienden a ocurrir simultáneamente en el período que interesa, como la propia apertura, los esfuerzos de estabilización, etc., y sólo con un modelo es posible aspirar a identificar y aislar los efectos de los distintos conjuntos de factores. En otras palabras, la utilización de un modelo permite variar algunas condiciones dejando las demás sin alterar, lo que no es posible con el tipo de análisis hasta ahora aplicados para resolver el problema.

Los experimentos de simulación empiezan con una reducción gradual de las barreras al comercio y restricciones a los movimientos de capital. Este caso particular ya fue

analizado en Khan y Zahler (1983) y aquí se toma como simulación de control o punto de referencia para la comparación de otras simulaciones. Los impactos externos específicos que consideramos son un incremento temporal en las tasas nominales de interés internacionales y, simultáneamente, un deterioro también temporal de la relación de precios del intercambio. La variación de esta relación, para efectos de este ejercicio, consiste en una caída de los precios de los bienes exportables en relación con los precios de los importables.³² La situación interna de incongruencia en las políticas se representa aquí por una simulación en que se produce un aumento temporal del déficit fiscal.³³ Más aún, como se supone en todas las simulaciones que el tipo de cambio está fijo, esto implícitamente se traduce en una segunda incongruencia que ha sido analizada en la literatura reciente. Mantener el tipo de cambio fijo en el proceso de apertura cuando se está en presencia de algunas crisis internacionales o una política fiscal expansiva suele llevar a una valorización real del mismo, definida aquí como un incremento en los precios de los bienes no transables en relación con los de los transables, una posición de pagos externos debilitada y una mayor vulnerabilidad frente a la especulación cambiaria. En cada una de estas simulaciones se observa la respuesta de las siguientes variables macroeconómicas: el nivel general de precios, la tasa de interés interna, el saldo en cuenta corriente, las reservas internacionales y la deuda externa, el tipo de cambio real y el gasto real en bienes y servicios no financieros.

Como es evidente, las distintas simulaciones no abarcan todos los tipos de crisis que ocurrieron en el decenio de 1970. Por ejemplo, no se consideran explícitamente los efectos de la disminución de los ritmos de crecimiento en los países industriales. Como Khan y Knight (1983) habían llegado a la conclusión que este efecto no era muy importante, consideramos que podía prescindirse de su análisis aquí. Más aún, no intentamos determinar los efectos de las presiones proteccionistas crecientes en los países industriales sobre las exportaciones de los países en desarrollo. Ninguna de esas simulaciones presenta dificultades especiales, salvo la necesidad de redefinir algunos aspectos del modelo básico para incorporar una función de demanda externa de exportaciones. En su formulación actual, el modelo utiliza el supuesto de "país pequeño" y supone implícitamente que la función de demanda externa de las exportaciones tiene una elasticidad de precio infinita. Por último, no se aborda el problema de la indización de los salarios, ya que el modelo no contiene una función explícita de determinación de salarios, aunque es posible incluirla, como se anota en Khan y Zahler (1983), en forma indirecta. No obstante, creemos que estas simulaciones proporcionan información suficiente para formarse un juicio razonable respecto de los efectos principales que algunos impactos externos específicos y algunos cambios de política tienden a tener en el curso de la apertura económica.

IV

Resultados

Se supone que en la situación de equilibrio inicial rige un arancel parejo del 100% sobre las importaciones y que los flujos de capital están completamente restringidos.³⁴ En otras palabras, la economía no está totalmente cerrada al comercio, ya que están permitidas las importaciones, aunque a precios internos mucho más elevados que los precios internacionales, y el país exporta. Por otro lado, no están autorizados los movimientos de capital en ningún sentido. La balanza de pagos, la cuenta corriente, y el presupuesto gubernamental están equilibrados; los precios son constantes; se supone que la economía está en su curva de transformación global;³⁵ y el tipo de cambio está fijo. En concreto, la liberalización consiste en rebajar gradualmente los aranceles a 0 en cuatro períodos y, simultáneamente,

eliminar en el mismo lapso las restricciones a los movimientos de capital.³⁶ En la simulación de control la tasa de interés externa, la relación de precios del intercambio y el déficit fiscal no varían (gráfico IV). Los cambios en la economía mundial se reflejan en una elevación de la tasa nominal de interés internacional al 15% en el período 3 y luego se baja a su nivel original de 5% en cuatro períodos (gráfico IV-A). Conjuntamente, se supone un deterioro de la relación de precios del intercambio de un 5% por período durante cuatro períodos, y de ahí en adelante, un mejoramiento progresivo hasta llegar a su nivel original en el séptimo período (gráfico IV-B). El impacto interno está representado por la aparición de un déficit fiscal (aproximadamente igual a 7-8% del ingreso nacional) durante cuatro períodos (gráfico IV-C) después de lo cual el presupuesto fiscal nuevamente se supone en equilibrio.

Un aspecto importante que debe destacarse en el análisis de estas simulaciones es que los valores de las variables en estudio dependen de los valores numéricos de los parámetros del modelo subyacente.³⁷ El cambio del valor de los parámetros utilizados podría generar situaciones totalmente distintas. Asimismo los valores escogidos para los impactos, y sus períodos de duración, tienen sólo propósitos ilustrativos y no pretenden necesariamente ser realistas. Sin embargo, a pesar de que estas situaciones específicas son arbitrarias, en todo caso debieran dar una impresión razonable de lo que puede esperarse si se sobreponen cambios de determinados tipos con el proceso de apertura.

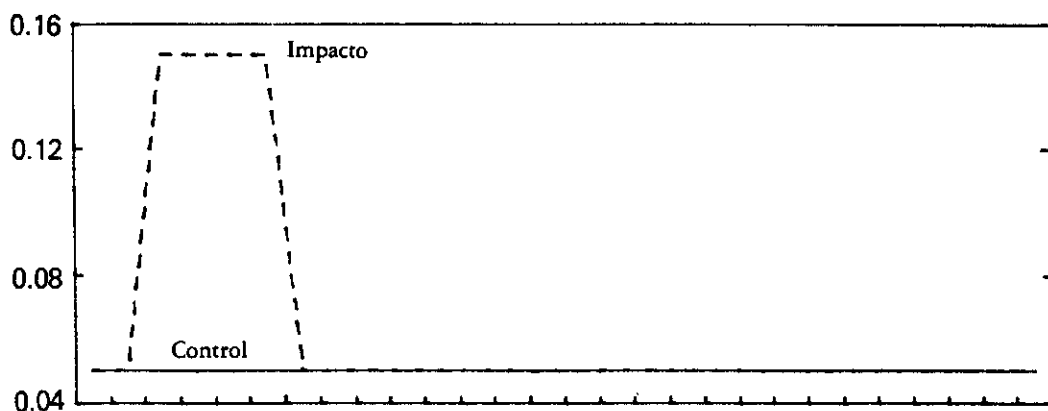
1. *Simulación de control: remoción simultánea de las restricciones al comercio y a los movimientos de capital*

La liberalización de las cuentas de comercio y capital rebaja directamente el precio de los importables (en el monto de la reducción de la tasa aduanera) y de este modo, al comienzo, los precios relativos de los bienes exportables y no transables aumentan en términos de bienes importables. El nuevo patrón de demanda y producción resultante de la variación de los precios relativos tiende a presionar hacia abajo también el precio de los no transables. En consecuencia, el nivel general de precios cae, en forma bastante rápida al principio y, una vez agotados los efectos de la reducción arancelaria, permanece en el nuevo nivel inferior (gráfico V-A).

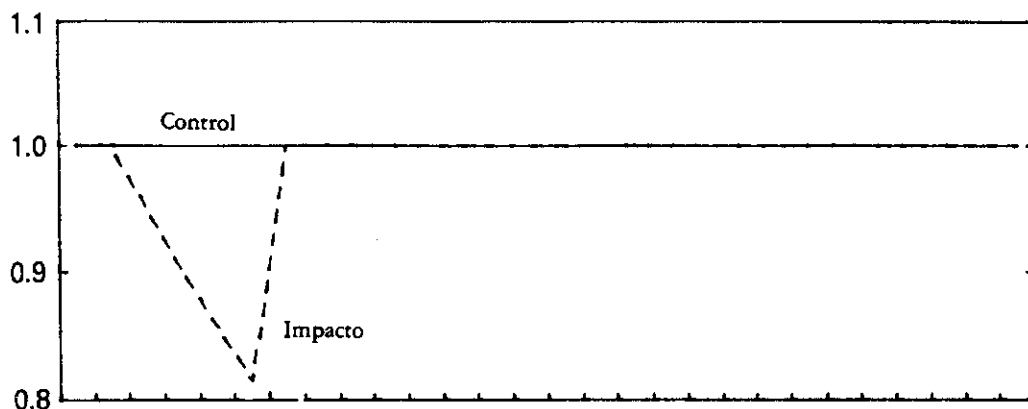
Como es natural, la caída del nivel global de precios provoca una disminución de la demanda nominal de dinero; más aún, como se supone inicialmente una tasa de interés interna superior a la externa, la remoción de los controles al movimiento de capitales se traduce en una gran entrada de capital externo que aumenta la liquidez interna. El exceso de oferta de dinero resultante origina un descenso de la tasa de interés interna (V-B), y ambos tienen un efecto expansivo en la demanda global. La variación de los precios relativos junto con el aumento de la absorción interna se traduce en un acentuado déficit en la cuenta corriente (gráfico V-C), que persiste por varios períodos.³⁸ El volumen del comercio (importaciones más exportaciones) es, sin embargo, más grande que el del equilibrio inicial, consecuencia deseada de la política de liberalización. Dados los parámetros del modelo, los movimientos de capital generados por la diferencia entre tasas de interés no alcanzan a cubrir los déficit en la cuenta corriente, de modo que el país seguirá perdiendo reservas internacionales hasta que se restablezca el equilibrio monetario (gráfico V-D). Al final de la transición, el volumen de reservas internacionales disminuye a menos de la mitad de su nivel original. En el contexto de nuestro modelo, este resultado apunta a un requisito importante de las políticas de liberalización, a saber, que los gestores de la política se aseguren de que el país cuente con un buen apoyo de reservas al iniciar un proceso de apertura. La deuda externa del país aumenta en forma más bien cíclica, siguiendo muy de cerca la trayectoria de las tasas de interés internas y las entradas de capital resultantes. El volumen de la deuda externa seguirá creciendo hasta que el factor de

Gráfico IV
 IMPACTOS EXOGENOS

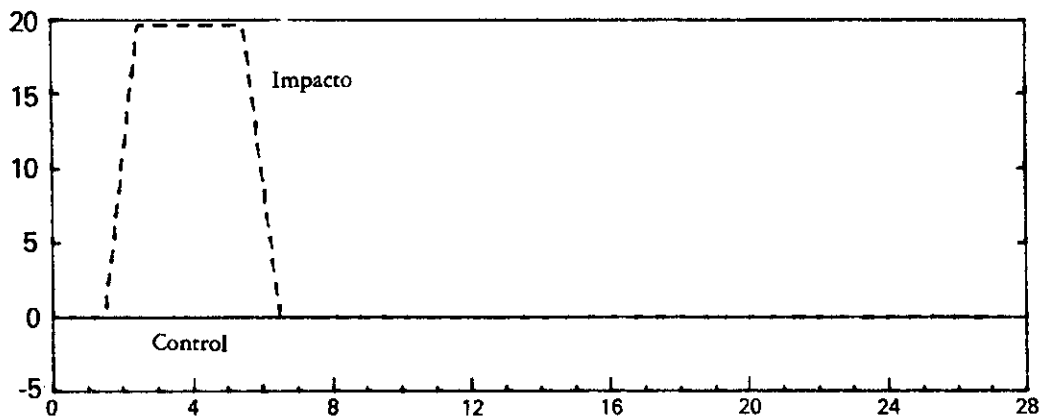
IV-A. Aumento de la tasa de interés internacional



IV-B. Deterioro de los términos del intercambio



IV-C. Aumento del déficit fiscal

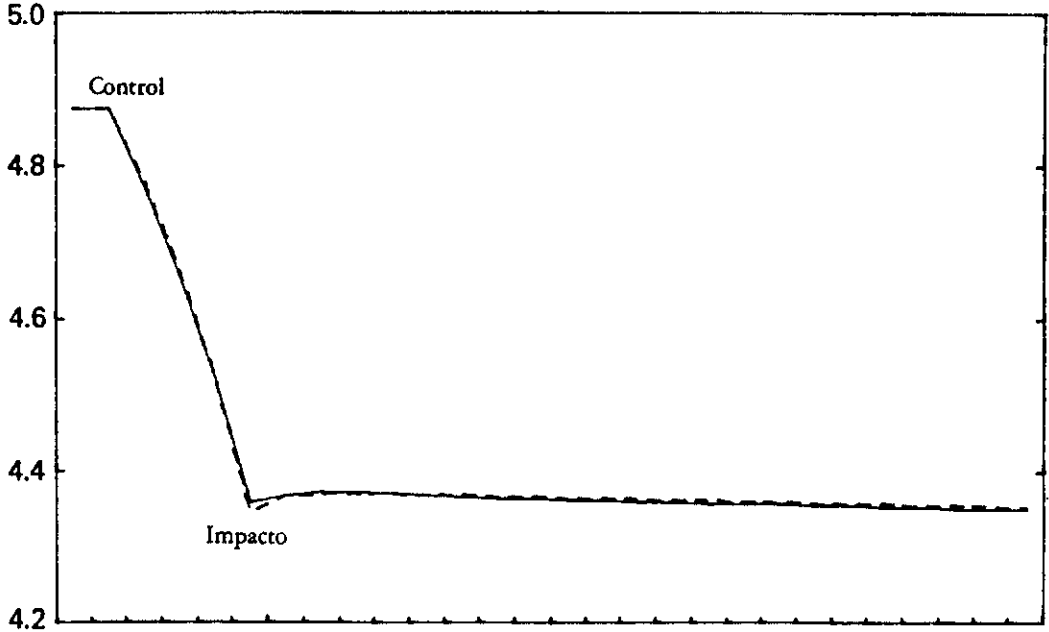


Períodos

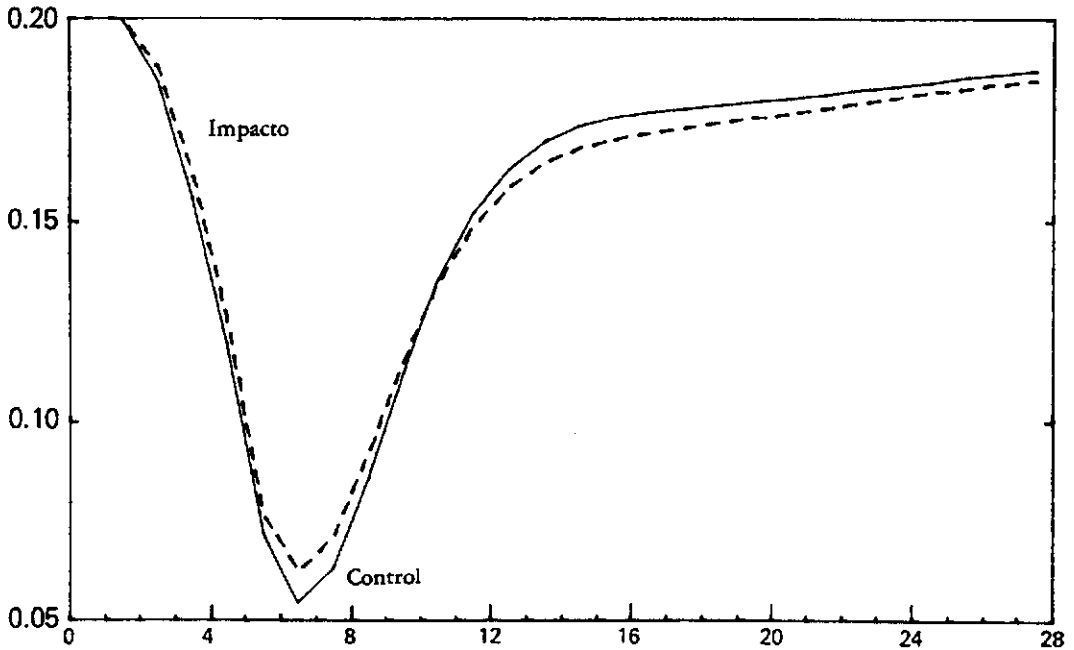
Gráfico V

EFFECTOS COMBINADOS DE IMPACTO EXTERNO Y FISCAL

V-A. Nivel general de precios

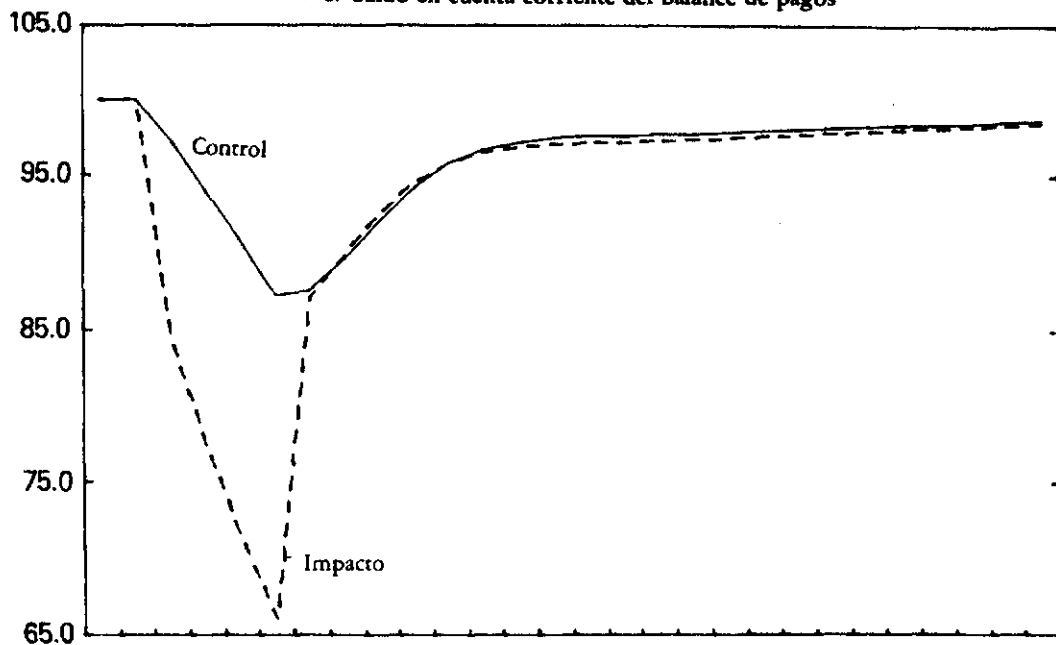


V-B. Tasa de interés interna

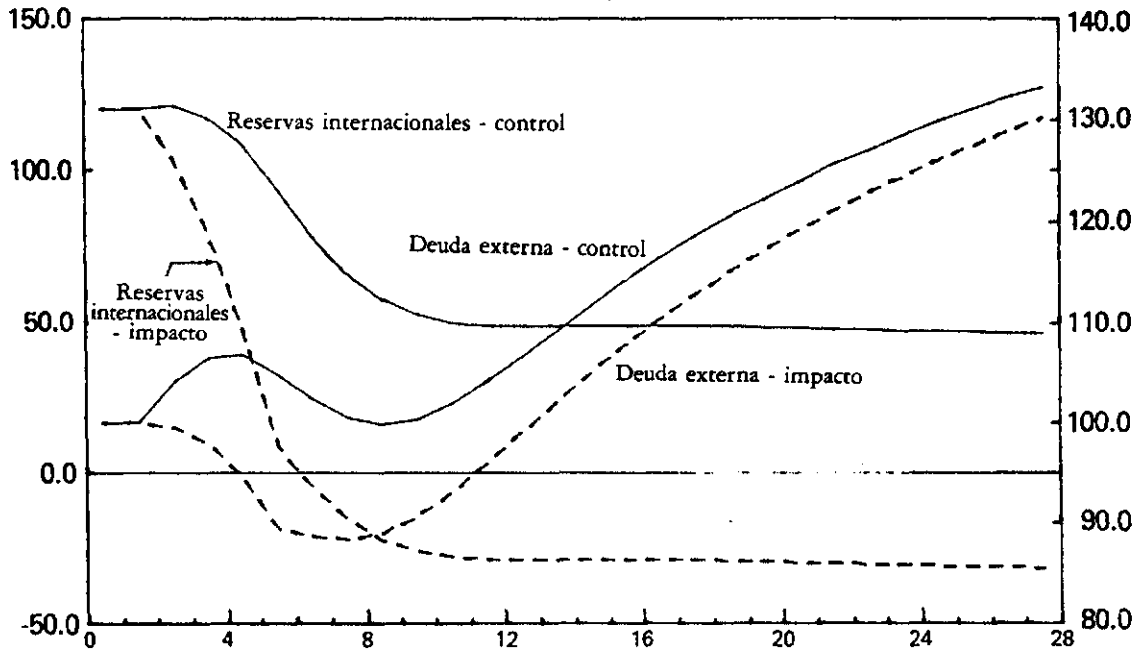


Períodos,

V-C. Saldo en cuenta corriente del balance de pagos



V-D. Reservas internacionales y deuda externa^a



^a Reservas internacionales: escala izquierda; deuda externa: escala derecha.

riesgo se haya elevado lo suficiente para cubrir la diferencia entre las tasas internas y externas. Específicamente en esta simulación el equilibrio se alcanza cuando el volumen final de deuda externa representa alrededor del 25% del ingreso nacional (gráfico V-D).

Vale la pena mencionar dos resultados más, que no se analizaron en Khan y Zahler (1983). En primer lugar, el gasto real en bienes y servicios no financieros, que puede servir de indicador de los efectos que tienen las políticas de liberalización sobre el bienestar, sube considerablemente cuando desciende el precio interno de los bienes importables (gráfico V-E).³⁹ Entonces esa tendencia se invierte y los pagos de intereses de la deuda externa absorben una proporción creciente del ingreso de los residentes, a pesar de que basados en la estructura del modelo y los valores específicos de los parámetros en el equilibrio de largo plazo el gasto real en bienes y servicios no financieros esté todavía a un nivel superior al de antes de la reforma.

Segundo, como se analizó en el gráfico I, en el transcurso de la liberalización el precio relativo interno de los bienes importables disminuye con relación a los otros bienes y el precio relativo de los exportables tiende a subir. Con los valores paramétricos supuestos y la distribución inicial de los tres bienes en el producto total, aumentará el tipo de cambio real, definido como el cociente entre el precio de los bienes no transables y el precio de los transables (gráfico V-F). Esta valorización real es consecuencia natural de la remoción de los aranceles a los bienes importables y la economía tiene que llegar a un nuevo tipo de cambio real de equilibrio. *Ceteris paribus*, esta revaluación se traducirá en una pérdida de competitividad internacional y en un empeoramiento de la cuenta corriente por un tiempo. Aunque este movimiento representa un cambio de equilibrio, las autoridades podrían reducir su impacto en la cuenta corriente con una política de tipo de cambio adecuada.⁴⁰ Lo que es más importante, sin embargo, es evitar una valorización real superior al nuevo tipo de cambio real de equilibrio compatible con la eliminación de las restricciones al comercio y los movimientos de capital.⁴¹

2. Efectos de los impactos internos y externos

En el gráfico V se muestran también los efectos de una combinación de crisis externas y la aparición de un déficit presupuestario en el transcurso del proceso de liberalización del sector externo. Se aprecia claramente que las distintas crisis parecen tener escaso impacto en la evolución del nivel general de precios originado por la apertura (gráfico V-A). Debiera esperarse que el deterioro de la relación de precios del intercambio ejerciera nueva presión a la baja sobre los precios, a medida que se magnifique el proceso iniciado con la baja de los precios internos de los importables, por efecto de la reducción de los precios de exportación. Sin embargo, al propio tiempo, el déficit fiscal tendería a elevar los precios de los bienes no transables al incrementar el gasto global. Los valores de los parámetros del modelo son tales que estos efectos tienden a anularse entre sí, y el impacto neto sobre el nivel general de precios resulta insignificante.

Si bien la tasa de interés interna cae al incorporarse ambos impactos a la apertura, esta baja es algo menor que en la simulación de control (gráfico V-B). Como sube el interés externo, se produce una salida neta de capitales en los primeros periodos y un menor exceso de oferta de dinero, pese a que el financiamiento del déficit fiscal expande la oferta nominal de dinero.⁴²

Una diferencia más notoria entre los dos conjuntos de simulaciones puede observarse en el caso de la posición de la cuenta corriente (gráfico V-C). Aunque en los periodos iniciales hay un menor exceso de liquidez en la economía, el efecto conjunto del desmejoramiento de la relación de precios del intercambio y la política fiscal expansiva se traduce en un desequilibrio mucho mayor de la cuenta corriente que el que se habría registrado sin estos cambios. Partiendo de una posición de equilibrio, el déficit en cuenta corriente como

proporción del ingreso nominal, llega a cerca del 18% en el período 6, comparado con menos del 7% en el mismo período en la simulación de control. Una vez superados los impactos, la evolución del saldo en cuenta corriente es bastante parecida en ambas simulaciones.

Junto con este mayor déficit en cuenta corriente se produce también al principio una salida de capitales por efecto del alza de la tasa de interés internacional y de la baja de la tasa interna de interés que resultan al remover los controles al movimiento de capitales. En consecuencia, las reservas internacionales caen mucho más rápidamente en esta situación (gráfico V-D); en el equilibrio final las reservas internacionales llegan incluso a ser de signo negativo. Apartándose marcadamente de la simulación de control, en la simulación que incorpora los impactos, la deuda externa disminuye durante más o menos los primeros 8 períodos,⁴³ y sube constantemente después, a pesar de que su nivel permanece siempre inferior al de la simulación de control (gráfico V-D). Esto implica necesariamente que los pagos por servicio de la deuda serán menores que en la simulación de control, pese al incremento temporal de la tasa de interés internacional.

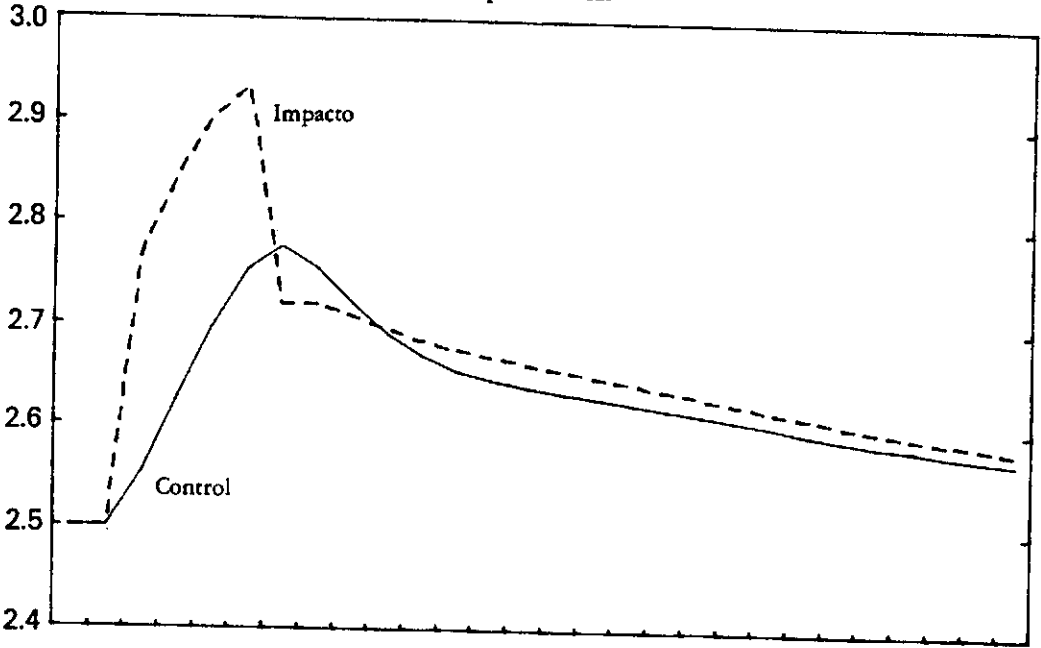
Entre los períodos 2 y 6 el gasto real en bienes y servicios no financieros aumenta mucho más que en la simulación de control (gráfico V-E), lo que obedece principalmente al efecto expansivo del déficit presupuestario, algo atenuado por el impacto del deterioro de la relación de precios del intercambio sobre el gasto interno. A medida que la relación de precios del intercambio y las tasas de interés internacionales recuperan sus respectivos niveles originales y se elimina el déficit fiscal, el gasto real termina siendo algo superior que el de la simulación de control debido a los menores pagos por servicio de la deuda.

La revaluación del tipo de cambio real resulta también más pronunciada cuando hay impactos externos e internos (gráfico V-F). Esto sucede básicamente por dos razones: primero, el precio de los bienes transables cae relativamente más, con el descenso de los precios de importación provocado por la reducción arancelaria, ahora acompañado por una baja en los precios de los bienes exportables. Segundo, la expansión de la demanda global producida por el déficit fiscal eleva el precio de los bienes no transables. Con el tiempo, en la medida en que el precio externo de los bienes exportables vuelva a su nivel primitivo y se restablezca el equilibrio fiscal, el tipo de cambio real primero se devalúa (en relación con la trayectoria de la simulación de control) y luego alcanza un nivel de equilibrio un poco más alto. Esta consecuencia de largo plazo se explica porque se necesitan menos recursos del sector de bienes transables, v.g., menores superávit en balanza comercial, para servir el monto ahora menor de deuda externa.

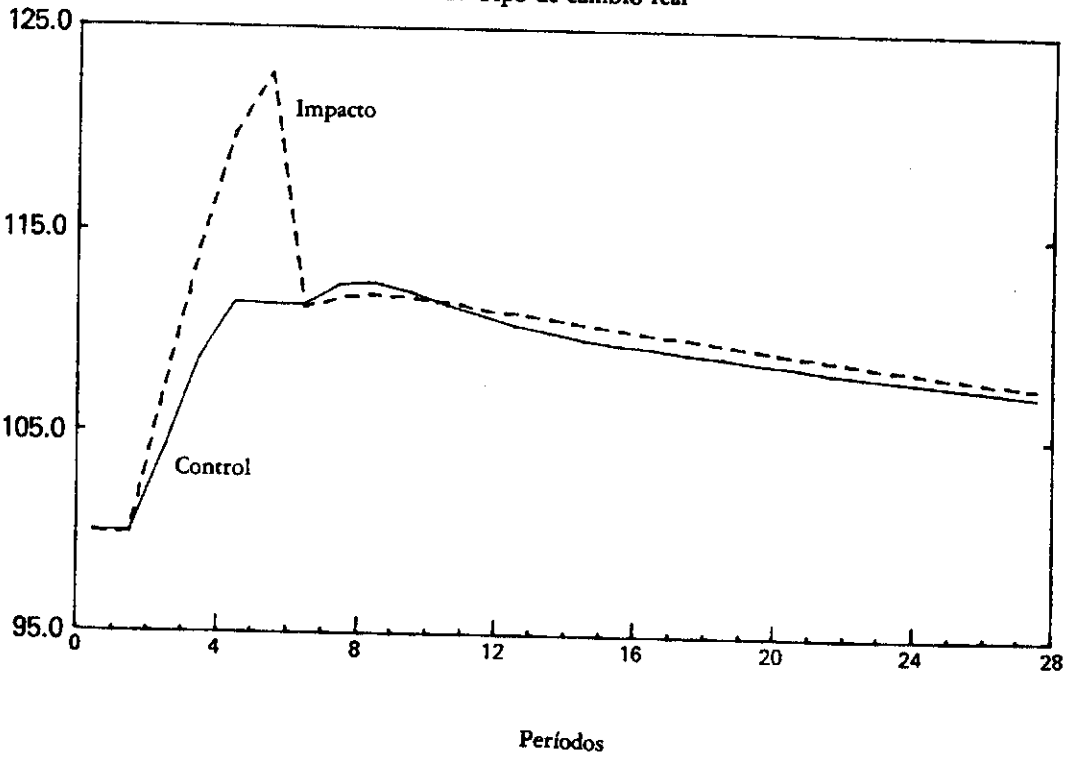
Las variaciones de tipo de cambio real hacen resaltar la importancia de adoptar una política adecuada a este respecto durante el proceso de liberalización. Parece no ser consecuente mantener un tipo de cambio nominal fijo, o para el caso simplemente promover una política que no permita al tipo de cambio adecuarse a los precios relativos de los transables y no transables, cuando hay crisis externas o desequilibrios fiscales internos. Específicamente, los déficit presupuestarios y el excesivo financiamiento de los gastos privados con deuda externa, se traducen en una expansión de la demanda global básicamente incompatible con una reducción del precio de los bienes no transables que mantenga el déficit en cuenta corriente y la pérdida consiguiente de reservas internacionales dentro de límites razonables. En tales circunstancias, fijar el tipo de cambio nominal agrava la situación. Este problema de la incompatibilidad entre el gasto interno excesivo y las políticas de tipo de cambio ha sido discutido por muchos autores al analizar la experiencia de los países del Cono Sur durante el decenio de 1970.⁴⁴

Relacionado con el problema del tipo de cambio surge el interesante asunto de cuáles serían los resultados probables si el país adoptara efectivamente una política de tipo de cambio más flexible en el proceso de apertura. Analizamos este caso repitiendo el

V-E. Gasto privado real



V-F. Tipo de cambio real



experimento de reducir los aranceles y eliminar las restricciones de la cuenta de capital, pero en vez de mantener el tipo de cambio fijo, permitimos una depreciación gradual de alrededor de 50% entre los períodos 3 y 6. Esta política se tradujo en una evolución en el tiempo mucho más suave del tipo de cambio real aunque, como es natural, aun así, en el equilibrio final había una valorización real. Fue mucho menor la caída del índice general de precios y de la tasa de interés interna, como lo fue el incremento del gasto real, en relación con la simulación de control (tipo de cambio fijo). Mejoró también la posición de cuenta corriente, pese a la eliminación de las restricciones al comercio y los movimientos de capital, y el volumen de las reservas internacionales creció al principio para luego volver a un nivel cercano al del equilibrio original. A pesar de que la política de devaluación no está exenta de costos, en la medida en que el incremento de la deuda externa resulta mayor que el observado en la simulación de control y el nivel de precios cae en un monto menor, se puede argumentar, sin embargo, que al menos algunos de los aspectos negativos del período de transición después de la liberalización podrían suavizarse si las autoridades impulsaran una política de tipo de cambio más flexible.⁴⁵

V

Conclusiones

El amplio interés que despertaron los países que emprendieron el camino de la apertura económica para permitir el movimiento más libre de bienes y capitales a través de las fronteras continúa vigente. Ha habido, sin embargo, un cambio radical en el tipo de interrogantes que hoy se plantean con respecto de la eficiencia de las economías de estos países. Al principio, éstas giraban en torno a los éxitos logrados por estos países en algunos aspectos del frente macroeconómico, pero hoy a la luz de la situación vigente, se están planteando problemas tanto o más importantes con respecto del fracaso de estas políticas de orientación externa. La floreciente literatura que analiza la experiencia de los países del Cono Sur de América Latina sigue demostrando que subsiste una gran confusión respecto de cómo la situación pudo cambiar tan radicalmente en tan poco tiempo.

Ciertamente no han faltado argumentos para explicar este cambio. En este trabajo nos concentramos en dos causas concretas: primero, el papel de algunas crisis externas y, segundo, distintas políticas internas que demostraron en última instancia no ser consecuentes con la estrategia global de apertura, factores relativamente más reductibles al análisis cuantitativo. Es bien sabido que los acontecimientos internacionales agravaron los problemas que enfrentaban los países en desarrollo y, éstos obviamente, escapan a su control. Sin embargo, puede afirmarse que la apertura con la finalidad de aumentar la eficiencia económica y mejorar la asignación de recursos hizo más vulnerables a los países frente a las crisis externas. Más aún, en algunos casos, la incapacidad de controlar el gasto interno excesivo, público o privado, y la inflexibilidad general de las políticas cambiarias agudizaron los problemas de la liberalización, y pueden así ser responsabilizadas en parte de las consecuencias negativas que surgieron más tarde.

En este trabajo analizamos específicamente los efectos de corto y mediano plazo que algunos tipos de crisis externas y una política fiscal expansiva pueden tener sobre algunas variables macroeconómicas claves mientras la economía se abre al comercio y a las finanzas internacionales. No se intentó que los experimentos de simulación usando el modelo de equilibrio general, fueran absolutamente realistas, en el sentido de que fuesen aplicables a algún país en particular o que reprodujesen los impactos que efectivamente sufrieron los países en desarrollo, sino más bien deben ser tratados como construyendo escenarios esencialmente hipotéticos. Se demostró que la eliminación de barreras al

comercio y movimientos de capital acarrea ciertos costos en el corto plazo. Mientras el nivel de precios y la tasa de interés internos tienden a aproximarse a sus valores internacionales respectivos, sube la tasa real de interés, disminuyen el producto y el empleo, empeora la cuenta corriente, se pierden reservas internacionales y crece en forma importante la deuda externa. Hay, además un alza del tipo de cambio real a un nuevo nivel de equilibrio. En el contexto de este ejercicio los efectos negativos de la apertura se amplifican si entonces se sobreponen al proceso de liberalización políticas internas inconsistentes y un clima internacional adverso.

El que los experimentos de liberalización hubiesen tenido éxito en ausencia de crisis externas y con la aplicación de políticas macroeconómicas consistentes, es una interrogante cuyo análisis hemos evitado conscientemente. Lo que sí podemos decir es que sus posibilidades de éxito se vieron muy opacadas al empeorar la situación internacional y al adoptar los países otras políticas internas que aparentemente se contraponían con la política de liberalización. En base a nuestros resultados es posible sostener que, ante crisis externas fuertes y persistentes y la mantención de políticas internas inconsistentes, es muy probable si no se toman medidas compensatorias, que la economía entre en una recesión.

Realmente, la limitación del endeudamiento externo no permitió que los países en desarrollo superaran las dificultades de las diferentes crisis externas y políticas internas indecuadas por la vía del financiamiento, lo que los obligó a la postre a promover un ajuste doloroso e incluso a revertir la estrategia global y restaurar las barreras al comercio y los movimientos de capital.

¿Cuál es entonces la enseñanza respecto de las políticas que se puede extraer de este análisis? La conclusión que brota con bastante fuerza es que las políticas de apertura deben ser respaldadas activamente por la gestión macroeconómica interna, lo que es aún más imperativo si el país debe enfrentar crisis externas mientras transcurre el proceso de liberalización del sector externo. Si bien el país en desarrollo es incapaz por sí solo de controlar los cambios en el ambiente internacional y debe tomarlos como datos, parecería que desde un comienzo, una combinación prudente de financiamiento externo, uso de reservas internacionales y ajuste interno serían las medidas más adecuadas para neutralizar o minimizar los efectos de cualquier crisis externa. Debido a los límites cuantitativos del monto de reservas internacionales y del financiamiento externo disponible, es obvia la necesidad de lograr en última instancia algún ajuste que facilite el equilibrio básico de oferta y demanda en la economía. La austeridad fiscal y monetaria, para controlar el gasto tanto público como privado, conjuntamente con una política cambiaria más flexible, parecerían ser los instrumentos pertinentes del ajuste en las circunstancias que se encontraron muchos países en desarrollo a fines del decenio de 1970 y principios del de 1980. Si bien hubo algunos intentos con esta orientación general, es probable que hayan sido muy tímidos y tardíos. Por consiguiente, muchos países en desarrollo, y sobre todo aquellos comprometidos en el proceso de apertura, se dieron cuenta que tendrían que emprender un ajuste más doloroso que el que habría sido necesario si se hubiesen tomado medidas más oportunamente.

NOTAS

¹ Véase Harberger (1982). Trabajos recientes de Edwards (1982) y Díaz-Alejandro (1983) contienen una interesante muestra de citas de la prensa financiera.

² Edwards y van Wijnbergen (1983) han presentado recientemente un interesante intento de analizar estos tipos de problemas relacionados con el bienestar.

³ McKinnon (1982), Frenkel (1982), Edwards (1983) y Edwards y van Wijnbergen (1983) discuten los problemas implícitos en la secuencia de las reformas.

⁴ Véase, por ejemplo, Dornbusch (1984).

⁵ Véase también Khan y Knight (1982). Otras causas externas serían el aumento de las presiones proteccionistas en los principales mercados de exportación de los países en desarrollo y la marcada contracción en la afluencia de capitales a los países en desarrollo no productores de petróleo en 1982 y 1983, que elevaron en gran medida los costos del ajuste para los países deudores. Sin embargo, es difícil introducir esas variables en un análisis cuantitativo.

⁶ Véase Massad (1983) y Zahler (1983).

⁷ El grupo incluye en esencia a todos los países en desarrollo, salvo los "exportadores netos de petróleo". Para mayor precisión véase FMI (1984), apéndice estadístico.

⁸ Hay datos empíricos que muestran una correlación positiva entre el crecimiento de los países industriales y los precios de los productos primarios distintos del petróleo; véase Goreux (1980) y Goldstein y Khan (1982).

⁹ La tasa de interés internacional real (rrf) se define aquí como la tasa internacional nominal (rf) corregida por los cambios porcentuales en los precios de exportación de los países en desarrollo importadores de petróleo (DXP), es decir,

$$rrf = (rf - DXP)/(1 + DXP)$$

¹⁰ Los datos empíricos sobre la relación entre las elevadas tasas internacionales de interés real y los precios de las materias primas se analizan en Gotur (1983).

¹¹ Véase Massad y Zahler (1984).

¹² Véase FMI (1984) pág. 51.

¹³ Véase Khan y Knight (1982), (1983).

¹⁴ La tasa de inflación uruguayo estuvo cerca del promedio de los países en desarrollo; la de Chile bastante más baja.

¹⁵ Pueden incluirse en este grupo los modelos de Blejer (1977), Blejer y Fernández (1980) y Khan y Knight (1981).

¹⁶ Como la dotación de recursos es fija, no se da cabida ni al ahorro ni a la inversión neta.

¹⁷ El gasto privado en bienes requiere que se descuente el pago de intereses de la deuda externa. Debe destacarse también que suponemos que la distribución del gasto del gobierno entre los tres bienes es idéntica a la del sector privado.

¹⁸ Suponiendo que no varían ni el tipo de cambio ni los aranceles.

¹⁹ Se supone siempre que la variación esperada en el tipo de cambio coincide con la variación efectiva.

²⁰ La importancia de esta formulación en el análisis se aclarará más adelante.

²¹ Por lo general, esto no es posible en los modelos computacionales de equilibrio general de mayor envergadura.

²² Según el análisis de Khan y Zahler (1983), se supone aquí que hay sustitución entre los bienes no transables y cada uno de los transables, pero para simplificar, se dejan de lado los efectos cruzados de precios entre importables y exportables. Este supuesto no altera significativamente las conclusiones de ese estudio.

²³ No se alteraría el análisis si se supone una inflación inicial positiva.

²⁴ Véase Blejer (1978).

²⁵ En general, el cambio de los precios relativos hará variar la producción de bienes no transables y se moverá la curva de transformación entre bienes importables y exportables. Se hace este supuesto restrictivo en el gráfico II sólo para fines de exposición.

²⁶ Suponemos aquí que el tipo de cambio normal esperado y el vigente es constante.

²⁷ Una situación inicial con un volumen de deuda externa positiva no alteraría ninguna de las conclusiones fundamentales.

²⁸ En el modelo de Khan y Zahler (1983) se suponía que había una alta sensibilidad del capital extranjero a las diferenciales de tasas de interés, aunque no se expresara instantáneamente. Este enfoque para el análisis gráfico, es decir, con traslación de la curva LM arroja resultados similares.

²⁹ El déficit de cuenta corriente se incrementa también marginalmente por el aumento de los precios relativos de los bienes no transables como consecuencia del exceso de oferta de dinero generado por la afluencia de capital.

³⁰ Esto sucedería, por ejemplo, si el ahorro externo y el ahorro interno fuesen sustitutos perfectos uno del otro.

³¹ Debe señalarse que al suponer la inexistencia de inversión y ahorro netos, los beneficios potenciales de la apertura financiera, en alguna medida, se están minimizando. Zahler (1982) presenta un análisis distinto en que la capacidad productiva crece con el ahorro externo.

³² Evidentemente se lograría el mismo desmejoramiento con un alza de los precios de los importables en relación con los de los exportables. Los resultados no son, sin embargo, simétricos, por lo que debe tenerse presente que nuestras conclusiones son válidas sólo para la forma específica en que se ha hecho variar la relación de precios del intercambio.

³³ Se obtienen conclusiones similares si se aumenta el gasto privado mediante una expansión del crédito interno.

³⁴La razón de escoger esta posición de equilibrio inicial se explica en Khan y Zahler (1983), pág. 245.

³⁵El modelo supone una tasa de desempleo "normal" de 5%.

³⁶Todos los cambios en las variables exógenas se producen en el tercer período.

³⁷Véanse los valores en Khan y Zahler (1983), apéndice II.

³⁸En equilibrio, a la cuenta corriente se le asigna un valor 100; los valores debajo de 100, por lo tanto, significan déficit en cuenta corriente.

³⁹El gasto real en este caso está estrechamente relacionado con el concepto de ingreso nacional corregido por las variaciones de la relación de precios del intercambio.

⁴⁰Como es lógico, una devaluación nominal de la moneda implicaría costos, especialmente relacionados con la inflación.

⁴¹Dornbusch (1982), (1984) analiza las razones que podrían ocasionar una valorización del tipo de cambio real en el transcurso de un programa de estabilización.

⁴²Normalmente cabría esperar que un aumento del déficit fiscal se tradujera en un mayor exceso de oferta de dinero, pero en este esquema se registra un incremento mayor en la demanda de dinero (debido al aumento del ingreso nominal); además, la nueva expansión monetaria generada por el déficit es absorbida rápidamente por la vía de la cuenta corriente.

⁴³En el modelo sólo a los residentes extranjeros se les permite tener deuda interna y los residentes nacionales (incluido el gobierno) tienen acceso restringido al endeudamiento externo. De esta forma un aumento de las tasas de interés externas, por reducción de los incentivos a la entrada de capitales, se traduce en una afluencia de capital menor (o hasta negativa) y en una menor deuda externa.

⁴⁴Véase, por ejemplo, Edwards (1982), Pastore (1982), Sjaastad (1983), Zahler (1983) y Dornbusch (1984).

⁴⁵Este resultado confirma el argumento de Dornbusch (1984) en el sentido de que las políticas de tipo de cambio de los países del Cono sur llevaron a la sobrevaluación permanente de sus respectivas monedas, lo que podría haberse evitado con una administración más flexible del tipo de cambio.

Bibliografía

- Blejer, Mario I., "The short-run dynamics of prices and the balance of payments", *American economic review* (junio, 1977), pp. 419-428.
- "Nontraded goods and the monetary approach to the balance of payments: a graphical note", *Quarterly review of economics and business* (tercer trimestre de 1978), pp. 102-106.
- y Roque B. Fernández, "The effects of unanticipated fixed-exchange-rate open economy", *Canadian Journal of economics* (febrero, 1980), pp. 82-95.
- Clements, Kenneth W., "A general equilibrium econometric model of the open economy", *International economic review* (junio, 1980), pp. 469-488.
- Díaz-Alejandro, Carlos, "Goodbye financial repression, hello financial crash" (abril, 1983), *inédito*.
- Dornbusch, Rudiger, "Tariffs and nontraded goods", *Journal of international economics* (agosto, 1974), pp. 177-185.
- "Stabilization policies in developing countries: what have we learned?" *World development* (septiembre, 1982), pp. 701-708.
- "External debt, budget deficits and disequilibrium exchange rates" (abril, 1984), *inédito*.
- Edwards, Sebastian, "Economic policy and the record of economic growth in Chile in the 1970s and 1980s", UCLA Working Paper N° 283 (noviembre, 1982).
- "The order of liberalization of the current and capital accounts of the balance of payments: a survey of the major issues", Banco Mundial (octubre, 1983), *inédito*.
- y Sweder van Wijnbergen, "The welfare effects of trade and capital market liberalization: consequences of different sequencing scenarios", Banco Mundial (octubre, 1983), *inédito*.

- Felstentein, Andrew, *A general equilibrium approach to the analysis of trade restrictions, with an application to Argentina*. IMF Staff Papers (diciembre, 1980), pp. 749-784.
- Ffrench-Davis, Ricardo, "El experimento monetarista en Chile: una síntesis crítica", *Estudios CIEPLAN* 9 (diciembre, 1982), pp. 5-40.
- y José P. Arellano, "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-1980", *Estudios CIEPLAN* 5 (julio, 1981), pp. 5-52.
- Fondo Monetario Internacional, *World economic outlook* (Washington, 1984).
- Frenkel, Jacob A., "The order of economic liberalization: lesson from Chile and Argentina, a comment", *Economic policy in a world of change, comp.* Karl Brunner y Allan H. Meltzer, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 17 (Amsterdam, 1982), pp. 199-201.
- Goldstein, Morris y Mohsin S. Khan, *Effect of slowdown in industrial countries on growth in non-oil developing countries*, IMF Occasional Paper N° 12 (Washington, agosto, 1982).
- Goreux, Louis M., *Compensatory financing facility*, IMF Pamphlet series N° 38 (Washington, 1982).
- Gotur, Padma, "Interest rates and the developing world", *Finance and development* (diciembre, 1983), pp. 33-36.
- Harberger, Arnold C., "The Chilean economy in the 1970s: crisis, stabilization, liberalization, reform", *Economic policy in a World of change, comp.* Karl Brunner y Allan M. Meltzer, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 17 (Amsterdam, 1982), pp. 115-152.
- Hanson, James y Jaime de Melo, "The Uruguayan experience with liberalization and stabilization, 1974-1981", *Journal of Interamerican studies and world affairs* (noviembre, 1983), pp. 477-508.
- Khan, Mohsin S., y Malcolm D. Knight, *Stabilization programs in developing countries: a formal framework*, IMF Staff Papers (mayo, 1981), pp. 1-53.
- "Some theoretical and empirical issues relating to economic stabilization in developing countries", *World Development* (septiembre, 1982), pp. 709-730.
- Determinants of the current account balances of non-oil developing countries in the 1970s: an empirical analysis*, IMF Staff Papers (diciembre, 1983), pp. 819-842.
- Khan, Mohsin S., y Roberto Zahler, *The macroeconomic effects of changes in barriers to trade and capital flows: a simulation analysis*, IMF Staff Papers (junio, 1983), pp. 223-282.
- Massad, Carlos (1983a), "La deuda externa y los problemas financieros de América Latina", *Revista de la CEPAL* (agosto, 1983), pp. 153-167.
- Massad, Carlos y Roberto Zahler, "The adjustment policies in the eighties: the need for a global approach", trabajo presentado en la North-South roundtable on money and finance, Santiago, Chile, febrero, 1984.
- McKinnon, Ronald I., "The order of economic liberalization: lessons from Chile and Argentina", *Economic policy in a world of change, comp.* Karl Brunner y Allan H. Meltzer, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 17 (Amsterdam, 1982), pp. 159-186.
- Pastore, José M.D., "An anti-inflationary experiment, Argentina 1979-1981: an assessment", trabajo presentado al World Bank symposium on Liberalization and Stabilization, Washington, mayo, 1982.
- Ramos, Joseph, "Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur", CEPAL (1984), *en prensa*.
- Sjaastad, Larry A., "Failure of economic liberalism in the cone of Latin America", *The world economy* (marzo, 1983), pp. 5-26.

- Wogart, Jan Peter, "Combining price stabilization with trade and financial liberalization policies: the Argentina experience, 1976-1981", *Journal of Interamerican studies and world affairs* (noviembre, 1983), pp. 445-476.
- Zahler, Roberto, "Estrategias alternativas de apertura: un modelo de simulación", *Monetaria* (julio-septiembre, 1982), pp. 303-358.
- "Recent southern cone liberalization reforms and stabilization policies: the Chilean case, 1974-1982", *Journal of Interamerican studies and world affairs* (noviembre, 1983), pp. 445-476.

**Políticas recientes de liberalización y estabilización
en los países del Cono Sur:
el caso chileno, 1974-1982**

Roberto Zabler

Este artículo es la traducción de una revisión del artículo original publicado en inglés en *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, Vol. 25, Nº 4, noviembre 1983, pp. 509-562. El autor agradece a Reynaldo Bajraj, René Cortázar, Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis, Joseph Ramos, Andrés Sanfuentes, Andrés Uthoff, Mario Valdivia y Peter Wogart sus valiosos comentarios.

I

Introducción

Desde mediados de los años setenta los países latinoamericanos del Cono Sur han experimentado profundas reformas políticas, institucionales y económicas. Sus causas más inmediatas pueden encontrarse en la evolución de su situación política en los años y meses previos a esas reformas, en que se registraron una marcada polarización entre diferentes grupos y fuerzas políticas, un clima de agitación social y una sensación general de descontento con la situación económica de esos países.

A estos sucesos siguió la instauración de regímenes militares, caracterizados por imponer a toda costa la disciplina social (sobre todo en el sector laboral) e intentar mantener "la casa en orden". Sin embargo, en Argentina, Chile y Uruguay, se intentó ir mucho más lejos, al menos en la esfera económica, reformándose a fondo los patrones, instituciones y políticas de desarrollo que, de acuerdo con las nuevas autoridades, habrían prevalecido en dichos países desde fines de la segunda guerra mundial.

En Chile fue casi total la ruptura de las nuevas autoridades económicas con el pensamiento y políticas económicas tradicionales. Difícilmente se halla en la historia reciente algún otro ejemplo de país que se haya embarcado tan integralmente en un programa de extrema ortodoxia monetarista y de políticas de desarrollo inspiradas en la doctrina del libre mercado.

Es fundamental tener presente desde un comienzo que el régimen intentó ir mucho más allá de una mera modernización tecnocrática y burocrática; en efecto, se pretendió renovar las bases mismas de la sociedad chilena, sus valores, sus estructuras y sus patrones de conducta, lo cual incluía, como uno de sus elementos principales, un modelo económico perfectamente delimitado. Aunque este estudio está centrado en lo económico, no podría emprenderse ningún análisis completo sobre la evolución de la economía chilena en los últimos años sin una clara comprensión de la filosofía, la ideología y el marco político dentro de los cuales se insertaron las reformas económicas.¹

Al respecto, gran parte del interés generado por las recientes experiencias del Cono Sur, y particularmente la de Chile, se ha centrado en el análisis de una combinación de régimen militar autocrático, en el que la libertad política se ha visto restringida con una suerte de vacío económico, en que, al revés de lo que ocurría en la esfera política, la liberalización de los mercados (principalmente los de bienes y en bastante menor medida los de factores), ha sido el elemento primordial.² En un comienzo muchos economistas que favorecían estas reformas económicas, trataron de hacer caso omiso de las consideraciones éticas, políticas, sociales e institucionales; a medida que pasaba el tiempo, sin embargo, fue cundiendo la preocupación en torno a las dificultades de sostener a largo plazo la liberalización económica combinada con el autoritarismo político (Friedman, 1982).

Aparte el interés académico que suscita la experiencia económica chilena, su estudio es importante también desde un punto de vista más práctico y relacionado con la elaboración de políticas. Hasta hace poco había instituciones financieras y políticas internacionales que calificaban el caso chileno de "éxito" e incluso de "milagro económico" como un ejemplo que debían seguir los demás países en desarrollo.³ Su análisis, por lo tanto, tiene mayor importancia que la que revistiría un estudio de caso cualquiera.

En este estudio se analiza la evolución de los principales aspectos macroeconómicos en Chile desde que asumió el poder el régimen militar en septiembre de 1973, haciendo abstracción deliberadamente de las mencionadas consideraciones éticas, filosóficas, ideológicas y políticas. Concretamente, se estudian las características principales del modelo económico chileno, sus orientaciones generales y su aplicación, intentando destacar las más importantes lecciones que aporta así como los problemas que quedaron por resolver, lo que puede ser útil en la tarea de comprender y diseñar políticas de desarrollo económico tanto en Chile como en otros países de menor desarrollo relativo.

Es necesario advertir que hay que proceder con cautela al evaluar los resultados de la experiencia económica reciente del Cono Sur, ya que, por una parte, se pusieron en práctica muchas políticas diferentes, con objetivos, magnitudes, velocidades y concatenamientos distintos, lo cual hace difícil evaluarlas por separado sobre todo cuando se intenta correlacionar adecuadamente sus causas y efectos (Zahler, 1983). También es difícil distinguir los efectos que derivan de cambios en la economía internacional, la estrategia de desarrollo, o los programas de estabilización y otras políticas de corto plazo, sobre las principales variables económicas. Por último, aunque estas experiencias han durado ya varios años, dadas las condiciones iniciales que enfrentaron y la naturaleza y profundidad de las reformas introducidas, el análisis debe centrarse necesariamente en la evolución de los patrones de ajuste y transición de las principales macrovariables, más que en las perspectivas de mediano y largo plazo del modelo. En todo caso, algunas de las políticas económicas aplicadas ya tienen gran trascendencia para los resultados a largo plazo de estas reformas y puede sostenerse, hoy, que el experimento chileno no ha logrado cumplir sus principales objetivos económicos. (Cortés, 1982; French-Davis, 1982; Euromoney, 1982; Sjastaad, 1982).⁴

II

Antecedentes⁵

Diversos elementos contribuyen a explicar los orígenes del modelo económico chileno. La teoría neoclásica moderna y los esquemas analíticos monetaristas dominaron en algunos centros académicos y en la política económica de algunos importantes países del mundo industrial al iniciarse el decenio de 1970. Se produjo además un efecto de demostración de algunos países en desarrollo, en particular del sudeste asiático, que lograron un notable éxito económico aplicando políticas de desarrollo orientadas a los mercados externos y que abrieron sus economías al comercio y corrientes financieras internacionales (Bhagwati y Srinivasan, 1979; Eng Fong y Lim, 1981; Keesing, 1979; Krueger y otros, 1981; Krueger, 1981).⁶ Mayor importancia tuvo la gran liquidez registrada en el plano internacional, que se vinculó inicialmente con las transformaciones radicales provocadas por la crisis petrolera, sobre todo la abundancia de financiamiento externo privado, principalmente bancario en los mercados financieros mundiales. Ello no sólo estimuló la apertura financiera al exterior sino que creó un fenómeno desconocido para los países de menor desarrollo relativo cual fue la eliminación del tradicional "cuello de botella" por el lado de la disponibilidad de divisas, gracias a la oferta internacional de capitales.⁷

En el campo interno, fueron integrales y de gran alcance las críticas neoliberales a las estrategias de desarrollo y las políticas económicas puestas en práctica en la postguerra lo que tuvo como consecuencia lógica la aparición de un planteamiento totalmente distinto del proceso de desarrollo.⁸ Según esa escuela, la tasa de crecimiento económico de Chile entre 1940 y 1970 (con un promedio anual de 4%) había sido mucho más baja que su tasa potencial. Este hecho, unido a la persistencia y a la aceleración, a comienzos del

decenio de 1970, de la inflación, y a la crisis crónica del balance de pagos, eran según este planteamiento, productos de la magnitud del aparato gubernamental, la naturaleza de su intervención en la economía y el volumen de su déficit, así como de estrategias económicas equivocadas, que se basaban en una combinación de políticas keynesianas y de sustitución de importaciones, y en distorsiones del sistema de precios, originados en controles de precios generalizados y a menudo irracionales.

La situación económica a mediados de 1973 se caracterizaba por un bajo crecimiento, inflación creciente, múltiples y graves distorsiones del sistema de precios, desabastecimiento y extendidos mercados paralelos, crítica situación de reservas internacionales y una creciente y rápida pérdida de la solvencia crediticia del país. Por su parte, el escenario político mostraba un alto grado de polarización y conflicto social.

La toma del poder por parte de los militares permitió a un grupo de economistas, autodefinidos como "no políticos", integrar el gobierno y poner en práctica su particular visión de las políticas económicas y sociales con escasas restricciones institucionales, políticas o sociales, en especial si se compara con la tradición democrática de Chile, en que el Congreso, los sindicatos, los partidos políticos, la opinión pública y la prensa representaban un papel muy importante en el diseño, control, modificación y resultados de las políticas económicas. El "equipo económico" no sólo comulgó con la concepción extrema de la economía de mercado, sino que ofreció además a las nuevas autoridades políticas un programa económico que prometía resolver el agobiante problema de divisas que la economía enfrentaba en 1974 y 1975, sin tomar en cuenta ni establecer condiciones sobre aspectos tales como la situación de los derechos humanos y el retorno a una institucionalidad democrática. En su función de "técnicos", sin un horizonte temporal definido, y habiendo superado la naturaleza tradicionalmente temporal y de corto plazo de la política económica, centraron todos sus esfuerzos en el diseño y ejecución de lo que se ha llamado el modelo económico chileno.

III

Principales aspectos analíticos y marco teórico del modelo económico chileno

A grandes rasgos, cabe distinguir dos componentes básicos del modelo: la estrategia de desarrollo (transformaciones estructurales) y las políticas de estabilización.

La estrategia de desarrollo tenía, como aspectos centrales, por un lado, la liberalización de precios y mercados y los efectos de las transformaciones estructurales consiguientes —reformas financieras y apertura de la economía al comercio mundial y a los flujos de capital— sobre la distribución del ingreso y de la riqueza y sobre las transformaciones del aparato productivo entre sectores y dentro de ellos. Por otro lado, se dió gran importancia al proceso de privatización y se confió en el sector privado como el agente dinámico del desarrollo, minimizando y reorientando la función económica del Estado en conformidad con el principio de subsidiariedad. El mercado libre y la propiedad privada serían los instrumentos fundamentales necesarios para eliminar las "distorsiones" producidas por el gobierno y para dar los estímulos adecuados a los empresarios (tanto nacionales como extranjeros) y los consumidores. Contribuirían también a estimular la competencia y la iniciativa, lo que colocaría al país en una trayectoria de crecimiento económico más elevado, estable y bien fundamentado, según lo señalado en esencia por la teoría de las ventajas comparativas. Además, la idea de una sociedad no política y el prejuicio y sesgo sistemático contra la intervención del Estado llevaban a concebir su acción económica como neutral, no discrecional e impersonal, en el doble sentido de no favorecer a ningún

grupo o sector en particular¹⁰ y de no alterar, por intervención, el sistema de precios determinado por las fuerzas del mercado.

La política de estabilización de precios desempeñó un papel muy importante no sólo por la casi hiperinflación registrada hacia fines de 1973, sino principalmente por la fe en el sistema de precios no distorsionados como elemento crucial para las decisiones de asignación de recursos. Lo ideal sería que todas las variaciones de precios reflejaran movimientos de los precios relativos y de ahí la meta de lograr un nivel de precios constante y una tasa de inflación nula. Por ello, la estabilidad y transparencia del sistema de precios eran los pilares en que se asentaban el programa de estabilización, así como (aunque indirectamente) la política de desarrollo.¹¹

El enfoque inicial de las nuevas autoridades con respecto a la inflación chilena se basaba en el supuesto de que sus principales causas eran las excesivas tasas de crecimiento de la masa monetaria y se postuló una política restrictiva correspondiente a un enfoque monetarista de la inflación para una economía cerrada. Una vez que la economía chilena llegó a ser bastante abierta comercialmente, y equilibrado el presupuesto del sector público, el objetivo de inflación cero cambió al de inflación internacional en base a la ley de un solo precio. Así, un enfoque monetario estricto de la balanza de pagos, asociado con una tasa de cambio nominal fija, hizo de la política monetaria un elemento esencialmente pasivo.

IV

La situación inicial

Entre 1971 y 1973 se hizo un intento por modificar radicalmente los fundamentos políticos de la sociedad chilena y alterar profundamente la distribución del poder, la riqueza y el ingreso en el país. En el largo plazo esto implicaba cambiar la estructura de la producción, el modo de funcionamiento de la economía y, más ampliamente, el tipo de relaciones predominantes en la sociedad chilena hasta entonces. En el aspecto económico, se intensificó el proceso de reforma agraria y se estableció un área de propiedad social en el ámbito de la producción, comercialización y sector financiero y comercial.

La creación del área de propiedad social y la política de precios aplicada a ella, junto con la creciente disparidad entre el gasto público y la recaudación tributaria, había llevado a un aumento marcado del déficit fiscal. Mientras el déficit representaba un promedio de 14.6% del gasto fiscal y un 3.3% del producto geográfico bruto (PGB) entre 1960 y 1969, en 1970-1973, esos valores alcanzaron a 35.5% y 12.5%, respectivamente. En 1973 el déficit fiscal equivalía al 55.1% del gasto fiscal y a 23.6% del PGB; en términos reales fue siete veces mayor que en 1960-1969.

En el sector monetario se advertían también graves desequilibrios. Mientras en 1960-1969 la tasa media de crecimiento del dinero nominal del sector privado (M_1) fue 37% por año, esta cifra se quintuplicó en 1970-1973, y en este último año llegó a 419%. La inflación alcanzó niveles sin precedentes en la historia de Chile. De 1970 a 1973 el alza media anual del índice de precios al consumidor (IPC) superó el 300%, llegando a cerca de 600% en septiembre de 1973, con una tendencia a desbocarse hacia la hiperinflación. En 1960-1969 la tasa media anual de inflación había sido 25%.

También se había deteriorado fuertemente la posición externa, el nivel de reservas internacionales y la capacidad para conseguir préstamos externos. El déficit acumulado en cuenta corriente llegó a casi mil millones de dólares en 1971-1973. Hacia fines de 1973 las reservas internacionales netas arrojaban un saldo negativo de 231 millones de dólares, en circunstancias que en diciembre de 1970 habían sido de signo positivo, superando los 400 millones de dólares.

La situación descrita se debió en parte a una creciente intervención del gobierno —y fue agravada por ella— a base de múltiples e incongruentes controles cuantitativos y de precios que afectaron el funcionamiento del comercio exterior, los mercados monetario y financiero, y el mercado de bienes y servicios reales.

Múltiples tipos de cambios subvaluados, heterogeneidad de aranceles y barreras no arancelarias al comercio internacional, importaciones prohibidas, depósitos previos y otras restricciones cuantitativas al mercado de divisas coexistían con tasas de interés reales fuertemente negativas, tasas de encaje elevadas y diferenciadas, y controles cuantitativos y selectivos del crédito bancario en el sector financiero. A todo esto se sumaba una intensificación masiva de los controles de precios en los mercados de bienes y servicios, lo que derivó en una asignación de recursos extremadamente ineficiente y el surgimiento de un desabastecimiento generalizado, colas y mercados paralelos. El Banco Central no oponía resistencia a las demandas de recursos por parte del Fisco y de las empresas del área de propiedad social, lo que contribuyó a acentuar las presiones inflacionarias.

Aunque la tasa de desempleo se mantuvo por debajo de sus niveles históricos (principalmente por el exceso de demanda global y el aumento del empleo en el sector público y el área de propiedad social), la participación de la inversión geográfica bruta en el PGB, en el período 1971-1973 fue 20% más baja que en el decenio de 1960. En cuanto a la evolución de la actividad económica, después de un incremento de un 9.0% en el PGB en 1971, éste cayó a -1.2% en 1972 y -5.6% en 1973.

V

Ejecución y resultados de la nueva política económica¹²

Aunque los desequilibrios iniciales exigían dar prioridad a las políticas macroeconómicas de corto plazo, las nuevas autoridades procuraron a un tiempo resolver esos problemas y lograr las principales transformaciones estructurales de la economía chilena. Es, por lo tanto, difícil aislar las diferentes políticas. Sin embargo, con fines analíticos, se intentará en esta sección describir, interpretar y evaluar los componentes más importantes de la política macroeconómica y sus resultados principales. En las dos últimas secciones se intenta una interpretación y evaluación global del modelo económico.

La política de estabilización

Por la magnitud de los desequilibrios macroeconómicos iniciales, la política de corto plazo —aunque planteada como antiinflacionaria— contribuyó directamente a lo que tal vez fuese el problema más apremiante e ineludible: la situación de la balanza de pagos y la posición de reservas internacionales, así como la opacada imagen de solvencia externa del país.¹³

La política antiinflacionaria presentó dos factores comunes y, hasta mediados de 1982, tres enfoques diferentes. El primer aspecto común fue no usar los mecanismos administrativos tradicionales de control de precios como instrumento de estabilización. (Sin embargo, Cortázar y Marshall (1980) señalan con razón que las estimaciones oficiales de los aumentos de precios en 1976-1978 subestiman en gran medida la verdadera inflación de ese período.) Con la importante excepción de los salarios y el tipo de cambio, como medio de controlar los costos de producción y las expectativas de inflación, la mayoría de los demás precios han quedado fuera de control oficial en los últimos años.¹⁴ La otra característica general del esfuerzo de estabilización fue la de reducir el déficit fiscal y del sector público y el intento de disminuir el gasto del gobierno.

La inflación ha sido atacada desde distintos ángulos a lo largo del período analizado. Al comienzo, la interpretación por parte de las autoridades del fenómeno inflacionario fue de un carácter monetarista tradicional para una economía cerrada. La estrategia inicial contra la inflación se centró pues en el empeño por controlar el crecimiento de la base monetaria (emisión del Banco Central) y M_1 . Este enfoque se basaba en la visión de las nuevas autoridades en cuanto a que el proceso inflacionario chileno tenía su origen en causas monetarias, derivadas del déficit incurrido por el sector público y las empresas del área de propiedad social.

Por consiguiente, la autoridad restringió severamente el crédito al gobierno. Como resultado se llegó a una situación en la cual el Fisco no sólo no demandó recursos del Banco Central para su presupuesto en moneda corriente sino que reembolsó a la autoridad monetaria recursos financieros. Entre 1975 y 1979 el gobierno central representó un -21.5% del flujo acumulado de base monetaria. Hubo además una reducción sistemática en la participación del gobierno en el total del crédito del sistema monetario: el crédito interno al sector privado, en proporción del crédito interno total, aumentó de menos de 8% en 1973, a 14% en 1974-1976, 41% en 1977-1979 y más de 75% en 1980-1982.

Esta política de estabilización coincidía con el espíritu y la filosofía de la nueva política económica con respecto a la magnitud y al autofinanciamiento del sector estatal y a la necesidad de lograr una fuerte reducción en el déficit fiscal. Esto último se implementó mediante un control estricto de los gastos, aumento de la recaudación por medio de una reforma tributaria,¹⁵ elevación de las tarifas de las empresas y servicios públicos y, en menor medida, contratando empréstitos con el sector privado interno. Otra fuente importante de financiamiento provino de la venta de algunos de sus activos, elemento que desempeñó un papel relevante en una de las mayores transformaciones de la economía chilena durante el régimen militar: la concentración de activos en unos pocos conglomerados privados, con consecuencias económicas trascendentales.

Pese al apreciable esfuerzo del sector público para acomodarse a los requerimientos de la nueva política económica, el crecimiento de la base monetaria, hasta fines de 1977, fue extraordinariamente alto para lo que se calificaba de estrategia antiinflacionaria de corte monetarista. Sólo a fines de 1977 el crecimiento anual de la base monetaria decayó por debajo del nivel registrado en 1971-1973, y aún entonces permaneció excesivamente alto en comparación con el período previo a 1970. Ello se explica por la ausencia de mecanismos adecuados de control monetario, principalmente la naturaleza embrionaria del mercado de capitales de largo plazo, lo cual dificultaba las operaciones de mercado abierto; y por otro lado, por la creciente importancia de la entrada neta de moneda extranjera —estimulada por enormes diferenciales en las tasas de interés internas y externas, asociadas con la reforma financiera interna— que representó casi 70% del total acumulado de emisión monetaria entre 1975 y 1977.¹⁶

Los resultados en términos de una reducción en las alzas de precios, dejaban bastante que desear: a mediados de 1976, la inflación era superior al 200% en términos anuales (cuadro 1). Además de las dificultades para controlar el crecimiento de los medios de pago, las elevadas tasas de interés, la creación de muy buenos sucedáneos del dinero y las persistentes expectativas de alta inflación, ayudaron a aumentar la velocidad-ingreso del dinero, que duplicó los valores del período 1965-1970, y triplicó las del período 1971-1973 (Zahler, 1980: sección 2). Además, durante este período los importadores pudieron ejercer un importante poder monopólico, retardando la caída de la tasa de inflación que debió haber estado asociada con la reforma arancelaria desde sus comienzos. De hecho, por la forma en que se pusieron en práctica las políticas monetaria y fiscal, la producción fue muchísimo más afectada que los precios: en 1975 el PGB descendió en 12.9% y durante 1975-1976 la tasa media de desempleo fue de 16.5%, casi el triple de su valor en los años sesenta.

Cuadro 1

CHILE: DINERO Y PRECIOS

(Cambio porcentual de diciembre a diciembre)

Año	Emisión	Dinero sector privado (M ₁)	Indice de precios al consumidor ^a	Indice de precios al consumidor ^b	Velocidad de ingreso del dinero (número de veces por año) ^c
1966	60.3	38.9	17.0	17.0	12
1967	21.1	25.1	21.9	21.9	12
1968	46.0	38.3	27.9	27.9	13
1969	41.8	35.2	29.3	29.3	13
1970	70.3	66.2	34.9	36.1	12
1971	132.7	113.4	22.1		8
1972	173.7	151.8	163.4	355.4 ^d	8
1973	461.6	363.0	508.1	605.9	10
1974	222.5	231.2	375.9	369.2	20
1975	312.9	257.2	340.7	343.3	24
1976	266.3	189.3	174.3	197.9	25
1977	94.4	113.5	63.5	84.2	20
1978	56.2	65.0	30.3	37.2	17
1979	44.9	57.8	38.9		20
1980	36.8	59.4	31.2		18
1981	-8.9	8.7	9.5		17
1982	-26.5	-9.0	20.7		18

Fuente: Banco Central de Chile (1979), (1983a), (1981), (1983b); Lüders (1982); INE (1983); Cortázar y Marshall (1980).

^aÍndice oficial de precios.

^bCalculado por Cortázar y Marshall (1980).

^cDefinido como el gasto del producto geográfico bruto dividido por M₁. Estas cifras corresponden a valores observados, que no son necesariamente de equilibrio.

^dInflación acumulada durante 1971-1972.

En la segunda etapa de la política de estabilización se combinó la visión monetarista de una economía cerrada con el intento de afectar las expectativas inflacionarias (y en un menor grado, los costos de producción) anunciando por anticipado una tasa decreciente de devaluación del peso frente al dólar.

Nótese que esta política no estabilizaba un tipo de cambio real. En lugar de ajustar el tipo de cambio en función de la inflación pasada, se intentó lo contrario: la tabla de devaluación programada debería influir en la tasa futura de incrementos de los precios. La política fue reforzada en junio de 1976 y marzo de 1977 cuando se efectuaron dos revaluaciones a las que siguió una importante caída en la tasa de inflación: se redujo desde 10% mensual a mediados de 1976 a menos de 4% hacia mediados de 1977. A esa fecha, el incremento anual del IPC fue inferior a 100% y hacia fines de 1978 la inflación anual era del orden de 30% a 40% (Cortázar y Marshall, 1980). Estas cifras eran ligeramente superiores al aumento de precios registrado en el decenio de 1960 y representaban un mejoramiento relativo frente a la inflación internacional de los períodos correspondientes. Sin embargo, la creciente apertura de la economía chilena comenzó a ser contradictoria con el criterio de que la oferta interna de medios de pagos podría ser controlada por la autoridad monetaria (Zahler, 1980: sección 2, 1-2). Dada la política monetaria ortodoxa que se aplicaba, la monetización de la afluencia de reservas internacionales y la creciente importancia del crédito orientado al sector privado exigieron que el sector público absorbiera una parte desproporcionada de los efectos de la política de estabilización.

La interpretación oficial de que las menores tasas de inflación serían el resultado del uso del tipo de cambio como instrumento de estabilización, sumada a la integración de la economía nacional al comercio mundial y a un presupuesto fiscal superavitario, condujeron a mediados de 1979, a un cambio en la política antiinflacionaria. Manteniendo su naturaleza monetarista, la política cambió de énfasis: en vez de orientarse a una economía cerrada cambió a una economía totalmente abierta. La nueva interpretación se basaba en la ley de un solo precio, y estaba íntimamente ligada al enfoque monetario de la balanza de pagos, según el cual, en una economía integrada al comercio internacional, el alza de precios internos, tiende a aproximarse, *ceteris paribus*, a la suma de la inflación mundial más la depreciación cambiaria. En junio de 1979, el tipo de cambio nominal se fijó en 39 pesos por dólar. Como no se esperaban problemas por el lado del presupuesto fiscal, la autoridad confió en que la inflación internacional impondría un tope al alza de precios internos. Desde esa fecha, y hasta junio de 1982, la política monetaria fue esencialmente pasiva, en que los movimientos de la base monetaria reflejaban principalmente la monetización de las variaciones en las reservas internacionales.¹⁷

Como consecuencia de esta política (y de reducciones anteriores en el crecimiento del dinero) el alza de precios disminuyó en 1980 y hacia fines de 1981 fue similar a la inflación internacional. Sin embargo, durante los primeros dos años de su aplicación (hasta mediados de 1981) la inflación interna fue superior a la internacional, lo que originó un deterioro significativo en el tipo de cambio real. Al parecer, las autoridades económicas no consideraron el hecho de que, en la época de aplicar esa política, la tasa de inflación interna podía haber sido más alta que la del resto del mundo o que, por efecto de demoras en el proceso de ajuste, la inflación interna podría exceder durante algún tiempo a la inflación internacional, y, tal como sucedió, el país podría terminar con un nivel de precios más elevado que el del resto del mundo.

Cabe señalar que la ley de un solo precio se refiere a la igualación de los niveles de precios entre un país y sus más importantes contrapartes comerciales. Sólo rige para las tasas de inflación (con tipos de cambio nominales fijos) en situaciones de equilibrio. En junio de 1979 no era ese el caso, tanto con respecto a los niveles de precios como a sus tasas de cambio, y la fijación nominal del precio del dólar creó una sobrevaluación sistemática del peso que estimuló un enorme déficit en la cuenta corriente, que sólo pudo ser financiado gracias a la extraordinaria afluencia de crédito internacional durante el período.

Cuando se registró el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos en 1980 y sobre todo en 1981, la explicación oficial fue que el sector privado había gastado demasiado, y puesto que el país estaba prácticamente bajo un sistema de patrón dólar, debería dejarse actuar el mecanismo del ajuste automático. Teóricamente, ello reduciría la oferta de dinero y elevaría las tasas de interés, presionando hacia la baja al gasto real interno y los precios de los bienes no transables de tal modo que la economía chilena tendería endógenamente a recuperar su capacidad de competencia internacional. Dada la magnitud del atraso cambiario, las políticas de reducción del nivel de gastos no fueron suficientes, haciéndose necesario introducir políticas de modificación de la composición del gasto entre bienes transables y no transables internacionalmente. Como la autoridad insistió en mantener un tipo de cambio nominal fijo, la única solución del problema de balanza de pagos (mejorar los precios relativos de los bienes transables) requería que los precios de los bienes no transables subieran menos que la inflación externa. En la práctica, por el bajo nivel de la inflación internacional, así como la revalorización del dólar, los precios de los bienes no transables, al igual que los salarios, tendrían que decaer en términos absolutos.

De hecho, los salarios (por motivos institucionales) y los precios así como las tasas de interés y los valores de los activos no fueron suficientemente flexibles a la baja. Aunque

la inflación descendió a los niveles internacionales (llegó a 9.5% en términos anuales en diciembre de 1981 y fue negativa en los primeros meses de 1982), la caída en la oferta monetaria (en 1982 M_1 disminuyó en 9% y la emisión se redujo en 27%) provocada por la pérdida de reservas internacionales, tuvo un gran impacto sobre la actividad económica y el empleo. El PGB bajó en 14.1% en 1982 y el desempleo abierto alcanzó un máximo en el tercer trimestre de 1982 cuando superó incluso la marca anterior registrada en 1975.

Al no haberse tomado medidas sobre el tipo de cambio, y con políticas monetarias y financieras pasivas, fue lenta la evolución de los precios relativos. Fueron de tal envergadura las caídas de la producción, el creciente desempleo, la acumulación de deudas y las quiebras generalizadas (atribuibles a la recesión y a tasas de interés extremadamente altas, agravadas éstas por la inflación casi nula) que el programa de estabilización acabó por derrumbarse. Después de usar el tipo de cambio como un instrumento de estabilización de precios durante casi tres años, a partir de junio de 1982 se suceden una serie de frecuentes y grandes devaluaciones. Desde entonces, se han ensayado diversos (y bastante contradictorios) medios para independizar los cambios en la emisión monetaria de la evolución del balance de pagos.

Aunque no siguió la inflación a la devaluación (el precio libre del dólar en diciembre de 1982 había subido en más de 100% comparado con su valor de junio, con controles de cambios y mercado paralelos que cobraban creciente importancia), ha sufrido un vuelco la tendencia inflacionaria de los dos años anteriores: el IPC subió en 10% en los tres meses siguientes a la primera devaluación y la inflación de 1982 duplicó a la de 1981.

En resumen, si bien es cierto que con las políticas de estabilización se logró que el alza de los precios bajara de cifras superiores al 600% en 1973 a tasas inferiores a la internacional durante los seis primeros meses de 1982, llegaron a ser excesivos los costos asociados a estas políticas, al comienzo en función de la recesión y el desempleo (Ramos, 1975), y luego (1980-1981), por sus efectos sobre el tipo de cambio real y sus repercusiones sobre la balanza de pagos, que a la postre se tradujeron en tasas más altas de desempleo y mayores pérdidas de producción que las de 1975.

Las reformas de liberalización económica¹⁸

Hubo muchas e importantes innovaciones en política económica chilena; la privatización de empresas públicas y del sistema de previsión social, una reforma radical de los aspectos institucionales y jurídicos de las organizaciones sindicales y de la tributación así como una reorientación de la función del gobierno. Por razones de espacio el análisis siguiente se centrará en los efectos macroeconómicos de lo que se estima han sido las principales reformas económicas en el Cono Sur: las que afectan al sector externo y permiten la búsqueda de ventajas comparativas, y la integración de los mercados financieros nacionales a la economía mundial; esto último relacionado con la liberalización del mercado de capitales internos.

La apertura comercial

Al adoptar una estrategia de desarrollo basada en los beneficios del libre comercio internacional (vinculados al análisis de un país pequeño en la literatura sobre el desarrollo económico) y dadas las características del comercio exterior de bienes y servicios no financieros en Chile a fines de 1973, las autoridades decidieron implementar una reforma de fondo en este campo. Hubo una reducción y simplificación de los reglamentos que afectaban al comercio exterior, una rápida eliminación de todas las barreras no arancelarias, una reducción y una estandarización rápida y progresiva de los aranceles, y la eliminación de todo criterio de asignación de recursos para el comercio exterior distinto

del arancel y el precio de la divisa. En octubre de 1976 la reforma arancelaria y una nueva legislación sobre la inversión extranjera llevaron al país a abandonar el Grupo Andino, mercado común en que Chile era relativamente competitivo y al que pertenecía desde sus comienzos en 1969. Aunque el programa arancelario fue revisado en más de una ocasión, la reforma comercial se completó rápidamente puesto que en menos de cinco años casi todas las importaciones (salvo principalmente los automóviles) quedaron afectas a un arancel uniforme de 10% (cuadro 2).

El otro componente fundamental de una reforma comercial se relaciona con la evolución histórica del tipo de cambio real. En esta materia, la política fue menos clara y estable que la rebaja arancelaria y tuvo distintos objetivos durante el proceso de la reforma. De octubre de 1973 a junio de 1976, después de una importante devaluación inicial, predominó una política de minidevaluaciones, complementada con reajustes ocasionales y discretos del tipo de cambio. El objetivo principal durante ese período fue unificar el tipo de cambio para todas las transacciones, lo que se perfeccionó durante el tercer trimestre de 1975. En junio de 1976 el peso fue revaluado en 10% argumentándose el mejoramiento experimentado por el tipo de cambio real en los dos años anteriores, el efecto monetario de la acumulación de reservas, y el posible impacto antiinflacionario de esta medida al disminuir tanto el costo de las importaciones como las expectativas inflacionarias. En marzo de 1977 el peso fue revaluado en un 10% nuevamente. Como se ha mencionado, de junio de 1976 a junio de 1979 el tipo de cambio se utilizó principal-

Cuadro 2

CHILE: ARANCELES NOMINALES, 1973-1979

(Porcentajes sobre valores cif)

<i>Año</i>	<i>Fecha</i>	<i>Arancel medio</i>	<i>Arancel máximo^a</i>
1973	31 diciembre	94	Más de 500
1974	1 marzo	90	200
	27 marzo	80	160
	5 junio	67	140
1975	16 enero	52	120
	13 agosto	44	90
1976	9 febrero	38	70
	7 junio	33	60
	22 diciembre	27	60
1977	8 enero	24	50
	30 abril	22	50
	29 agosto	20	35
	diciembre	16	25
1978	marzo	15	20
	junio	14	20
	diciembre	12	15
1979	junio	10	10

Fuente: Zahler (1980: 134, cuadro 6).

^a Hay un pequeño número de excepciones al arancel máximo, siendo el más importante el que afecta a los vehículos motorizados.

mente como instrumento antiinflacionario, uso que se acentuó a partir de junio de 1979 y hasta junio de 1982, al dejar constante el tipo de cambio nominal. Después de mediados de 1982, se puso en práctica un amplio (y confuso) abanico de políticas cambiarias.

El tipo de cambio real ha fluctuado significativamente en el período 1975-1982 (cuadro 3). En los primeros años de la reforma comercial fue relativamente alto comparado con los niveles de 1971-1973, lo que, junto con la influencia de la rebaja arancelaria sobre el menor costo interno de las materias primas, bienes intermedios y otros insumos importados, estimuló la producción de bienes exportables y el consumo de bienes importados. Como se esperaba de la reforma comercial, las exportaciones e importaciones de bienes, en proporción del PGB, subieron de menos de 15% en 1961-1970 a más de 22% en 1974-1981.¹⁹

Cuadro 3

CHILE: EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS

(Indices promedios: 1974=100)

Año (promedios)	Tipo de cambio nominal	Precios mayoristas productos nacionales	Precios al por mayor de los Estados Unidos	Tipo de cambio real ^a [(1)/(2)] (3)
	(1)	(2)	(3)	(4)
1974	100	100	100	100
1975	595	590	108	109
1976	1 580	1 920	114	94
1977	2 607	3 514	121	90
1978	3 828	5 097	130	98
1979	4 473	7 735	146	84
1980	4 715	10 793	166	73
1981	4 715	11 906	180	71
1982	6 164	12 907	183	87

Fuente: Banco Central de Chile (1983b); FMI (1982, 1983).

^aOtros cálculos del tipo de cambio real se dan en Corbo (1982, cuadro 1) y CEPAL (1982b, cuadro 16).

Las cifras anuales muestran una gran variabilidad y deben evaluarse con cautela. Las importaciones crecieron a un ritmo mucho más acelerado que las exportaciones: de 1977 a 1981 el promedio anual del volumen de las exportaciones creció en menos de 8%, en circunstancias que las importaciones subían en cerca del 20% (cuadro 4). Las razones se encontrarían en primer lugar en la sistemática apreciación del tipo de cambio real, desde mediados de 1978. Relacionado con ello, estuvo la superabundancia de crédito en el mercado financiero mundial, y las políticas monetaria y crediticia internas que estimularon el endeudamiento externo y la afluencia de capitales hacia la economía chilena sobre todo a partir de 1979. Se propendió así a generar un déficit en la balanza comercial por dos vías: el incremento del gasto (por la monetización de la afluencia de reservas internacionales) y el cambio en el precio relativo a favor de los bienes no transables, no sólo por el efecto de la abundancia de divisas sobre el atraso cambiario, sino por el impacto que tuvo sobre el alza de precios de los productos nacionales, que absorbían el grueso de las presiones inflacionarias derivadas del exceso de oferta de dinero generado por la entrada de capitales.

El uso del tipo de cambio como mecanismo antiinflacionario comenzó antes de 1979, con devaluaciones menores que las alzas de precios precedentes e incluso con

Cuadro 4

CHILE: BALANCE COMERCIAL Y RELACION DE PRECIOS
DEL INTERCAMBIO*(Tasas de variación)*

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Exportaciones de bienes (valor)	-26.1	33.1	3.3	12.6	55.9	22.7	-18.4	-3.3
Importaciones de bienes (valor)	-20.1	-3.1	46.0	34.2	45.2	30.5	19.1	-44.1
Exportaciones de bienes (volumen)	1.8	21.5	3.8	7.3	19.1	9.2	-3.7	16.6
Importaciones de bienes (volumen)	-34.1	-4.5	31.4	24.1	18.2	4.7	11.1	-39.3
Relación de precios del intercambio	-39.6	7.4	-10.3	-2.8	7.3	-8.3	-21.2	-10.8

Fuente: CEPAL (1982b, pág. 25, cuadro 17); CEPAL (1983b, pág. 13, cuadros 8, 9 y 11).

algunas revaluaciones imprevistas. Sin embargo, sólo cuando el presupuesto del sector público pareció estar bajo control, y lo que es más, cuando se estimó que no había restricciones financieras externas ni inmediatas ni previsibles debido a la extraordinaria afluencia de créditos bancarios externos, las autoridades económicas pusieron todo su empeño en reducir la tasa de inflación con la fijación del tipo de cambio nominal.

La política cambiaria, reforzada por la superabundancia de capitales extranjeros, creó un efecto de sustitución de precios a favor del consumo de bienes transables pero en contra de su producción. Este resultado asimétrico podría también obedecer al hecho de que las señales para liberar recursos de la producción de bienes sustitutos de las importaciones y estimular su consumo —como la general y creciente incertidumbre en cuanto al mantenimiento de aranceles bajos y parejos y el tipo de cambio fijo— fueron captadas por los agentes económicos de este sector en forma más nítida y expedita que en el sector de los bienes exportables. Además era evidente hacia fines de 1973 una gran demanda contenida de productos importados que intentaría satisfacerse en el futuro. Por otro lado, la inestabilidad del tipo de cambio en los primeros años y su continuo deterioro posterior, unida a tasas de interés muy altas y una política de salarios incongruente, redujo las utilidades del sector exportador y su potencial de crecimiento. Por último, la revaluación del dólar en relación con otras importantes monedas en 1980 y 1981 también contribuyó a mermar la capacidad de competencia de la economía chilena.

En realidad el proceso chileno de apertura económica al exterior se identifica más claramente (y correctamente) con una liberalización de las importaciones que con la promoción de las exportaciones. Por su neutralidad y extrema confianza en las ventajas comparativas, el gobierno no puso en práctica ninguna política explícita de promoción de exportaciones. Si bien es cierto que las exportaciones no tradicionales registraron un marcado crecimiento, su participación en el PGB sólo subió en cinco puntos entre 1970 y 1980 (French-Davis y Arellano, 1981:9) aparte que, por su escasa importancia inicial, no representaban una fuente importante de crecimiento para la economía chilena. En efecto, con la sola excepción de 1976 —único año en que hubo superávit en la cuenta corriente— el crecimiento del producto interno bruto en el sector de bienes no transables siempre excedió al del sector de transables (Corbo, 1982:26, cuadro 3).

La evolución señalada de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios no financieros se tradujo en un déficit comercial que se elevó de 267 millones de dólares en 1977 a un promedio anual de 640 millones de dólares en 1978-1979, 1 056 millones de dólares en 1980 y un máximo de 3 366 millones de dólares en 1981.

Desde una perspectiva macroeconómica global, la lección más importante que se desprende de la política chilena de apertura comercial es que si se desea aumentar la integración de la economía a los mercados mundiales (y no sólo por la vía de las importaciones), habría de prestar mayor atención no sólo a la velocidad e intensidad de la rebaja arancelaria y a los niveles y la composición final del arancel, sino muy especialmente a la trayectoria temporal del tipo de cambio real y otros importantes precios macroeconómicos, como la tasa de interés y los salarios.

La liberalización financiera

Mientras que la apertura comercial fue relativamente rápida y se basó en esencia en la remoción de todas las barreras no arancelarias y en el uso de los precios como instrumento de asignación de recursos, la apertura financiera tuvo características muy diferentes, ya que las autoridades económicas temían el posible impacto inflacionario y los efectos en la balanza de pagos que podría tener la apertura repentina de la cuenta de capitales (Tapia, 1979). Esta inquietud se agudizó después de liberalizar aceleradamente el mercado de capitales interno a mediados de 1975. Esta reforma se basó en la privatización de la mayoría de los bancos chilenos, la eliminación de las restricciones tanto selectivas como cuantitativas sobre el crédito bancario, y el estímulo a la competencia dentro del sistema financiero al abrir dicho mercado tanto a bancos nacionales y extranjeros como a instituciones financieras no bancarias (financieras, fondos mutuos, etc.). Un complemento fundamental de lo anterior fue la eliminación de todo tipo de controles a las tasas de interés, las que fueron determinadas por las fuerzas del mercado.

A consecuencia de la liberalización del mercado de capitales interno —en una economía caracterizada por altas tasas de inflación efectiva y esperada, en que el gobierno intentaba aplicar políticas monetarias restrictivas y privatizar gran número de empresas (productivas y financieras) estatales mientras el país tenía poco acceso global al ahorro externo— la tasa de interés real se disparó a niveles extraordinarios y llegó entre 1976 y 1978 a superar el 50% anual para las colocaciones. A esto se suman amplísimos márgenes entre las tasas activas y pasivas, resultado del proceso inflacionario, elevadas tasas de encaje, altos costos de operación para algunos intermediarios financieros, y grandes utilidades del sistema financiero durante los primeros años de la reforma. Las tasas pasivas, canceladas a los depositantes, aunque positivas, fueron mucho más bajas que las de las colocaciones (cuadro 5).

La diferencia entre la tasa de interés interna (en dólares) y la tasa de interés internacional fue tan grande (en relación a la tasa LIBOR, esa diferencia fue de 112% anual en 1976, 52% en 1977 y 42% en 1978) que, temiendo que se produjeran entradas masivas de capitales con su impacto sobre la economía chilena, las autoridades resolvieron primero aplazar y luego poner en práctica en forma más bien gradual la apertura financiera al exterior (Zahler, 1980).²⁰

La apertura en lo financiero no sólo fue más lenta que la ocurrida en el comercio internacional, sino que también se apartó radicalmente del enfoque general seguido en casi todos los demás sectores de la política económica. Hubo un tratamiento diferente, especialmente hasta mediados de 1977, para los bancos en relación a las personas naturales y las empresas no bancarias. Estas últimas realizaban transacciones financieras externas al amparo del artículo 14 de la Ley de Cambios Internacionales con importantes restricciones, que han variado con el tiempo, en relación con los montos y los plazos

Cuadro 5

CHILE: TASAS DE INTERES DEL SISTEMA BANCARIO A 30 DIAS

(Tasa interna en su equivalente anual)

	Nominal (pesos)			Real ^a (pesos)			Nominal ^b (dólares)			LIBOR
	Coloca- ciones	Capta- ciones	Margen	Coloca- ciones	Capta- ciones	Margen	Coloca- ciones	Capta- ciones	Margen	
1975	411.3	267.4	143.9	16.0	-16.6	32.7	0.4	-27.9	28.3	7.2
1976	350.7	197.9	152.7	64.3	8.6	55.7	118.5	44.4	74.2	6.1
1977	156.4	93.7	62.7	56.8	18.4	38.3	58.4	19.6	38.8	6.4
1978	85.3	62.8	22.6	42.2	24.9	17.3	51.1	32.7	18.4	9.2
1979	62.0	45.0	16.9	16.6	4.4	12.2	40.5	25.9	14.7	12.1
1980	46.9	37.4	9.4	11.9	4.8	7.2	46.9	37.4	9.4	14.0
1981	51.9	40.8	11.1	38.7	28.6	10.1	51.9	40.8	11.1	16.6
1982	63.1	47.8	15.3	35.1	22.5	12.7	-12.1	-20.4	8.2	13.6

Fuente: Banco Central de Chile (1982b), (1983b).

^a Metodología similar a la de Zahler (1980: cuadro 8).

^b Metodología similar a la de Zahler (1980: cuadro 9).

mínimos de los préstamos del exterior. El capital y las reservas de los bancos limitaban su acceso al financiamiento externo, así como su capacidad para otorgar garantías. Sólo en el segundo trimestre de 1979, y de manera parcial, se introdujo el mecanismo de precios para racionar la entrada de capitales, en la forma de un depósito en el Banco Central, cuya tasa era inversamente proporcional al período del préstamo. En junio de 1979 se eliminaron los límites globales a los préstamos externos aunque se mantuvo el plazo mínimo para préstamos en virtud del artículo 14 y ciertos límites a la capacidad de los bancos para otorgar garantías.

La forma en que evolucionó la apertura financiera gradual se tradujo en la práctica en un predominio de los controles cuantitativos sobre la entrada de financiamiento externo durante casi todo el período, con tendencia hacia su gradual liberalización. A consecuencia de estas políticas, no se observan, durante los primeros años, altos niveles de endeudamiento externo. Sin embargo, al imponer el patrón general de privatización de las actividades, se limitó severamente el acceso de las empresas públicas y del gobierno central (que suelen obtener las mejores condiciones) al financiamiento externo, lo que originó un importante cambio en la composición de la deuda externa (cuadro 6). El haber restringido el acceso del sector público al financiamiento externo, al tiempo que se estimulaba, por acción o por omisión, el acceso de determinados grupos del sector privado, tuvo importantes efectos redistributivos.

En 1975-1981 la deuda externa del sector público aumentó en un 5% anual en tanto que la del privado crecía en más de diez veces esa cifra. En 1974 la deuda externa del sector privado representaba 14% de la deuda total; hacia 1981, su participación había subido al 65%. Lo que es más, cerca del 90% de las entradas de capital de 1981 estaban destinadas al sector privado chileno. Es interesante señalar que se discriminó en contra del sector público en relación con el privado al no tener aquel igual acceso al financiamiento externo (menos costoso) e imponerse una particular política de estabilización.²¹ Mientras se estimulaba a algunos grupos del sector privado a endeudarse en el exterior, lo que creaba presiones inflacionarias por efecto de la monetización de las reservas internacionales, el peso de la política de estabilización recayó directamente sobre el sector público por los programas destinados a reducir su déficit, e indirectamente sobre el sector laboral, por las altas tasas de desempleo.

Cuadro 6

CHILE: DEUDA EXTERNA^a POR SECTORES

(Millones de dólares)

	<i>Deuda pública</i>		<i>Deuda privada</i>		<i>Deuda total</i>
	<i>Total</i>	<i>Porcentajes</i>	<i>Total</i>	<i>Porcentajes</i>	
1973 diciembre	2 984	80.0	749	20.0	3 733
1974 diciembre	3 788	86.0	615	14.0	4 403
1975 diciembre	4 068	83.8	786	16.2	4 854
1976 diciembre	3 762	79.7	958	20.3	4 720
1977 diciembre	3 917	75.3	1 284	24.7	5 201
1978 diciembre	4 709	70.7	1 955	29.3	6 664
1979 diciembre	5 063	59.7	3 421	40.3	8 484
1980 diciembre	5 063	45.7	6 021	54.3	11 084
1981 diciembre	5 490	35.3	10 077	64.7	15 567
1982 diciembre	6 660	34.4	10 487	65.6	17 153

Fuente: Apiolaza (1982: 42).

^a Las cifras de deuda externa corresponden a montos efectivamente desembolsados y pendientes de pago a fines de cada año. Incluye la deuda tradicional y otros pasivos, como créditos de proveedores y créditos financieros al sector privado y líneas de crédito de corto plazo. No se incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional.

De 1975 a 1978, como la cuenta de capitales estaba relativamente cerrada, y/o había desconfianza en los círculos financieros internacionales en torno a la solvencia crediticia del país, la deuda externa global creció moderadamente, a una tasa media anual de 12%. Sin embargo, en 1979, se aceleró la apertura financiera y ello junto con la abundante disponibilidad de liquidez privada internacional, escaso grado de compromiso de los bancos extranjeros en Chile, persistencia de grandes diferencias entre las tasas de interés del mercado de capitales chileno y el internacional, la nueva política cambiaria y la generalizada fe en torno al "milagro económico chileno", facilitaron y estimularon tanto la oferta como la demanda de financiamiento internacionales hacia y desde Chile.

De 1977 a 1981 las entradas de capitales compensaron holgadamente el déficit en la cuenta corriente, lo que permitió un aumento constante de las reservas internacionales del país. Sin embargo, la deuda externa también fue creciendo: subió de 4 900 millones de dólares a fines de 1975 a 15 600 millones de dólares en 1981, y a fines de 1982 alcanzaba a 18 000 millones de dólares. La deuda externa aumentó en 27% en 1979 y en 31% y 40% en 1980 y 1981, respectivamente; al término de 1980-1981 representaba alrededor del 50% del PGB. En 1982 la suma de amortizaciones más intereses representaban alrededor del 85% de las exportaciones chilenas. (En 1975-1980, esta cifra llegó, en promedio, a 42% y se elevó a 55% en 1981.)

La creciente deuda externa, contraída principalmente con bancos internacionales privados a tasas variables de interés, explica la separación cada vez mayor entre el déficit de la cuenta comercial y el de la cuenta corriente. Este último representaba más de 4% del PGB en 1974-1979, (2.6% en el decenio de 1960); subió a 7.9% en 1980 y a más del doble, con un máximo de 16.5% del PGB, en 1981. Se han propuesto diferentes interpretaciones en cuanto a calificar la enorme afluencia de capitales en 1980, y sobre todo en 1981 (13% y 17% del PGB, respectivamente) de causa o de efecto del déficit creciente en la cuenta corriente.

Aunque existían fundadas interrogantes en torno a la solidez y la estabilidad del sector externo chileno, y al mantenimiento del tipo de cambio fijo, la interpretación de las autoridades económicas fue extremadamente simple. Dadas las transformaciones estruc-

turales generadas por la nueva política económica, el hecho de que el presupuesto del sector público estuviera equilibrado y aún con superávit, que el tipo de interés se rigiera por las fuerzas del mercado y que fuera el sector privado el principal deudor con el exterior, se sostuvo que el déficit de la cuenta corriente era síntoma de una economía sana y floreciente en que abundaban proyectos de inversión socialmente eficientes y privadamente rentables. En todo caso, como el grueso del endeudamiento estaba constituido por obligaciones del sector privado, las autoridades económicas, así como algunas instituciones financieras internacionales, argumentaban que no tenía importancia la nacionalidad de los agentes (privados) comprometidos en dichas transacciones. Sólo los préstamos externos destinados al sector público podrían ser motivo de preocupación gubernamental; en cambio los contraídos por el sector privado chileno no eran inquietantes sino bienvenidos, dada la confianza que se cifraba en la racionalidad y eficacia con que el sector privado usaría dichos recursos.²²

La realidad defraudó el paradigma teórico oficial. Pese a la liberalización del mercado interno de capitales y a la aceleración posterior de la apertura financiera al exterior, no se llegó nunca ni cerca de la tasa de interés de paridad. En 1976-1981 la tasa LIBOR media anual fue 11%; las tasas internas equivalentes ascendían a 33% (para los depósitos) y 61% (para los préstamos). En 1980-1981 cuando ingresaron al país enormes corrientes de capital, las tasas internas pasivas y activas fueron más del doble y del triple, respectivamente, de la tasa LIBOR. Aunque desapareció la represión financiera (a lo McKinnon) las tasas de interés real subieron tanto y se volvieron tan fluctuantes que debió haber sido obvio su perjudicial impacto sobre la inversión y el crecimiento de la economía chilena.

Las tasas reales de interés anual para las colocaciones en 1976-1981 promediaron un 38%, con violentas fluctuaciones (desde 12% en 1980 a 64% en 1976). Las imperfecciones de y sobre todo la segmentación de los mercados de capitales internos y externos, los costos de arbitraje, la naturaleza oligopólica de la banca interna, las expectativas de devaluación e inflación, la existencia de activos no transables internacionalmente y el hecho que las economías pequeñas no gozan de curvas infinitamente elásticas en la oferta de financiamiento externo son los principales factores que explican los elevados niveles de las tasas de interés y los desusados márgenes que acusaban. Además, la demanda interna de crédito se expandió fuerte y artificialmente a consecuencia de las necesidades de algunos grupos económicos que aplicaron técnicas de malabarismo financiero para incrementar su tamaño y poder o para financiar sus empresas no bancarias.²³

La posibilidad casi cierta de ganancias especulativas, gracias a la diferencia entre las tasas de interés interna y externa, estimuló la afluencia de capitales de una manera no considerada en el enfoque monetario tradicional del balance de pagos. Por consiguiente, un resultado inesperado de la integración financiera creciente del país en la economía mundial, fue frenar la evolución dinámica de las exportaciones y estimular en forma extraordinaria las importaciones, con las consecuencias obvias sobre el balance de pagos, el empleo y la producción. La tesis de que no importa el saldo de la cuenta corriente y que sólo el saldo global del balance de pagos y el movimiento de las reservas internacionales son atinentes como factores determinantes o mecanismos para lograr el ajuste de la economía resultó errónea, si, como sucedió, no hubo una evaluación adecuada de los efectos del exceso de oferta de las reservas y consecuentemente del dinero doméstico. Evidentemente no es lo mismo un dólar obtenido por exportaciones que con endeudamiento externo, ni tampoco es indiferente el uso que se le dé a las divisas que el país recibe. Una vez más la excesiva confianza en los supuestos tanto teóricos (interpretación ingenua del enfoque monetario del balance de pagos y aceptación acrítica del buen funcionamiento de los mercados "libres") como ideológicos (lo que haga el sector privado lo hace bien) del

modelo llevó a la inacción de las autoridades económicas en áreas y situaciones que terminaron siendo impedimentos cruciales para el buen funcionamiento de la economía.

Hacia fines de 1981, Chile ocupaba el quinto lugar como deudor de los bancos internacionales privados entre los países en desarrollo. El ahorro externo, sin embargo, en vez de complementar el ahorro interno fue usado para financiar gastos de consumo. Asimismo, fue utilizado en gran proporción por grandes grupos económicos privados para adquirir activos reales existentes y financiar sus empresas no bancarias a costos muy inferiores a los del mercado interno de capitales.

Estos tres elementos: desequilibrio externo, insuficiente acumulación de capital y el papel desempeñado por los grupos económicos con relación al uso del financiamiento externo, tuvieron profunda influencia en los resultados generales del proceso de liberalización financiera. Como las autoridades económicas no aplicaban los controles debidos, aparecía y se desarrollaba una gestión bancaria dudosa que derivó en prácticas bancarias imprudentes. A fines de 1981 y en 1982 la recesión internacional magnificó los problemas de la economía chilena y también fue causa de la creciente proporción de cartera vencida que socavaba las ya debilitadas bases del sistema financiero chileno.

Por último, se advierte una discrepancia entre los anuncios oficiales sobre las reglas del juego en el sector financiero y las políticas reales y concretas de la autoridad económica. A comienzos de 1977, cuando el Banco Osorno y la Unión estaba en dificultades, fue intervenido por el gobierno sin pérdidas para los depositantes o acreedores. Más tarde, en mayo de 1981, siguiendo a la quiebra de una importante compañía azucarera (CRAV), el gobierno apoyó a los bancos y financieras involucradas con esa compañía. Finalmente, en noviembre de 1981, cuatro bancos y algunas financieras fueron intervenidas por el Banco Central, debido, nuevamente, a dificultades en cumplir sus compromisos financieros. Estas acciones gubernamentales reflejan el fracaso del modelo económico, ya que el mercado no había asignado eficientemente los recursos disponibles. Como el gobierno no permitía las quiebras bancarias, se implantó una política no neutral que favorecía a los acreedores externos y a los depositantes nacionales.

Con la primera devaluación de mediados de 1982, se aplicaron controles y otras restricciones de cambios, junto con diferentes políticas cambiarias. Ello agravó la crisis chilena y afectó la solvencia crediticia del país, lo que, sumado a la incertidumbre general en que se desenvolvían las operaciones de la banca internacional en la región, provocó una caída considerable en la afluencia de capitales externos. En 1982 decreció en más de 70% con respecto a 1981 y las reservas internacionales descendieron en 1 500 millones de dólares. En enero de 1983, ante la inminente posibilidad de que cundieran las quiebras en el sistema financiero, el gobierno intervino masivamente a bancos y financieras, con lo que de hecho, quedó cerca del 70% del sector financiero chileno bajo control estatal. Ese fue el golpe definitivo a la concepción general y a la implementación de la reforma financiera chilena.

La falta de controles gubernamentales adecuados en el mercado de capitales chileno, tanto con relación a sus prácticas como a sus agentes, el uso del financiamiento externo por unos pocos grupos económicos, acentuado por las diferentes características y velocidad de la reforma del mercado de capitales interno y de la apertura financiera externa, una política cambiaria equivocada, y el tratamiento oficial concreto (a diferencia del teórico o declarado) del sector financiero, en que se salvaba la mayoría de los depositantes y se garantizaba de hecho la deuda externa contraída por el sector privado, fueron los principales elementos a que obedece el fracaso del programa de la liberalización financiera en Chile.

En resumen, las reformas financieras, por su forma de aplicación, no fomentaron el ahorro interno. Además la inversión fue muy inferior a la de los años pasados, el sistema financiero está técnicamente en bancarrota y la deuda externa ha alcanzado niveles

excesivamente altos. Se ha perdido confianza en la privatización y los mercados autorregulados —reglas fundamentales del juego en los años de la bonanza económica— y el dogmatismo y la ingenuidad del modelo económico han tenido gravísimas consecuencias para la economía chilena.

VI Otros resultados de la política económica

Crecimiento, inversión y ahorro

La tasa anual de crecimiento acumulada del PGB chileno fue 1.5% en 1974-1982. Este valor es muy bajo comparado con el promedio de 4.3% para América Latina, e incluso con el ritmo de crecimiento alcanzado por la economía chilena en el decenio de 1960 (4.2%) (cuadro 7). En promedios per cápita, no ha habido crecimiento alguno en estos años. Estos resultados ofrecen un marcado contraste con las esperanzas cifradas por sus partidarios en la nueva política económica, de que haría crecer al país a tasas mucho más altas que las de

Cuadro 7
CRECIMIENTO, INVERSION Y AHORRO

Año	Producto interno bruto		Chile		
	Chile (tasa de crecimiento media anual en porcentajes)	América Latina (tasa de crecimiento media anual en porcentajes)	Inversión bruta (en porcentaje del PIB)	Ahorro interno (en porcentaje del PIB)	Ahorro interno (en porcentaje de la inversión bruta)
1961	4.8	4.3	20.0	10.1	50.6
1962	4.7	3.5	21.4	10.6	49.3
1963	6.3	7.3	23.1	11.2	48.2
1964	2.2	5.1	21.4	15.1	70.5
1965	.8	4.7	19.9	16.4	82.5
1966	11.2	4.5	18.5	21.1	114.1
1967	3.2	6.9	18.3	18.2	99.8
1968	3.6	7.1	19.3	18.6	96.4
1969	3.7	6.8	19.6	21.1	107.7
1970	2.1	6.7	20.4	21.6	105.9
1971	9.0	6.8	18.3	17.8	97.4
1972	-1.2	7.0	14.8	10.4	69.9
1973	-5.6	8.3	14.7	9.5	64.7
1974	1.0	7.0	17.4	25.3	145.6
1975	-12.9	3.8	15.4	8.5	54.9
1976	3.5	5.4	12.7	15.4	121.6
1977	9.9	4.8	13.3	10.7	80.2
1978	8.2	5.1	14.5	11.6	80.5
1979	8.3	6.5	15.6	13.7	88.0
1980	7.5	5.9	17.6	15.5	87.1
1981	5.7	1.5	19.1	8.5	44.2
1982 ^a	-14.3	-1.0	14.0

Fuente: CEPAL (1983); Banco Central de Chile (1982a).

^aEstimación provisional.

los treinta años anteriores (1940-1970) cuando el PGB registró una tasa media anual de 4.0%. Como era de esperar, los distintos sectores muestran una evolución muy diferente. En 1974-1981 el valor agregado por la comercialización de importaciones y por el sector financiero se elevó anualmente, en promedio, en 16.2% y 13.6%, respectivamente, mientras que el PGB total, excluidos estos sectores, crecía en menos de 2.0% (Ffrench-Davis, 1982: cuadro 3.) Como las importaciones han sido cubiertas más bien por el financiamiento externo que por el aumento de las exportaciones y el alza en el valor agregado por las instituciones financieras obedece fundamentalmente al margen excesivo entre las tasas de interés de colocación y captación (Ffrench-Davis, 1982: parte 3) y ambas situaciones no pueden sostenerse al ritmo de esos años, se plantean importantes y fundadas dudas acerca de la capacidad del país para lograr, en el mediano y largo plazo, altas tasas de crecimiento y cumplir con el servicio de la deuda externa.

En un sector conexas, en que los gestores de las políticas confiaban en que el país registraría un gran avance gracias a una mejor asignación de recursos, la realidad nuevamente echó por tierra el modelo teórico. Entre 1974 y 1981 la formación bruta de capital no alcanzó al 16% del PGB y fue inferior en 25% al promedio de los años sesenta. Estos ritmos de inversión son también muy bajos si se comparan con lo ocurrido en los países de reciente industrialización del sudeste asiático, en que se alcanzó un promedio del 30%.

Según las autoridades, las altas tasas de crecimiento de la economía chilena entre 1976 y 1980 eran fruto de una mejor asignación de los recursos de inversión; hoy parecen más bien resultado de la recuperación después del desplome de la producción ocurrido en 1975, y del hecho de que los sectores "líderes" de la economía chilena podrían mantener altas tasas de crecimiento por algún tiempo, con escasos aportes de nuevo capital.

Numerosas razones explican los bajos niveles de inversión. Para empezar, la inversión extranjera directa no adquirió mayor significación durante el período pese a las políticas destinadas a promoverla y las expectativas de que en un medio liberal habría buenas oportunidades de inversión, especialmente en el sector exportador.²⁴ Pero en realidad la inversión extranjera fue pequeña y los flujos financieros dominaron por completo en las transacciones de capital con el exterior. Aunque este fenómeno se dio en la mayoría de los países de menor desarrollo relativo en los últimos años, al parecer el tipo de cambio sobrevaluado de Chile fue un importante impedimento directo para la inversión extranjera.

En el plano nacional, decayó también abruptamente la inversión pública, de tradicional importancia en las empresas públicas, la infraestructura y la vivienda, obedeciendo a la política de estabilización y a los prejuicios ideológicos del equipo económico oficial en contra del gasto público. La inversión del gobierno (excluida la de las empresas públicas), que a fines del decenio de 1960 se acercaba al 9% del PGB, descendió a un promedio de 6.7% en 1974-1977, y bajó a menos de 4% del PGB en 1978-1979.²⁵

La inversión privada nacional no alcanzó a compensar la caída de la inversión pública. Por una parte una proporción importante de la acumulación privada, se destinó a la compra de empresas, reales o financieras, ya existentes, proceso estimulado por el programa de privatización. Por otra parte, la persistencia de tasas de interés altas e irregulares en todo el período desalentó a las empresas privadas a la realización de proyectos de inversión de cierta envergadura. Por último, la reforma financiera no generó un financiamiento de largo plazo adecuado, elemento primordial para el proceso de desarrollo: la gran mayoría de los préstamos y los depósitos eran sólo a treinta días y casi nunca excedían un plazo de 180 días.

Otro elemento que no debe olvidarse es la gran transformación que sufrió la estructura de las importaciones en este período y que afectó el proceso de acumulación de

capitales. Cuando se puso en práctica la apertura comercial, la economía presentaba un exceso evidente de demanda de bienes de consumo, especialmente duraderos. Antes de la reforma arancelaria, las importaciones de bienes de capital estaban gravadas con aranceles muy bajos y podían financiarse con créditos subvencionados de largo plazo. Por lo tanto, la apertura comercial, junto con el abundante crédito de uso general durante el período, no tuvo un efecto neutro sobre la importación de bienes de capital en relación a los de consumo. Comparadas con la situación antes de la reforma, las importaciones de bienes de consumo eran relativamente más baratas que las de bienes de capital; en 1975-1981 el crecimiento (nominal) acumulado de importaciones de bienes de capital fue de 150% en tanto que el de bienes de consumo fue de 1 300%.

Desde el punto de vista de la disponibilidad de fondos para préstamos, aparte el corto plazo de los depósitos, la experiencia chilena demuestra otros aspectos notables. A pesar de que las tasas de interés alcanzaron valores reales positivos, el ahorro nacional total, como proporción del PGB, promedió 12% en 1975-1981 habiendo superado el 16% en el decenio de 1960. Aunque aumentó el ahorro financiero, lo que era de esperar después de la liberalización del mercado de capitales, el ahorro no financiero disminuyó en una proporción mayor. Con este fenómeno se relacionaba la mayor disponibilidad de bienes de consumo importados, a precios relativamente bajos, la que, sobre todo en 1980 y 1981, estimuló el gasto en consumo. Además, no sólo no hubo ningún intento de fomentar el ahorro institucional (para la vivienda, salud y educación) típicamente de largo plazo y dirigido específicamente a incrementar la inversión en capital físico o humano, sino que, por el contrario dada la importancia del gobierno en algunas instituciones de ahorro antes de las reformas estas inversiones fueron sistemáticamente minimizadas. Por último, y quizás la razón más importante fue que el ahorro externo no complementó sino que sustituyó al ahorro interno, financiando el consumo más bien que la inversión. Mientras que en 1965-1970 el ahorro interno financiaba toda la inversión nacional, en 1975-1981 lo hacía en un 80% y en 1981 en menos de 44%.

Empleo, salarios reales y redistribución de la riqueza

Una de las áreas más críticas ha sido la evolución del mercado de trabajo (Cortázar, 1982a; 1982b). Antes de 1974, la tasa de desempleo era de alrededor del 6%. De 1974 a 1981 se elevó a más del doble, con un promedio de 13.3% (cuadro 8); si se incluyen los trabajadores del Plan de Empleo Mínimo (PEM) —programa de emergencia destinado a aliviar los efectos del desempleo masivo con salarios no superiores a 30 dólares por mes— el desempleo entre 1974 y 1981 triplica su cifra histórica. En 1982 la tasa de desempleo abierto alcanzaba a 22.1%, y si se incluye a los trabajadores del PEM, cerca de un tercio de la fuerza de trabajo habría estado sin empleo productivo en ese año.

La economía no pudo, evidentemente, generar empleos adecuados para la fuerza trabajadora chilena, lo que dio origen a diversas y fuertes críticas, no sólo por sus repercusiones económicas, sino por sus consecuencias éticas y sociales. La evolución de los salarios también apunta hacia una redistribución claramente regresiva del ingreso para este período. Los salarios reales entre 1974 y 1981 fueron en promedio inferiores en 25% a los de 1970; y si bien subieron entre 1976 y 1981, nunca recuperaron su nivel de aquel año. En los doce meses que van de diciembre de 1981 a diciembre de 1982 se estima que los salarios reales descendieron en cerca de 14%.

Las autoridades económicas consideraban el desempleo como un fenómeno transitorio. Esperaban que las políticas para abaratar la mano de obra, asociadas con la reforma previsional, alterarían la relación de precios entre los factores, estimulando de esta manera el empleo, lo que requería una política salarial congruente con el esquema general. Es decir, pese a salarios reales muy bajos (en comparación con los históricos), las

Cuadro 8

CHILE: INDICADORES DE DISTRIBUCION DEL INGRESO
Y LA RIQUEZA

Año	Tasa de desempleo ^a (porcentajes)	PEM ^b (porcentajes)	Indice de salarios reales (1970=100)	Precio de las acciones (valores reales) Cambio porcentual de diciembre a diciembre
	(1)	(2)	(3)	(4)
1960-1970	6.0	-	-	-
1974	9.6	-	65.0	-
1975	16.2	2.4	62.9	55.6
1976	16.8	5.0	64.9	19.3
1977	13.2	5.8	71.4	106.9
1978	14.0	4.3	76.0	65.8
1979	13.6	3.9	82.3	39.8
1980	11.8	5.4	89.3	43.9
1981	11.1	4.6	97.3	-31.2
1982 ^c	22.1	9.2	96.9	-26.0

Fuente: Columnas 1 y 2: CEPAL (1982b).

Columna 3: Cortázar (1982a).

Columna 4: Banco Central de Chile, *Boletín Mensual* (varios números).^aEn Santiago, promedio simple de los valores de marzo, junio, septiembre y diciembre.^bPlan de Empleo Mínimo: porcentaje de personas en el PEM sobre la fuerza de trabajo total.^cEstimación.

autoridades económicas estimaron que los problemas del mercado laboral se originaban en razones de índole institucional y política, al no permitirse una caída aún mayor de los salarios y equilibrar así ese mercado. Hasta 1982 los salarios nominales no podían subir en una tasa menor que la de la inflación precedente; como ésta fue decreciente a lo largo de casi todo el período, la política de reajuste fue el principal mecanismo para mejorar paulatinamente los salarios reales hasta 1981.

Otras explicaciones, en cambio, sindicaron al modelo económico como la causa principal del desempleo. Por ejemplo, se ha argumentado que el incremento en la tasa de participación de la fuerza de trabajo se debió a la magnitud del desempleo y las expectativas generadas por la política económica lo cual constituiría un proceso de causación circular que reforzó las altas tasas de desempleo. La demanda de trabajo, por otro lado, estimulada por el efecto de sustitución por precio de factores, no logró compensar el depresivo impacto que sobre el empleo creaban los bajos niveles de inversión, la contracción en los sectores público y de sustitución de importaciones y, en general, el efecto de las políticas restrictivas, tanto monetaria como fiscal. Además, la evolución de los salarios reales puede ser explicada no sólo por "el piso salarial" (restricción institucional) sino también por el dramático cambio en la estructura de salarios durante esos años vinculado con la segmentación del mercado laboral, la oferta no homogénea de mano de obra y el cambio en la composición de la demanda de trabajo. Los salarios reales del sector financiero alcanzaron niveles exorbitantes, aún comparados con los internacionales, en circunstancias que los trabajadores de la construcción y la fuerza de trabajo no calificada en general recibía salarios reales bajísimos.

Aunque todavía quedan varias interrogantes por despejar con relación al desempleo en la economía chilena, se cree que en los primeros años, y en especial en 1975 y 1976, el desempleo abierto de casi 17% y los bajísimos salarios reales tenían como causa principal

la denominada política de estabilización de *shock*, por la cual el déficit fiscal se redujo de 10% a menos de 3% del PGB²⁶. También se ha argumentado que la política fiscal restrictiva, junto con la privatización de empresas públicas, contribuyó decisivamente al mayor desempleo, dada las características más intensivas de contratación de mano de obra en las actividades del sector público. Los bajos niveles de inversión, y el hecho de que muchas empresas que tenían acceso al crédito externo se caracterizaban por su gran tamaño y tecnología de uso intensivo de capital también han sido considerados como elementos explicativos de la deprimida situación del mercado del trabajo. La apertura comercial también parece haber contribuido, al menos en el corto plazo, al problema del desempleo.²⁷ Enfrentadas a cambios en los precios relativos derivados de la reforma arancelaria, parecería que las actividades que se contrajeron, lo hicieron más rápidamente que las que se expandieron, lo que fue agravado por la política cambiaria, al agudizarse la competencia internacional con la producción interna de bienes sustitutos de las importaciones.

En lo que toca a la redistribución de la riqueza, hay evidencia indirecta, aunque sólida, tanto con respecto a su dirección como a las magnitudes involucradas. La privatización de las empresas públicas en un plazo relativamente corto coincidió con una grave recesión de la economía chilena. Estos factores, junto al restringido acceso al financiamiento externo durante ese período, fueron causas importantes del precio subvaluado en que se vendieron esos activos, lo que consolidó a los principales conglomerados económicos privados en Chile (Cortázar, 1982a; Dahse, 1979; Zahler, 1980).

Las reformas financieras que crearon una enorme diferencia entre las tasas de interés internas y externas, estimularon el endeudamiento externo. Sin embargo, por las características de la apertura financiera y el hecho de que el sector público restringiera su financiamiento externo, sólo unos pocos agentes económicos —principalmente grandes grupos que manejaban una cartera diversificada de activos reales y financieros— aprovecharon las "cuotas de importación" de capital financiero.

La función de intermediación cumplida directamente por estos conglomerados entre 1975 y 1979, mediante la compra de empresas estatales o de empresas privadas medianas y pequeñas (sin acceso al crédito internacional), o indirectamente al otorgar préstamos internamente a tasas que en promedio quintuplicaban las internacionales, influyó decisivamente en la extrema concentración de los activos que ocurrió durante este período en la economía chilena.²⁸ Se ha estimado que entre 1976 y el primer semestre de 1979, los grupos económicos privados obtuvieron de hecho utilidades especulativas por lo menos de 1 000 millones de dólares, cifra que representa más del doble del valor total de las empresas públicas vendidas al sector privado (Zahler, 1980: cuadro 14).

Es interesante señalar que la segmentación creada por el tipo de apertura financiera externa tuvo un resultado final casi idéntico al que se destaca en la bibliografía como de represión financiera interna tradicional. Los problemas asociados a este último caso, que aquejaron a la economía chilena durante 1974-1982 cuando no hubo tal represión que afectara al mercado de capitales interno, fueron descritos escuetamente en los términos siguientes:

"Cuando se aplica una política de fijación de la tasa de interés por debajo de los niveles del mercado es preciso emplear algún sistema fuera del mercado para asignar el crédito. A menudo ello se traduce en el acceso privilegiado al crédito para grandes empresas y compañías con conexiones políticas, y severas restricciones para las empresas más pequeñas, nuevas, relativamente desconocidas o para la actividad del sector rural que no cae en el radio de acción común de los organismos urbanos de crédito. Las actividades que pudieran tener un alto rendimiento social pero que no tienen buenas relaciones se bloquean, mientras que los prestatarios favorecidos pueden emplear los recursos en

proyectos de tan baja rentabilidad que se habrían descartado si el tipo de interés estuviera al nivel del mercado... Esas firmas que tienen los contactos y pueden acceder al crédito tienen una ventaja competitiva especial, lo que les puede dar poder sobre rivales más eficientes; y también tienen otro aliciente para usar técnicas de producción de uso intensivo de capital, incluso en condiciones de alto desempleo. Se favorecen las actividades urbanas sobre las rurales, las de las empresas grandes sobre las pequeñas y, en general, los prestatarios ricos más que los pobres." (Sheahan, 1980: 275.)

Un tercer cambio fundamental que afectó la concentración de la riqueza se relaciona con la reforma del sistema de previsión social, que se modificó a fondo en los últimos años para privatizarlo. Hacia fines de 1982, el 75% de las contribuciones de previsión social se depositaban en instituciones privadas, que pertenecían a los dos principales grupos económicos. Por las magnitudes en juego, se calcula que hacia fines de 1982 estas instituciones habían recibido depósitos de aproximadamente 2 000 millones de dólares (cerca del 10% del PGB) (Cortázar, 1982a).

Otros datos acerca de la redistribución de la riqueza se refieren a las grandes alzas en el precio del capital, tanto en términos absolutos como en comparación con el mercado de trabajo (cuadro 8). Paralelamente a una deprimida situación del empleo y de los salarios reales, el precio real del capital subió a una tasa media anual de 31% en 1976-1982 y a más de 65% en los años 1976-1980. Además ha sido notoria la discrecionalidad oficial a favor del capital financiero en comparación con el real (y sobre todo con el factor trabajo), desde mediados de 1981 cuando la economía entró en una profunda recesión de la cual aún no se recupera. Cuando los bancos no pudieron recuperar sus préstamos, el gobierno no permitió que fueran a la quiebra y les transfirió recursos superiores a los 3 000 millones de dólares. Cuando se devaluó el peso, a mediados de 1982, se dio un tratamiento especial a aquellos agentes económicos endeudados en dólares (entre los cuales se incluían bancos, conglomerados, y actividades de los sectores de exportación y sustitución de importaciones), dándoles acceso a un "dólar preferencial" para servir su deuda, lo que implicó un nuevo subsidio de más de 1 000 millones de dólares. Por último, la renegociación de la deuda externa iniciada en 1983 incluiría, de hecho, y a pesar de las declaraciones oficiales, la garantía estatal de la deuda externa privada.²⁹

En resumen, durante los primeros años de la experiencia, el sesgo ideológico a favor de la neutralidad y no intervención acentuó la redistribución regresiva del ingreso y la riqueza derivadas del funcionamiento del modelo económico. Más tarde, cuando el gobierno, enfrentado a la perspectiva de una quiebra masiva de bancos, intervino abiertamente, el resultado fue, al contrario de lo que sucedió en los años en que las ganancias de capital se privatizaron, la socialización de las pérdidas, que está siendo pagada por el país en su conjunto.

El desarrollo de la crisis

Hasta mediados de 1981 había mucho entusiasmo en algunos sectores con respecto a los resultados de la economía chilena, tanto en el exterior (especialmente en la comunidad financiera internacional) como internamente. La economía había crecido al 8% anual durante casi cuatro años, la inflación disminuía, el presupuesto fiscal estaba controlado, el desempleo, aunque muy elevado, iba descendiendo lentamente, y la mayoría de las reformas estructurales estaban muy avanzadas, si es que no se habían cumplido en su totalidad.

Sin embargo, en ciertas áreas la economía mostraba signos de debilidad y vulnerabilidad. ¿Por cuanto tiempo podría seguir creciendo la economía con coeficientes de inversión tan bajos? Los desequilibrios externos eran también inquietantes: en 1980 el déficit de la cuenta corriente representaba el 7.9% del PGB y la deuda externa había

aumentado en 31%. Además, con la revaluación del dólar, a fines de 1980 y comienzos de 1981, y el mantenimiento del tipo de cambio fijo, se veía muy difícil superar los desequilibrios de los pagos externos. Por añadidura, las crecientes entradas de capital financiero y la tendencia decreciente de la tasa de interés fomentaban el gasto global (el gasto interno creció en 1980 en 9.4% en circunstancias que el PGB aumentaba en 7.5%) lo que ejercía mayor presión sobre el balance de pagos.

La tendencia a gastar por sobre el ingreso también se registró en 1981 cuando el gasto interno subió en 10.8% mientras el PGB crecía en 5.3%. El déficit en cuenta corriente equivalía al 16.5% del PGB (88% de las exportaciones), parte del cual podía atribuirse a un deterioro en la relación de precios del intercambio y otra parte al alza de los tipos internacionales de interés. Oficialmente se calculó que dos tercios del déficit de la cuenta corriente de ese año se originaba en las políticas económicas internas (Lüders, 1982).

Otra influencia fue generando un tipo diferente de desequilibrio. Las expectativas utópicas con respecto a la economía chilena, junto con el descenso de las tasas de interés (aunque todavía eran altas) y el incremento de los salarios reales³⁰ fomentaban la demanda de todo tipo de bienes. Los precios de la tierra, los activos industriales, y las construcciones se fueron a las nubes. El precio real de la tierra en 1978 era superior en 200% al de 1965-1970 (Universidad Católica de Chile, 1979: 4, cuadro 1) y el precio real de las acciones había subido en más de 1 000% durante el período 1976-1980 (cuadro 8). En otras palabras, la economía chilena se infló como una gran burbuja en esos años, la población se creyó rica y aumentó su gasto en consecuencia.

Esta situación no sólo contribuyó a elevar el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, sino que estimuló el relajamiento del sector financiero, lo que se tradujo en una oferta excesiva de créditos por parte de bancos nacionales y extranjeros, sin una evaluación profesional de riesgo, y con garantías claramente sobrevaluadas y avales inadecuados, mientras las empresas y los consumidores expandían su demanda de crédito basándose en esperanzas ilusorias sobre sus ingresos futuros. Al mismo tiempo se concedían préstamos relacionados a las empresas de propiedad de los bancos y se generalizaba el malabarismo financiero por parte de los conglomerados, lo que provocaría un gravísimo problema para el mercado de capitales interno primero y para la economía en general después. Era cada vez más patente que los cimientos del sistema financiero chileno eran muy endeblés. Con la intervención por el Banco Central de cuatro bancos y algunas financieras en noviembre de 1981, quedó en claro que los fondos habían sido asignados muchas veces sin una evaluación seria de los proyectos y que se otorgaban importantes préstamos a empresas cuyo mérito principal era ser de propiedad de los mismos bancos.

La recesión mundial y la incertidumbre de la comunidad bancaria internacional, junto con la debilidad del sistema financiero interno y el desequilibrio de la balanza de pagos chilena, puso en duda la solvencia crediticia del país y disminuyó la entrada de financiamiento internacional durante el último trimestre de 1981. Esta merma, junto con el alza de las tasas de interés internacional, la caída de la inflación interna, y un pago adelantado de la deuda externa de responsabilidad oficial (con el impacto consiguiente sobre la liquidez interna) empujaron las tasas reales de interés internas desde 12% en 1980 a cerca del 40% en 1981. Las mayores tasas de interés se conjugaron con la sobrevaluación del peso, y en menor grado, la elevación de los salarios reales, para menoscabar la rentabilidad de los sectores de exportación y de sustitución de bienes importados, lo que estimuló las importaciones. Por primera vez, desde 1975, el país comenzó a perder reservas internacionales y decayó la oferta monetaria. Hacia fines de 1981 se iniciaba una severa recesión que se manifestó en una caída de 1.5% en el PGB durante el segundo semestre.

En el primer semestre de 1982 las autoridades insistieron en enfrentar la situación aplicando un proceso de ajuste que mantenía el tipo de cambio fijo junto con una reforma de la ley de salarios que los tornaban más flexibles a la baja.³¹ Como consecuencia, la balanza comercial mejoró y durante el primer semestre el alza de precios de los bienes no comerciables con el exterior fue inferior a la inflación internacional. La tasa de interés real continuó subiendo por efecto de las menores entradas de capital (de 400 millones de dólares por mes en 1981 a 100 millones en 1982) y de la tasa casi nula de inflación. El mecanismo de ajuste automático no exige ninguna política activa monetaria, crediticia, fiscal ni cambiaria; supone que la caída de la oferta monetaria, a consecuencia del déficit de balanza de pagos, y el alza en las tasas de interés, reducirá el gasto; pero ese mecanismo no funcionó con la velocidad requerida. Por la inflexibilidad de los precios y la sobrevaluación del peso, para lograr una deflación efectiva, era preciso aplicar esa política durante un plazo muy dilatado. El impacto principal y más directo de esta política se manifestó en la elevación de la tasa de desempleo y en pérdidas en la producción: el resultado económico de 1982 fue aún peor que la estanflación de 1975: el PGB descendió en 14% y la tasa de desempleo abierto llegó al 22%.

Finalmente, frente a las dificultades de proceder con este tipo de proceso de ajuste, el peso fue devaluado aproximadamente en 18% en junio de 1982, siguiéndole diversas restricciones cambiarias, disminuyó la confianza y el Banco Central tuvo que intervenir en el mercado cambiario, reduciendo en 1 500 millones de dólares las reservas internacionales del país.

Por el lado financiero, la recesión interna y la magnitud de los préstamos relacionados (para algunos bancos se han estimado en un 40% del total de sus créditos) crearon graves problemas a los bancos y complicaron incluso la recuperación de préstamos normales según los cánones anteriores a la recesión y la devaluación. Además, como las garantías estaban valuadas a precios anteriores a la crisis, ningún banco ni sus clientes quisieron incurrir en la gran pérdida de capital asociada con la dificultad de vender bienes o activos a precios muy inferiores a los pactados en el momento en que se perfeccionaban las operaciones de préstamos. Se ha estimado que hacia fines de 1982, los préstamos impagos representaban alrededor de tres veces el valor total del capital y las reservas del sistema bancario chileno. Fue evidente que la "burbuja" tenía que desinflarse y que el país tendría que enfrentar los problemas y el costo de regresar a sus dimensiones reales. La magnitud de las pérdidas de capital ha causado un problema muy delicado que los deudores han tratado de traspasar a los bancos, y éstos al gobierno, que a su vez desearía trasladarlo, aunque fuese en parte, a los bancos extranjeros. Hasta ahora, la pérdida de capital ha sido absorbida principalmente por los propietarios de muchas empresas que han ido a la quiebra y por los accionistas de algunos bancos y financieras que han sido liquidadas o intervenidos, y lo que es más importante aún, también han sido absorbidas por el país en general, a través de la recesión y el desempleo y las importantes transferencias de recursos desde el Banco Central al sistema financiero y el subsidio a aquellos agentes económicos endeudados en dólares que, después de la devaluación, tuvieron acceso al dólar preferencial.

En vista del fracaso general y del posible colapso del sistema financiero privado, el gobierno lo intervino masivamente, a principios de 1983, estatizando de hecho el sistema. Dada la magnitud del endeudamiento del sector real de la economía con el sistema bancario, el resultado visible de la aplicación del modelo económico puede significar una nueva vía chilena, original y de "libre mercado", hacia el socialismo.

Surgen cruciales interrogantes relativas a este asunto. ¿Cómo enfrentará el gobierno esta situación? ¿Cómo resolverá el problema patrimonial, financiero y productivo? ¿Privatizará una vez más los activos? ¿A qué precio? ¿Quién los comprará? ¿

Residentes nacionales o inversionistas extranjeros? ¿Surgirán nuevos conglomerados? Las pérdidas de capital tampoco están resueltas. ¿Cómo se "limpiará" la deuda? ¿Habría "perdonazo"? ¿Con qué recursos y selectividad se logrará? ¿Cuáles serán los mecanismos que empleará el país para realizar las pérdidas de capital? ¿Una inflación muy alta, o una deuda externa aún más alta, o una recuperación muy lenta en los próximos años? ¿Pagarán los depositantes en el sistema financiero? ¿O las generaciones futuras a través de una descapitalización del sistema previsional? ¿Pagarán los bancos extranjeros parte de la cuenta?

A comienzos de 1983 el gobierno firmó un acuerdo con el FMI, solicitando 90 días de moratoria y renegociando la deuda externa (con lo que casi con toda seguridad tendrá que garantizar, de hecho, toda la deuda privada). Se anunció un nuevo "paquete de rescate", el que incluye incrementos parejos de 10% en los aranceles de importación, restricciones del gasto fiscal, subsidios financieros al sector privado y devaluación del peso de acuerdo con la inflación interna.

La recuperación económica (con su impacto positivo sobre el desempleo) y la necesaria inversión productiva, los dos requisitos para superar la crisis económica chilena, parecen tener escasas perspectivas sin un adecuado refinanciamiento de la deuda externa y una política fiscal más activa. Aunque la devaluación, la reducción de los salarios reales y la baja de las tasas reales de interés (las tasas pasivas están siendo "sugeridas" desde fines de 1982), deberían mejorar la rentabilidad de las empresas y estimular la recuperación económica, las restricciones asociadas al programa con el FMI, la carga financiera sobre los costos de producción y la incertidumbre general en cuanto a las reglas del juego son tan importantes que es muy dudoso que la reactivación provenga del sector privado. Por su parte, una política fiscal expansiva implicaría un cambio radical de la política económica vigente, y no está incorporado al programa de emergencia, que da mayor prioridad al restablecimiento del equilibrio externo que a la reactivación interna. A pesar de la cuantiosa caída del PGB en 1982 y a la magnitud del desempleo de recursos, se ha estimado que la producción descenderá nuevamente en 1983.

VII

Comentarios finales y conclusiones: lecciones de la experiencia chilena

La experiencia económica chilena del período 1974-1982 ha fracasado. El crecimiento económico de 1976-1980 demostró ser una recuperación transitoria de la profunda estanflación de 1975. Lo que en algunos círculos se estimaba como un nuevo milagro económico fue en realidad una muy inflada ilusión económica sostenida por cuantiosas entradas de capitales financieros, muchos tan irresponsablemente solicitados y gastados como irresponsablemente concedidos. Con la excepción de una menor inflación, el control del déficit público y la expansión y diversificación de las exportaciones no tradicionales, todos los demás indicadores macroeconómicos apuntan hacia un dramático fracaso de lo que se estima ha sido la experiencia económica más ortodoxa no sólo del Cono Sur, sino de todos los países en desarrollo en los últimos años.

El supuesto básico del modelo económico fue que los recursos serían eficientemente asignados y que el país crecería a tasas mayores que en el pasado. La realidad, en cambio, mostró un resultado muy diferente: en todo el período la tasa de desempleo casi triplicó su valor histórico y el PGB per cápita en 1982 fue igual al de 1973.

Si bien puede haber muchas causas de estos resultados, tanto en comparación con los cánones históricos del país como con el desarrollo económico reciente de América

Latina y las expectativas de aquellos que defendieron el modelo económico, el programa chileno de estabilización, combinado con las reformas estructurales de liberalización, arrojó resultados desastrosos. Toda la información parece indicar que se trata de un fracaso fundamental del modelo y no de problemas de ejecución. Es difícil imaginar otra situación histórica en que una utopía económica pudiera aplicarse con tan escaso control institucional, social y político, como en el caso chileno de 1974 a 1982; aún en esas circunstancias, con un equipo económico extremadamente homogéneo y, en teoría, bien preparado, la experiencia falló. Ello no se debió principalmente a la recesión internacional de 1981-1982, ni a que la liberalización no fuera lo suficientemente profunda o extensa, ni a que las políticas fueran buenas pero puestas en práctica demasiado bruscamente, cuando necesitaban ser graduales, sino en esencia a que la realidad se comportó de una manera muy diferente a los postulados del esquema teórico subyacente. La política económica chilena desde comienzos de los años setenta ha estado excesivamente marcada por consideraciones ideológicas, al fluctuar desde un extremo (1971-1973), en que idealmente el Estado debía tomar el control de todas las actividades económicas hacia otro (1974-1982), en que sólo las actividades del sector privado serían capaces de incrementar el bienestar económico y social. Lo irónico es que de esta versión criolla de un experimento de libre mercado resulte una economía estancada y recesiva, en la que el sistema financiero y una parte importante de las empresas productivas del país están al borde de la estatización.

Es difícil, dada la situación económica de fines de 1973 y la interacción de las políticas de estabilización de corto plazo con las reformas institucionales y económicas más ambiciosas, identificar rigurosamente las causas de estos resultados. Sin embargo, atendiendo a la importancia del tema, trataremos de identificar someramente los problemas más importantes y las principales enseñanzas de política económica que pueden derivarse de la experiencia chilena.

Mucho se ha discutido en relación con la influencia que ejerció el cambiante escenario internacional sobre la economía chilena. Su impacto ha sido ambiguo por cuanto si bien la relación de precios del intercambio desmejoró durante este período, la liquidez internacional disponible para Chile fue extraordinariamente abundante. El país pudo disfrutar además de tasas internacionales de interés real muy bajas durante cinco años, y cabría haber esperado que las tasas de interés nominales se ajustaran a la inflación mundial después de cierto tiempo; este aspecto revestía particular importancia para un país cuyo endeudamiento externo se contrataba crecientemente a tasas de interés flotantes (a mediados de 1982 esta deuda representaba el 78% de la deuda externa total, en circunstancias que en 1975 era sólo 22%). Con respecto a los efectos adversos de la revaluación del dólar sobre la capacidad de competencia de Chile en el mercado internacional, el problema debería más achacarse a causas internas, principalmente la inflexibilidad de la política cambiaria, que no se ajustó a esta situación que a la evolución de la moneda norteamericana en el mercado mundial de divisas. Por último, la recesión mundial de 1981-1982 influyó naturalmente sobre la situación económica de Chile, pero sus efectos fueron magnificados por la extrema desprotección de la actividad productiva interna frente a la economía internacional y el país se sumió en una recesión mucho más profunda que el resto de América Latina.

En cuanto a la situación interna, durante este período la trayectoria de las principales variables macroeconómicas se caracterizó por un proceso de transición y ajuste, tema sobre el cual no han abundado ni la teoría ni los estudios empíricos. Es impresionante que pese a esa escasez de conocimiento, la política económica chilena se atara a una combinación muy ingenua y dogmática de ortodoxia y monetarismo, ambos planteamientos, por lo demás, asociados con condiciones de equilibrio a largo plazo. Siempre se supuso, además,

explícita o implícitamente, que los mercados libres y no regulados asignaban eficientemente los recursos y hubo una tendencia sistemática contra la intervención estatal y la participación más activa del Estado en la economía, por la fe ciega en el sector privado como el agente económico dinámico por excelencia.

El apego a la ortodoxia de largo plazo y la tendencia ideológica ya mencionada impidieron a los gestores de la política reconocer que los precios sociales podían apartarse bastante de los precios de mercado. Efectivamente, la tendencia antiintervencionista frustró algunos objetivos del modelo, ya que muchos precios emitían al sector privado señales caprichosas y falsas al estimular el consumo más que la inversión, la especulación en vez de la producción, las importaciones sobre las exportaciones y la transferencia de activos ya existentes en lugar de la generación de nuevas fuentes de riqueza productiva. En esas circunstancias, urgía, evidentemente, algún tipo de intervención estatal para promover una asignación de recursos socialmente eficiente.

Uno de los resultados más interesantes y no tradicionales de la experiencia económica chilena fue la generación de un significativo desequilibrio del sector externo por responsabilidad de la conducta del sector privado. En efecto, estando equilibradas las cuentas del sector público, el sector privado nacional logró incrementar considerablemente su gasto por sobre su ingreso, eludiendo las restricciones crediticias y de recursos internos, gracias a su acceso cada vez más fácil a los mercados financieros internacionales. A ello obedeció principalmente el creciente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos y el incremento de la deuda externa, factores decisivos en el desmejoramiento de la solvencia crediticia externa del país.

Frente a la magnitud del endeudamiento externo, se hizo cada vez más evidente que sólo el gobierno podría enfrentar la reprogramación y refinanciamiento de la deuda externa. Una vez más la realidad difería de los supuestos teóricos del modelo: contrariamente a las expectativas de las autoridades económicas chilenas, la banca extranjera, enfrentada a problemas de pago, no hizo distinciones entre el sector público y el privado como deudor internacional. Mientras *el país* pagaba regularmente sus compromisos con el exterior, todos estaban conformes; en cambio, cuando *el país* (independientemente de la naturaleza del deudor) enfrentaba problemas en sus pagos externos, los bancos extranjeros exigían que toda la deuda externa tuviera una garantía pública. En consecuencia será el país, esto es, la sociedad chilena en su conjunto, que tendrá que pagar, ahora y por bastante tiempo más en el futuro por los errores cometidos por el sector privado durante el "milagro económico" chileno.

La magnitud del ajuste para el país se relaciona con la legislación inadecuada y poco realista relativa del sistema financiero, que permitió toda clase de prácticas bancarias especulativas e impropias, lo que, junto con la creencia que predominó en ciertos círculos de que el país estaba experimentando una bonanza económica, contribuyó a generar uno de los problemas más graves de la economía chilena. En el supuesto de altas tasas de crecimiento de los ingresos futuros, se elevó extraordinariamente la oferta y la demanda de préstamos, los precios de los activos subieron en forma desmedida y se sobrevaloró, en forma exagerada, las garantías asociadas a los préstamos, todo lo cual contribuyó a inflar artificialmente la economía, ya que no descansó en una inversión real o esfuerzo productivo suficientes. Como es obvio, la sensación de riqueza fomentó un mayor gasto, el que superó holgadamente al ingreso por algún tiempo. Cuando hubo necesidad de corregir el desequilibrio externo, quedó al desnudo la verdadera situación de la economía chilena: el efímero milagro económico se había sustentado en una extraordinaria (y transitoria) afluencia de financiamiento internacional. Asimismo la realidad echó por tierra la ilusión de las autoridades de que los préstamos se usarían racionalmente en proyectos de inversión rentables. La interconexión entre los préstamos para actividades no bancarias

de los principales grupos económicos privados, aunque hasta hace poco las autoridades pretendían desconocerlas, tuvo repercusiones gravísimas tanto por el uso del financiamiento externo por parte de esos grupos como por el desmoronamiento de buena parte del sistema financiero chileno. En efecto, el país enfrenta ahora una pérdida de capital de gran magnitud y tendrá que seguir haciéndolo durante algún tiempo en el futuro; su volumen y distribución tendrán, como es evidente, vitales consecuencias económicas y políticas.

¿En qué se utilizaron las grandes entradas de ahorro externo en los últimos años? Los préstamos de consumo, la transferencia de fondos al gobierno para pagar la privatización de activos de propiedad del Estado (el uso de esos fondos por parte del gobierno sigue siendo una incógnita) y la inversión del sector privado, que contrariamente a la expectativa oficial, fue de escasa rentabilidad social, responden parcialmente a la pregunta. Como resultado principal el ahorro externo sustituyó, en lugar de complementar, al ahorro interno. Ese resultado pudo haber sido diferente. Sin embargo, por el prejuicio antiintervencionista de las autoridades económicas, ni el monto, ni el costo, ni el uso del financiamiento externo fueron jamás eficientemente controlados, ni apropiadamente evaluados.

La fe en la asignación eficiente de los recursos por el mecanismo del mercado probó ser una vez más, una fe muy simplista, reñida con la realidad, y causa principal del fracaso del sistema financiero en su función de intermediario entre prestamistas y prestatario. En verdad, debido a la modalidad que tuvo el proceso de liberalización financiera se transformó un mercado financieramente reprimido en uno casi en bancarrota, que ha hecho tambalear los fundamentos de la economía chilena.

A las consideraciones anteriores se agrega la extrema importancia de diseñar políticas internas congruentes, en particular cuando se inician reformas tendientes a liberalizar los mercados. En este sentido la experiencia chilena es también muy aleccionadora. Si se deseaba elevar la rentabilidad del sector exportador, era contraproducente la presencia de altísimas tasas reales de interés y salarios reales crecientes con un tipo de cambio subvaluado. Ello ocurrió porque se usó la tasa de cambio como un instrumento no tradicional para reprimir la inflación, en circunstancias que una afluencia superabundante de capitales creaba un exceso de oferta de divisas que permitía "financiar" la sobrevaloración del peso. Es probable que si esta experiencia no hubiera coincidido con la excesiva liquidez de los mercados internacionales y no se hubiera facilitado tanto el endeudamiento privado con el exterior, la política cambiaria habría tenido que ser muy distinta, y la economía no habría experimentado ni la bonanza transitoria de los años 1977-1980 ni el desastre posterior, sino que habría evolucionado con una trayectoria de crecimiento más realista y estable.

De aquí derivan tres enseñanzas; en primer lugar, políticas de tipo de cambio, salarios y tasas de interés deben ser coherentes y cuidadosamente diseñadas. En segundo lugar, y más concretamente, la política cambiaria deber tener cierta flexibilidad, no sólo por las repercusiones internas de los cambios registrados en el valor internacional de las principales monedas, sino porque el tipo de cambio afecta el balance comercial, mientras que la tasa de cambio esperada del tipo de cambio es un determinante básico de los movimientos de capital. Además, la estabilidad de la relación entre la cuenta corriente y la de capital puede depender de la política cambiaria que se esté siguiendo. Por último, aunque no existe consenso en torno a las causas de las elevadísimas y fluctuantes tasas reales de interés de la economía chilena —pese a la masiva afluencia de créditos cuando se aceleró la apertura financiera externa—, el vuelco abrupto de tasas históricamente negativas a tasas reales excesivamente altas estaba indicando que estas últimas eran tasas *ex ante*, que exigían medidas adecuadas de política financiera. La experiencia enseña que no basta que precios tan importantes como la tasa de interés equilibren mercados

parciales, ya que ello no asegura su consistencia con el equilibrio ni con los objetivos económicos globales.

El éxito en reducir la inflación tuvo un costo tan alto en función de desempleo y acumulación de deuda externa, que pone en tela de juicio la racionalidad de tan alta prioridad a la política de estabilización durante todo el período, sobre todo en 1981 y 1982, cuando el temor a la inflación y la política de no intervención instaron a las autoridades a resolver los déficit de balance de pagos con medidas de ajuste automático, que implicaban la ausencia de políticas activas en materia monetaria, fiscal, financiera y cambiaria. Ello generó un proceso lento y extremadamente oneroso, en lo social y económico, que terminó por provocar el colapso del programa. La devaluación consiguiente mostró que cuando los precios relativos están en desequilibrio, la actividad económica en contracción, y hay altas tasas de desempleo, ella es determinante en la modificación de esos precios, y no se refleja sólo en un alza del nivel general de precio.

En relación con la supuesta neutralidad y no discrecionalidad de la política económica del gobierno durante esos años, el hecho fue que la aplicación de reglas neutrales cuando existen notorias desigualdades de poder en el mercado y una heterogénea distribución inicial de la riqueza se traducen en resultados no neutrales. La tasa de desempleo fue sistemáticamente mucho mayor que en el pasado y los salarios reales nunca recobraron su nivel del año 1970. La secuencia en el tiempo, velocidad y características del proceso de privatización de activos, de la apertura financiera y de la reforma del sistema de seguridad social contribuyeron a una sesgada distribución de la riqueza en favor de unos pocos grupos económicos del sector privado. Y cuando se aplicaron reglas no neutrales y se otorgaron tratamientos especiales a ciertos grupos y sectores (como, por ejemplo, la intervención del sistema bancario, el dólar preferencial para aquellos endeudados en dólares, y la garantía sobre la deuda externa privada) tenían como regla general un claro efecto redistributivo de carácter regresivo.

Por último, cabe señalar que sería incorrecto concluir que todas las políticas económicas y reformas aplicadas durante este período estaban condenadas al fracaso. Es obvio que diversas políticas tuvieron importantes ingredientes de racionalidad económica y es posible que en otro contexto, con un enfoque menos rígido, ortodoxo e ingenuo, sin las tendencias extremas de la experiencia chilena, y con una cuidadosa evaluación de los costos y beneficios asociados a los diferentes objetivos, un cambio en la jerarquización de los mismos, y un control gubernamental adecuado, sobre todo en el área financiera, pudieran resultar instrumentos útiles para el diseño de programas económicos.

NOTAS

¹Un análisis más completo de la experiencia chilena reciente aparece en Flisfisch (1983), Foxley (1982), Moulian y Vergara (1980) y Zahler (1982).

²Dos enfoques muy diferentes que consideran este asunto, se citan en Blejer (1982, punto 5).

³Aparte las fuentes oficiales chilenas, versiones muy optimistas sobre la política económica de ese país aparecen en Harberger (1983), Fondo Monetario Internacional (1981), Banco Mundial (1980) y Wall Street Journal (1980).

⁴Las dos últimas se refieren también al fracaso de las recientes políticas económicas de Argentina.

⁵Esta sección se refiere principalmente a consideraciones técnicas y, en menor grado, ideológicas e históricas. El trabajo no desarrolla el argumento basado en los intereses de grupos o clases y su importancia para la aparición, diseño y ejecución del modelo chileno. Esta interpretación y análisis se hallan en Flisfisch (1983), Moulian y Vergara (1980), O'Brien (1981) y Remmer y Merckx (1982).

⁶Es interesante destacar, sin embargo, que muchos de estos nuevos países industrializados pusieron en práctica un proceso de apertura económica bastante selectivo, con una activa intervención del gobierno, en particular en la promoción de exportaciones. Ninguna de esas características se ha dado en el caso chileno.

⁷En efecto, desde 1973 ha habido un cambio profundo en el financiamiento de la balanza de pagos de los países en desarrollo. La importancia relativa del crédito, sobre todo de fuentes bancarias privadas, ha aumentado fuertemente en comparación con la inversión extranjera directa (Massad (1976), Massad y Zahler (1977) y Swenson (1982)).

⁸A los partidarios del modelo económico de Chile se les ha identificado con el nombre de neo-liberales. El análisis de estos puntos de vista se halla en Flisfisch (1983), Foxley (1982) y Zahler (1982). Según Sergio de Castro (1975) "la política económica del gobierno de la UP no consistió sino en llevar al extremo las teorías, el modelo que se había iniciado en Chile en los años treinta y con muy breves y poco importantes interrupciones, se había practicado hasta... 1970". La nueva política económica implementada por el gobierno militar vendría a corregir "medio siglo de errores económicos en Chile". Otras afirmaciones oficiales similares aparecen en de Castro (1976a, 1976b, 1978, 1981) y Lüders (1982).

⁹Este párrafo se refiere a la situación que empezó con el programa de recuperación económica en abril de 1975 y que se ha mantenido hasta la fecha.

¹⁰Una de las principales críticas formuladas por los neoliberales chilenos sobre la función del Estado en las décadas recientes ha sido, además de su interferencia con las fuerzas del mercado, su impacto redistributivo de la riqueza en favor de grupos cercanos al poder, con los efectos vinculados al desempleo y subempleo disfrazado, inflación y deuda externa. Es irónico que ésta sea precisamente una de las críticas más importantes al modelo económico actual.

¹¹Según Cauas (1975a) el programa de recuperación económica tenía el propósito fundamental de "erradicar la inflación que ha afectado nuestro país por más de setenta años" y añadía: "El objetivo central de este programa es... detener la inflación en el transcurso de lo que resta del año... Estas reducciones (en estos gastos públicos) se implantarán a cualquier costo, llegando incluso a la remoción de los funcionarios que no logren comprender que la primera prioridad de la política económica es reducir la inflación... La experiencia de nuestro país, como la de tantos otros, indica que nunca habrá empleo garantizado, y adecuado nivel de vida mientras subsista la inflación. Nosotros detendremos la inflación y como consecuencia de ello, el país crecerá, aumentará el empleo y mejorarán los niveles de vida... La etapa económica que hoy iniciamos conducirá necesariamente al término de la lucha constante de todos contra la inflación, y luego a un desarrollo nunca antes conocido en el país".

Los argumentos de las autoridades económicas se pueden encontrar además en Cauas (1975a, 1975b), ODEPLAN (1977), muchos de los artículos contenidos en Méndez (1979: especialmente en las páginas 293-296) y de Castro (1981).

¹²Esta sección se refiere a las políticas económicas que se iniciaron con el programa de recuperación económica, en el segundo trimestre de 1975 (Cauas (1975a)). En los primeros 18 meses del gobierno militar no hubo un equipo económico claramente homogéneo, lo que explica, junto con el desorden administrativo en que se encontraba el sector público, la demora en enfrentar de manera firme y decisiva los desequilibrios macroeconómicos básicos.

¹³En su exposición sobre el Estado de la Hacienda Pública de octubre de 1975, el Ministro de Hacienda puntualizó que la "inminente crisis de la balanza de pagos obligó sin embargo a un programa económico más drástico". La necesidad de continuar con la política de estabilización y la profundidad de la crisis mundial, obligaron al gobierno a readecuar su política a las nuevas condiciones... Había pues que reducir este déficit, al mismo tiempo que era necesario hacer decrecer la inflación manteniendo las bases de una política que permitiera un desarrollo rápido en el futuro (Cauas, 1975a, pág. 169). Sin embargo, como se señala en el texto, el cambio en la política dirigido a restaurar el equilibrio externo coincidió con el propósito de estabilizar los precios ("reducción del gasto fiscal y un incremento de los ingresos públicos, de forma tal de crear una situación restrictiva que disminuyera las presiones de demanda, tanto de los productos nacionales como importados"), Cauas (1975a, pág. 170).

¹⁴Dada la alta inflación reprimida al final del gobierno anterior, los precios subieron más allá de los valores de equilibrio en los meses que siguieron a la liberalización. Para un análisis muy interesante de esta situación, véase Ramos (1975, 1980).

¹⁵Esto fue acompañado por cambios en la composición del gasto público, la introducción del impuesto al valor agregado y estrictas medidas contra la evasión tributaria.

¹⁶Un análisis más detallado de esta situación aparece en Zahler (1980: sección 2).

¹⁷La asistencia financiera a fines de 1981 a algunos bancos y financieras y el pago anticipado de la deuda externa oficial durante ese año, señalan que la política monetaria no era totalmente pasiva.

¹⁸Un análisis más detallado sobre la apertura comercial se encuentra en Cauas y de la Cuadra (1981) y Ffrench-Davis (1979, 1980); la apertura financiera externa es analizada extensamente en Ffrench-Davis y Arellano (1981) y Zahler (1980). Estudios acerca de la reforma financiera interna se hallan en Ffrench-Davis (1982) y Mathieson (1982) y Zahler (1980).

¹⁹Este incremento es aún más notable para las exportaciones no tradicionales. Un análisis más riguroso debería incluir el estudio del precio del cobre y la evolución de la demanda y oferta globales en Chile durante ese periodo.

²⁰Nórese, sin embargo, que otras soluciones podrían haber incluido medidas tales como una liberalización más gradual del mercado de capitales interno y/o impuestos sobre las diferenciales de tasas de interés de modo de socializar esas rentas, elevando el costo interno del financiamiento externo.

²¹Durante 1975-1978 la afluencia neta de capital financiero externo al sector privado representaba cerca del 60% de todo el flujo de emisión monetaria, y llegó a ser uno de los principales mecanismos para proveer de liquidez a la economía.

²²En abril de 1981 el presidente del Banco Central de Chile escribió: "¿Qué injerencia le cabe a la autoridad económica en estas decisiones de endeudamiento externo? Ninguna. Este es un problema exclusivamente entre privados: del que ofrece el crédito y del que lo toma. Queda claro entonces, que el crecimiento de la deuda externa es el reflejo de una economía sana que está creciendo con fuerza y en la cual existen proyectos rentables por realizarse" (de la Cuadra, 1981, pág. 1 025). Una posición similar en el sentido de que sólo la deuda externa públicamente garantizada sería la que debía preocupar a las autoridades económicas fue expresada por el Director de la División del Hemisferio Occidental del FMI (Robichek, 1981).

²³Otra característica interesante del sector financiero durante este período, aparte los altos niveles y gran variación de las tasas de interés fue la marcada diferencia entre las tasas de interés de captación y de colocación. En Cortés (1982), French-Davis (1982), Mathieson (1982) y Sjaastad (1982) se dan otras explicaciones de esta situación.

²⁴La legislación relativa a la inversión extranjera directa era tan liberal que parece que muchos inversionistas en potencia la consideraron demasiado arriesgada a mediano plazo. También se ha señalado que la demora en la definición de una nueva ley minera habría postergado la concreción de nuevos aportes de capital extranjero en ese sector.

²⁵Un análisis completo del gasto público en el decenio de 1970 y datos relacionados con lo señalado en el texto, aparecen en Marshall (1981).

²⁶Una interpretación muy interesante es la de Ramos (1975).

²⁷Para un análisis teórico de este caso, véase CEPAL (1982a).

²⁸Este tema se desarrolla en mayor profundidad en Peñaranda (1980), Zahler (1980: sección 3) y Dahse (1979).

²⁹Un estudio reciente relacionado con el tema redistributivo afirma que las transferencias del gobierno en favor del sector financiero y empresarial alcanzarían la suma de 7 000 millones de dólares, lo que supera en más de veinte veces el aporte económico del gobierno para reducir el desempleo (Pérez de Arce, 1983).

³⁰Aunque siempre a niveles más bajos que los de 1970.

³¹Políticas distintas y complementarias podrían haber comprendido un cambio en la política monetaria (que habría tenido que ir acompañada de controles al comercio exterior); en la política financiera (puesto que los costos financieros fueron mucho más importantes que los del trabajo en la estructura de costos de producción, debido al alza de la deuda y de las tasas de interés) o, en la política cambiaria, pero las autoridades sostenían que la devaluación no modificaría los precios relativos.

Bibliografía

- Apiolaza, P. (1982): *Evolución reciente del endeudamiento externo de Chile*. Preparado para el "Decimonoveno Congreso de Técnicos de Bancos Centrales", Viña del Mar, Chile, noviembre.
- Arellano, J.P. y R. Cortázar (1982): *Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico*. Estudios CIEPLAN, 8 de julio: 43-60.
- Banco Mundial (1980): "Chile: and economy in transition", (enero): i-viii, 164-166.
- Bhagwati, J. y T.N. Srinivasan (1978): *Trade policy and development*. R. Dornbusch y J. Frenkel (comp.), *International economic policy: theory and evidence*. Baltimore, MD: Johns Hopkins Univ. Press, pp. 1-38.
- Blejer, M. (1982): *Some reflection on the recent economic policies of the Southern Cone countries*, presentado al *World Bank Symposium on Liberalization and Stabilization: Recent Experience in the Southern Cone*, Washington, D.C., mayo 21-22.
- Cauas, J. (1975a): *The government economic recovery program y Report on the state of public finance*, pp.157-187 en J.C. Méndez (comp.), *Chilean economic policy*, Santiago, Chile: Ministerio de Hacienda, Dirección del Presupuesto.

- (1975b): "Desarrollo del programa de recuperación económica". Extracto de la Información Económica Nacional, Gerencia de Estudios 4, 12 [Banco Central de Chile, Santiago]: 178-180.
- y S. de la Cuadra (1981): "La política económica de la apertura al exterior en Chile". Boletín Mensual 644, Banco Central de Chile, (octubre): 2 301-2 314.
- Banco Central de Chile (1983a): "Series monetarias y financieras" (mayo).
- (1983b): "Boletín mensual" (enero y diversos números).
- (1982a): "Cuentas nacionales de Chile 1960-1980" (junio).
- (1982b): "Síntesis monetaria y financiera 1981" (agosto).
- (1981): "Indicadores económicos 1960-1980" (abril).
- (1979): "Series monetarias" (junio).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1983): "National accounts on the basis of country information". Listados de computación, División de Estadísticas.
- (1982a): "Efectos macroeconómicos de los cambios de las barreras al comercio y al movimiento de capitales: un modelo de simulación". Estudios e informes, 20 (diciembre): 7-68.
- (1982b): "Estudio económico de América Latina: 1981" (febrero).
- Corbo, V. (1982): "Desarrollos macroeconómicos recientes en la economía chilena", *mimeo*, Universidad Católica de Chile: Instituto de Economía (septiembre).
- Cortázar, R. (1982a): "Chile: redistributive results, 1973-1982", Presentado a la Conference on National Economic Policies in Chile, University of California, Davis, enero 3-4.
- (1982b): "Desempleo, pobreza y distribución: Chile, 1970-1981". Apuntes CIEPLAN34 (junio): 1-19.
- y J. Marshall (1980): "Índice de precios al consumidor en Chile: 1970-1978". Estudios CIEPLAN 4 (noviembre): 159-201.
- Cortés, H. (1982): "Stabilization policies in Chile: inflation, unemployment and depression, 1975-1982", presentado a la Conference on National Economic Policies in Chile, University of California, Davis, enero 3-4.
- Dahse, F. (1979): Mapa de la extrema riqueza. Los grupos económicos y el proceso de concentración de capitales. Santiago, Chile: Editorial Aconcagua.
- De Castro, S. (1981): Exposición sobre el estado de la hacienda pública. Santiago, Chile: Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos (julio).
- (1978): "Exposición sobre el estado de la hacienda pública". Santiago, Chile: Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos.
- (1976a): Speech delivered at the Seventeenth Annual Meeting of Governor's Assembly of the Interamerican Development Bank, Cancún, México (mayo 18). Reproducido en Boletín Mensual 58 del Banco Central de Chile (junio): pp. 920-926.
- (1976b): "Failure of protectionist policy in Chile" (Round Table Discussion on Andean Pact), Santiago, Chile (agosto), reproducido en J.C. Méndez (comp.), *Chilean economic policy, 1979*.
- (1975): "Remarks in relation to the economic situation", Extracto de la información económica nacional, Gerencia de Estudios (Banco Central de Chile, Santiago) 4, 2 (junio 15): pp. 181-184.
- De la Cuadra, S. (1981): "Política cambiaria y deuda externa", Boletín Mensual 639 (Banco Central de Chile) (mayo): 1 021-1 025.
- Eng Fong, P. y L. Lim (1981): "Rapid growth and relative price stability in a small open economy: the experience of Singapore", presentado a "Conference on Experiences

- and Lessons of Small Open Economies", Instituto de Economía, Universidad Católica, Santiago, Chile, noviembre 11-13.
- Euromoney (Londres) (1982): *Asia asserts its economic supremacy* (septiembre): 35-51.
- Flisfisch, A. (1983): "El neoliberalismo chileno: las funciones del dogmatismo". El estado y la economía (Quito, Ecuador, Pontificia Universidad Católica de Ecuador, Instituto de Investigaciones Económicas) (enero): 295-323.
- Ffrench-Davis, R. (1982): "El experimento monetarista en Chile: una síntesis crítica", Estudios CIEPLAN 9 (diciembre): 5-40.
- (1980): "Liberalización de las importaciones: la experiencia chilena en 1973-1978", Estudios CIEPLAN 4 (noviembre): 39-78.
- (1979): "Exports and industrialization in an orthodox model: Chile, 1973-1978", Revista de la CEPAL 9 (diciembre): 95-113.
- y J.P. Arellano (1981): "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-1980", Estudios CIEPLAN 5 (julio): 5-52.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1983): *International financial statistics*, marzo.
- (1982): *International financial statistics, Yearbook*.
- (1981): "Chile logra la recuperación económica gracias al control de las demandas y estímulo de la oferta", *Boletín del FMI* (noviembre 16): 355-357.
- Foxley, A. (1982): "Experimentos neoliberales en América Latina", Estudios CIEPLAN 7 (marzo): 5-166.
- Friedman, M. (1982): "Free markets and the generals", *Newsweek*, enero 25.
- Harberger, A. (en prensa): "Recent experience in the Southern Cone", Capítulo 8 en *Economic liberalization and stabilization*, Washington, D.C.: Banco Mundial.
- (1979): Interview *Wall Street Journal* (octubre).
- INE (Instituto Nacional de Estadísticas) (1983): *Hoja informativa mensual* (mayo y diversos números).
- Keesing, D. (1979): *Trade policy for developing countries*, World Bank Staff Working Paper 353.
- Krueger, A. (1981): *The experience and lesson of Asia's super exporters*; presentado en "Conference on experiences and Lessons of Small Open Economies", Instituto de Economía, Universidad Católica, Santiago, Chile, noviembre 11-13.
- Krueger, A., H.B. Lary, T. Monson, y N. Akrasanee (1981): *Trade and employment in developing countries. Vol. 1, Individual Studies*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Lüders, R. (1982): *Exposición sobre el estado de la hacienda pública*, Santiago, Chile: Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto.
- Marshall, J. (1981): *El gasto público en Chile: 1969-1979*, Estudios CIEPLAN 5 (julio): 53-84.
- Massad, C. (1976): *The revolt of the bankers in the international economy*, CEPAL Review (Segundo semestre): 93-118.
- Massad, C. y Zahler, R. (1977): *Dos estudios sobre endeudamiento externo*, Cuadernos de la CEPAL 19 (octubre): 3-60.
- Mathieson, D.J. (1982): *Estimating financial programming models during periods of extensive structural reform: the case of Chile*, International Monetary Fund, DM/82/84 (julio 15).
- Méndez, J.C. (comp.) (1979): *Chilean economic policy*, Santiago, Chile: Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuesto.
- Moulian, T. y P. Vergara (1980): *Estado, ideología y políticas económicas en Chile: 1973-1978*, Estudios CIEPLAN 3 (junio): 65-120.

- O'Brien, P. (1981): *The new Leviathan: the Chicago school and the Chilean regime, 1973-1980* en *Monetarism in the Third World*, Institute of Development Studies Bulletin 13, 1:38-50.
- ODEPLAN (Oficina de Planificación Nacional) (1977): *Plan nacional indicativo de desarrollo: 1978-1983*, Santiago, Chile.
- Peñaranda, V. (1980): *Concentración económica: mercado de capitales y endeudamiento externo*, Estudios sociales 23 (Corporación de Promoción Universitaria, Santiago) (Primer trimestre): 41-60.
- Pérez de Arce, J. (1983): *Diferencias entre recursos del Estado destinados a la banca y para combatir el desempleo. Informe Económico Diario La Tercera* (Santiago, Chile) (mayo 2): 2.
- Ramos, J. (1980): "The economics of hyperstagflation: stabilization policy in post-1973 Chile". *J. of development economics* 7, 4 (diciembre): 467-488.
- (1975): "El costo social: hechos e interpretación" *Estudios de economía*, (Universidad de Chile, Santiago) (Segundo semestre): 95-122.
- Remmer, K.L. y G.W. Merckx (1982): "Bureaucratic-authoritarianism revisited". *Latin America research review* 17, 2:3-50.
- Robicheck, W. (1981): "Some reflection about external public debt management" *Estudios Monetarios VII* (Banco Central de Chile) (diciembre): 171-183.
- Sheahan, J. (1980): "Market-oriented economic policies and political repression in Latin America" *Economic Development and Cultural Change* 28, 2 (enero): 267-291.
- Sjastaad, L. (1982): "The failure of economic liberalism in the Southern Cone". Presentado en "1982 Bateman Memorial Lecture", University of Western Australia, septiembre.
- Swenson, W.J. (1982): "Los préstamos bancarios internacionales y el ajuste de balanza de pagos", *Monetaria* 5, 4 (octubre-diciembre): 405-420.
- Tapia, D. (1979): "Apertura al mercado financiero internacional", pp. 107-128 en *Institucionalidad Económica e Integración Financiera al Exterior*, Santiago: Instituto de Estudios Bancarios Guillermo Subercaseaux.
- Universidad Católica de Chile (1979): "Panorama económico de la agricultura", Santiago, Chile: Departamento de Economía Agraria de Agronomía.
- Wall Street Journal (1980), Editorial, enero 18.
- Zahler, R. (en prensa): "A regional view", ch. 4 en *Economic liberalization and stabilization*, Washington, D.C.: Banco Mundial.
- (1982): "El neoliberalismo en una versión autoritaria", *Estudios Sociales* 32 (Corporación de Promoción Universitaria, Santiago) (Primer semestre): 9-34.
- (1980): "The monetary and real repercussions of financial opening-up to the exterior: the case of Chile, 1975-1978", *CEPAL Review* 10 (abril): 127-153.

El costo real de la deuda externa para el acreedor y para el deudor

Carlos Massad

Este artículo es una versión revisada del original publicado en la *Revista de la CEPAL*, N° 19. Colaboró en este artículo Tatjana Montes. El autor agradece los comentarios de Roger Lindqvist, Soren Wibe, Lily Massad y Mario Valdivia.

I

Introducción

La deuda externa de los países en desarrollo no exportadores de petróleo y, más recientemente, aun la de los exportadores de petróleo, ha crecido con gran rapidez.¹ Sin embargo, sólo hace muy poco que se ha comenzado a investigar sistemáticamente el costo real de la deuda medido en términos del traspaso de recursos reales requerido para su servicio.

Uno de los problemas que suscita la evaluación del costo real de servir la deuda es el hecho de que el punto de vista del acreedor y el del deudor no son necesariamente coincidentes. Al deudor le interesa conocer el monto de recursos reales que deberá destinar para generar medios con los cuales hacer frente al pago de la deuda. Por ejemplo, si se reduce el precio internacional de sus productos de exportación, y a igualdad de otras condiciones, aumentará el peso de servir la deuda, desde su punto de vista; es decir, necesitará destinar una mayor proporción de sus productos a pagar la deuda y una menor proporción de ellos a importar.

En cambio, al acreedor le interesa el poder adquisitivo de la suma prestada y de sus intereses en su propio mercado. Este trabajo pretende explorar estos dos puntos de vista y proponer métodos de medición del costo o beneficio real de la deuda externa tanto para acreedores como para deudores.

II

El punto de vista del acreedor

El acreedor normalmente considerará el empleo alternativo de sus recursos financieros en el mercado de su propio país. Si bien esto no parece válido para los acreedores situados en centros financieros donde el mercado no financiero es pequeño (como Panamá o Hong Kong), a menudo los principales acreedores son en realidad instituciones con sede en los Estados Unidos y otros países industriales.

Las opciones para el uso de recursos financieros fuera del mercado del país acreedor se amplían con el aumento de la importancia relativa de los préstamos internacionales sobre el total de préstamos. Sin embargo, pese a dicha ampliación todavía los préstamos al exterior constituyen una pequeña proporción del total de préstamos de las instituciones financieras en los países industriales.

Por ejemplo, del total del crédito otorgado por instituciones bancarias localizadas en los Estados Unidos, menos de un 10% representaba activos externos a fines de 1981.² Esta cifra incluye activos colocados en todo el mundo fuera de los Estados Unidos.

De este modo, la opción de prestar al exterior, si bien está abierta, probablemente no es considerada como una opción para el uso permanente de recursos financieros de instituciones individuales de préstamos que operan en el mercado internacional. Parece más razonable suponer que estas instituciones, individualmente consideradas, tomarán en cuenta siempre la opción de emplear sus recursos en su propio mercado; esto, a pesar de que en conjunto puedan mantener siempre un cierto volumen de recursos colocados en el exterior.

Ahora bien, si la tasa de interés anual que se cobra sobre un préstamo es igual a la tasa de inflación correspondiente, el poder adquisitivo del capital prestado se mantendrá constante. Y en la medida en que la tasa de interés se aparte de la tasa de inflación habrá una pérdida o ganancia en el poder adquisitivo del capital prestado por el país acreedor.

Por su parte, los países deudores no sólo obtienen préstamos en los países acreedores sino también mantienen en aquéllos sumas importantes en depósito y sobre las cuales obtienen un interés. El poder adquisitivo del capital depositado también sufre por supuesto con la inflación.

Desde el punto de vista del acreedor, la inflación en su propio mercado disminuye el poder adquisitivo de tales depósitos.

Así, mientras el acreedor pierde en el capital del préstamo con la inflación (para una tasa de interés dada), gana con el capital ajeno depositado. Si bien las tasas de interés cobradas por un préstamo difieren en general de las que se pagan por depósitos, una primera aproximación para tomar en cuenta ambas consideraciones anteriores, es la de restar del total de préstamos vigentes a cierta fecha los depósitos existentes a ese mismo momento. A dicha diferencia se la llamará aquí Deuda Neta Global (DN).

1. El método

Si el crecimiento de la Deuda Neta Global a través del año es lineal, puede suponerse que el pago anual de intereses corresponde a un nivel de deuda intermedio entre el de fines de un año y el de fines del año siguiente. La diferencia entre ambas cifras de fines de año constituye el aumento anual de la deuda o flujo neto de endeudamiento anual (F).

El promedio entre ambas cifras de fines de año corresponderá a la Deuda Neta Media afectada a intereses (DNF).

$$DNF_t = \frac{DN_{t-1} + DN_t}{2}$$

o también

$$DNF_t = DN_{t-1} + \frac{F_t}{2}$$

donde el subíndice "t" representa el año correspondiente.

Si los intereses abonados cada año por el país deudor, menos los intereses percibidos por sus depósitos en el exterior, o intereses netos efectivos (IEF), se dividen por la deuda neta media, se obtiene la tasa de interés neta promedio efectivamente pagada (iEF).

$$iEF_t = \frac{IEF_t}{DNF_t}$$

Esta tasa efectiva se compara con la tasa de inflación pertinente para determinar si el acreedor conserva el valor real del capital prestado o si este valor se acrecienta o disminuye.

Obviamente, el valor real de la Deuda Neta Media se elevará, se mantendrá, o se reducirá, a igualdad de otros factores, según si la tasa de interés efectiva es mayor, igual o menor que la tasa de inflación.

La modificación del valor real de la Deuda Neta Media representa una variación en el compromiso del deudor de transferir al acreedor recursos reales en pago de la deuda. El método aquí empleado mide dicho compromiso en términos del poder adquisitivo que interesa al acreedor, que no corresponde necesariamente al costo en términos de recursos reales que al deudor le significa generar recursos externos para pagar.

De acuerdo con la ecuación de Fisher $(1 + p)(1 + e) = 1 + i$, donde "p" es la tasa esperada de variación de precios, "e" la tasa real de interés e "i" la tasa nominal, se tiene

$$e = \frac{1 + i}{1 + p} - 1$$

donde "e" representaría el traspaso real de recursos desde o hacia el país acreedor. Valores positivos de "e" indicarían un traspaso de recursos hacia el acreedor mientras que valores negativos corresponderían a un traspaso desde el acreedor hacia el deudor, según el punto de vista del acreedor.

La tasa "e" aplicada a la Deuda Neta Media dará el monto de recursos traspasado anualmente (R_t).

El total de recursos traspasado históricamente corresponderá a la acumulación de los valores anuales de "R", debidamente reajustados año a año por la variación de los precios. Este procedimiento supone que la tasa de interés real a largo plazo es cero; de otro modo sería necesario agregar el interés real al reajuste de precios para determinar el valor del traspaso acumulado de recursos.

Si dicha tasa real fuese positiva, el procedimiento empleado subestima el monto acumulado de los recursos traspasados.

2. Los datos

Se ha tratado de abarcar el período de veinte años que termina a fines de 1980, para los países de América Latina, excluidos los cuatro países del Caribe (Guyana, Trinidad y Tabago, Barbados y Jamaica), Venezuela y Panamá. Este último país fue dejado de lado por tratarse de un centro financiero cuya "deuda externa" tiene un significado económico completamente distinto que el que posee para el resto de los países. Se ha separado un subgrupo de países por ser los mayores deudores del área, el que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

La Deuda Neta Global se ha calculado tomando la deuda a corto, mediano y largo plazos, incluyendo tanto aquella que goza de garantía oficial como la que no la tiene; de la misma se han restado los depósitos en el exterior, tanto públicos como privados, mantenidos por los países deudores. Estos últimos datos se obtuvieron de las publicaciones del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS) desde 1974 a 1980, y para los años anteriores se tomó como depósitos en el exterior las reservas de divisas mantenidas por los países deudores de acuerdo con información del *International Financial Statistics* del FMI.

Este procedimiento subestima el monto de los depósitos en el exterior anteriores a 1974, aunque tal subestimación se aproxima a cero a medida que se retrocede en el tiempo; esto obedece a que las tenencias privadas de divisas en el exterior sólo alcanzan significación desde fines de los años sesenta en adelante.

Por su parte, las cifras de la deuda global desde 1974 a 1980 son las estimadas por la CEPAL, a base de informaciones del Banco Mundial y del BIS. Para los años anteriores se utilizaron cifras del Banco Mundial para la deuda a mediano y largo plazos y la de corto plazo se calculó acumulando el flujo neto de dichos préstamos que se registra anualmente

en la balanza de pagos de cada país. A los efectos de esta acumulación se supuso que no había préstamos a corto plazo antes de 1950.

Como tasa de inflación se emplearon los datos de índice de precios al consumidor y de índice de precios al por mayor para los Estados Unidos, puesto que este país es el principal acreedor en el caso de los países deudores analizados. Las tasas de inflación corresponden a tasas anuales promedias (cambio porcentual entre índices de precios anuales).

3. Los resultados

Los cuadros 1 y 2 reflejan los resultados obtenidos para dos medidas alternativas de inflación: el índice de precios al consumidor en los Estados Unidos y el índice de precios al por mayor en dicho país. El período total se ha subdividido en quinquenios y decenios para mostrar tendencias más que variaciones esporádicas a corto plazo.

Cuadro 1

AMERICA LATINA^a Y SEIS PAISES MAYORES DEUDORES: TASAS DE INFLACION Y TASAS DE INTERES PAGADAS AL EXTERIOR, 1961-1980

(Promedios quinquenales y decenales en porcentajes)

Período	Tasas de inflación		Tasas de interés pagadas		
	IPC	IPM	América Latina	Seis mayores deudores ^b	Resto
1961-1965	1.3	0.3	4.1	4.4	2.7
1966-1970	4.2	2.7	5.4	5.7	3.5
1971-1975	6.8	9.6	7.4	7.7	5.0
1976-1980	8.9	8.9	10.0	10.4	7.1
1961-1970	2.7	1.5	4.8	5.1	3.1
1971-1980	7.8	9.3	8.7	9.1	6.0

^aExcluye los cuatro países del Caribe (Guyana, Trinidad y Tabago, Barbados, Jamaica), Venezuela y Panamá.

^bArgentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Cuadro 2

AMERICA LATINA^a Y SEIS PAISES MAYORES DEUDORES: TASAS DE INTERES REALES PAGADAS AL EXTERIOR, 1961-1980

(Promedios quinquenales y decenales en porcentajes)

Período	América Latina		Seis mayores deudores ^b		Resto	
	IPC	IPM	IPC	IPM	IPC	IPM
1961-1965	2.8	3.8	3.1	4.1	1.4	2.4
1966-1970	1.2	2.7	1.5	3.0	-0.7	0.8
1971-1975	0.6	-2.2	0.9	-1.9	-1.8	-4.6
1976-1980	1.1	1.1	1.5	1.5	-1.8	-1.8
1961-1970	2.1	3.3	2.4	3.6	0.4	1.6
1971-1980	0.9	-0.6	1.3	-0.2	-1.8	-3.3

^aExcluye los cuatro países del Caribe (Guyana, Trinidad y Tabago, Barbados, Jamaica), Venezuela y Panamá.

^bArgentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Las columnas de ambos cuadros exhiben la diferencia entre las dos medidas de la tasa de inflación y las tasas de interés efectivamente pagadas. Si se toman como medida de inflación las variaciones en el índice de precios al consumidor, se observa que tanto el conjunto de América Latina como los seis países mayores deudores transfirieron recursos reales al exterior en el proceso de endeudamiento, a través de pagos de intereses; el resto de los países, en cambio, pagó recursos reales netos al exterior durante el primer decenio y los recibió en el segundo.

En los veinte años transcurridos hasta fines de 1980, el traspaso a los acreedores de América Latina de recursos reales acumulados, representó un monto igual al 7.6% de la deuda a fines de 1980; esta cifra es aún mayor para los seis países mayores deudores, y llega a 9.3% de su deuda externa a la misma fecha.

Estos resultados no cambian mucho si se aplican las variaciones en el índice de precios al por mayor en los Estados Unidos como medida de inflación. En el caso de América Latina en su conjunto y también de los seis países mayores deudores, se continúan registrando transferencias de recursos reales al exterior para el pago de intereses sobre la deuda, y la cifra acumulada a fines de diciembre de 1980 llega a un 4.1% de la deuda de América Latina y a un 6.4% de la de los seis países mayores deudores. En este caso, sin embargo, el quinquenio 1971-1975 muestra una situación desfavorable a los acreedores, ya que allí se registra una aceleración de los incrementos del índice de precios al por mayor en los Estados Unidos, mientras las tasas de interés aún no muestran los marcados incrementos observados con posterioridad.

Todo esto no es sino otra manera de decir que en los veinte años transcurridos hasta 1980, la tasa de interés percibida por los acreedores externos de los países latinoamericanos en su conjunto (excluidos los cuatro países del Caribe, Panamá y Venezuela), así como la percibida por los acreedores de los seis países mayores deudores, fueron positivas en términos reales. Dichas tasas reales alcanzaron un promedio de alrededor de 1.5% por año, muy similar al promedio registrado para los Estados Unidos durante el mismo período. En cambio, los acreedores del resto de América Latina percibieron tasas de interés negativas, en promedio, de alrededor de 0.8% anual; y esto a pesar de que en el decenio 1961-1970 la tasa fue positiva en términos reales.

Estimaciones realizadas para el año 1981 indican que las tendencias señaladas se acentúan durante ese año. Las tasas de interés reales pagadas por el conjunto de América Latina se acercan a 5% por año. Esta cifra vale también para los seis países mayores deudores mientras que la aplicable al resto de la región se mantiene negativa.

Estas tendencias pueden constituir un reflejo de la política de los países industriales y de los organismos internacionales de concentrar cada vez más los recursos blandos disponibles en los países de menor ingreso por habitante.

III

El punto de vista del deudor

Con el objeto de pagar el servicio de la deuda, incluyendo tanto amortización como intereses, el país deudor necesita utilizar recursos reales, presentes o futuros, para generar los medios de pago en divisas necesarios. Utiliza recursos reales presentes cuando abona el servicio de su deuda mediante un excedente en su cuenta comercial. En cambio, emplea recursos reales futuros cuando atiende su deuda mediante un excedente en la cuenta de capitales, es decir, aumentando su deuda exterior, la que pagará en futuros períodos. En situación de equilibrio, el valor presente de los recursos reales futuros necesarios para pagar la deuda, descontados según la tasa social de descuento deberá igualar al valor de los

recursos necesarios para pagar la deuda en el momento actual. Lo mismo vale para el servicio presente o futuro de la deuda.

El problema que cabe resolver es determinar cuánto cuesta a la economía, en términos de recursos reales, generar una unidad de divisas. Tal costo corresponderá al precio social real de la divisa, o tipo de cambio social,³ cuyo nivel dependerá de elementos tales como los precios externos de exportación e importación, el nivel de las reservas internacionales, el grado de movilidad de los recursos entre bienes transables y no transables, etc.

Cuando los precios externos de importación y exportación muestran cambios importantes que se mantienen durante períodos prolongados, ellos tienden a predominar entre los diversos elementos que contribuyen a determinar el tipo de cambio social, y, por consiguiente, el costo de servir la deuda externa medido en términos de recursos reales.

Por este motivo, una primera aproximación al costo real de servir la deuda, desde el punto de vista del deudor, consiste en buscar alguna manera de tomar en cuenta los precios de las exportaciones y las importaciones en la valorización de los pagos que se hagan por la deuda.

1. El método

Es evidente que un aumento de los precios externos de las exportaciones de un país reducirá el costo de servir la deuda. En efecto, tal aumento significaría que por cada unidad de recursos reales destinados a producir para la exportación se obtendrá más divisas que antes del incremento, de modo que generar una unidad de divisas requerirá menos recursos reales.

Por su parte, un incremento de los precios externos de las importaciones implica que, para mantener igual nivel de importaciones en términos reales, es necesario gastar más divisas que antes, y por tanto, destinar más recursos reales a producirlas, a costos crecientes en términos de otros bienes y servicios cuya producción debe ser sacrificada.

Así, a igualdad de otros factores, un mejoramiento de la relación de precios entre exportaciones e importaciones, o términos del intercambio, reducirá el costo de servir la deuda medido en recursos reales internos, en comparación con el período que se tome como base. Por supuesto, un desmejoramiento en dicha relación ocasionará el efecto opuesto.

El servicio de la deuda comprende amortización e intereses, de manera que

$$(1) \quad S = A + I$$

donde el servicio de la deuda, S, se mide como la suma de los valores nominales de la amortización A, e intereses I, pagados al exterior, expresados en dólares de los Estados Unidos. Por su parte, la relación de términos del intercambio se mide dividiendo un índice del valor unitario de las exportaciones del país por otro del valor unitario de sus importaciones, ambos en dólares de los Estados Unidos.

$$(2) \quad T = \frac{V_x}{V_m}$$

donde T representa el índice de términos del intercambio y V_x y V_m los índices de valores unitarios de exportaciones e importaciones, respectivamente. Si $T > 1$ implica que los valores unitarios de exportaciones subieron más que los de las importaciones, de modo

que el costo de servir la deuda, 'medido en términos de recursos reales, será menor, por unidad, que el del año base.

La diferencia entre el costo de servir la deuda medida en términos de recursos reales en el país deudor y el monto nominal del servicio será una medida del aumento o disminución de dicho costo generado por los términos del intercambio, VC.

$$(3) \quad \frac{S}{T} - S = VC$$

o también

$$(4) \quad \frac{S(1-T)}{T} = VC$$

Finalmente, para expresar esta variación por unidad de deuda, se tiene

$$(5) \quad \frac{S}{D} \cdot \frac{(1-T)}{T} = \frac{VC}{D}$$

donde D es la deuda global nominal promedio del año correspondiente.

El término $\frac{VC}{D}$ tiene una dimensión comparable a una tasa de interés y puede interpretarse como el recargo o alivio sobre la tasa de interés nominal provocado por las variaciones en los términos del intercambio respecto de cierto período base.

Esta interpretación merece algunas reservas. En primer lugar, la variación de los términos del intercambio mide las modificaciones en el promedio de los precios de exportación e importación; por ello, está muy fuertemente influida por los principales y, a menudo, tradicionales productos que cada país comercia internacionalmente. Es probable que la variación marginal de los términos del intercambio que corresponderá en general a la de los productos no tradicionales que se comercian, sea distinta de la media y es esta variación la que correspondería con mayor propiedad considerar en este análisis. En otras palabras, habría necesidad de definir y calcular un índice de los términos del intercambio marginales para reflejar mejor los cambios en el costo de servir la deuda externa medidos en términos de recursos reales.

En segundo lugar, el cálculo reflejaría el costo de servir la deuda si ésta efectivamente fuese servida. Como el *stock* de deuda es generalmente creciente, es obvio que el nuevo endeudamiento cubre con holgura la amortización de las deudas anteriores y, en ocasiones, hasta sus intereses. Esto significa que se está incurriendo en un costo futuro de servicio cuyo equivalente en términos de recursos reales sólo cabe calcular en el momento de su pago efectivo. De todas maneras, el método propuesto permite aproximarse a dicho cálculo en cualquier momento; y además, establecer que no conviene a un país pagar su deuda cuando los términos del intercambio no le son favorables. En esas circunstancias, a igualdad de otras condiciones, conviene más bien refinanciar o renegociar que pagar, a pesar de que la actitud normal de los acreedores es precisamente cobrar en los momentos en que los términos del intercambio son más desfavorables.

2. Los datos

Como en el caso anterior, se toma el período de veinte años hasta 1980, dividido en quinquenios para apreciar tendencias más que cambios ocasionales. El cálculo se ha hecho

para América Latina, excluidos los países ya señalados en páginas anteriores y para los seis países mayores deudores. Para determinar las variaciones en los términos del intercambio de cada país se han utilizado índices de valores unitarios de exportaciones e importaciones, basados en 1970. Las cifras para cada año del índice de términos del intercambio corresponden a cálculos de la CEPAL; las de servicio de la deuda son tomadas de la balanza de pagos de cada país, y la cifra correspondiente a intereses pagados al exterior es neta de los intereses recibidos por depósitos en el exterior. Las cifras de amortización de deudas también son netas de amortizaciones recibidas, pero estas últimas carecen de gran importancia cuantitativa en los países considerados.

Las tasas de recargo o alivio por sobre la tasa nominal de interés se calcularon año a año y luego se promediaron geométricamente por quinquenio para cada país. El promedio para la totalidad de los seis países se calculó obteniendo valores unitarios para el conjunto por la vía de sumar sus exportaciones e importaciones en valores corrientes y constantes a precios de 1970. Y lo mismo se aplica para América Latina en su conjunto.

3. Los resultados

Los cuadros 3 y 4 muestran los resultados obtenidos de la aplicación del método ya descrito para estimar el recargo o alivio sobre la tasa de interés nominal de la deuda externa global que implican las alteraciones en los términos del intercambio. Los resultados globales no

Cuadro 3

AMERICA LATINA - SEIS PAISES MAYORES DEUDORES: TASA DE RECARGO O ALIVIO POR SOBRE LA TASA NOMINAL DE INTERES

(Promedios quinquenales y decenales en porcentajes)

Promedios geométricos	Argentina	Brasil	Chile ^a	Colombia	México	Perú	Seis países
1961-1965	-1.6	0.8	6.3	0.8	1.3	4.6	1.6
1966-1970	-0.9	1.8	1.1	1.2	1.0	2.4	1.0
1971-1975	-3.2	1.2	5.8	0.8	-0.5	0.3	0.3
1976-1980	3.2	4.1	26.6	-3.9	-4.0	-1.2	1.4

^aSi se excluye el cobre de los cálculos para Chile, las cifras son: 4.8; 3.6; 4.0 y 15.5.

Cuadro 4

AMERICA LATINA - SEIS PAISES MAYORES DEUDORES: TASA REAL DEL DEUDOR

(Promedios quinquenales y decenales en porcentajes)

Promedios geométricos	Argentina	Brasil	Chile ^a	Colombia	México	Perú	Seis países
1960-1965	1.0	5.4	11.4	5.3	7.2	7.7	6.0
1966-1970	5.2	8.0	5.1	6.4	7.0	9.2	6.7
1971-1975	6.5	10.3	11.2	6.7	6.4	8.3	8.0
1976-1980	13.1	15.0	38.1	3.6	6.9	7.0	11.8

^aSi se excluye el cobre de los cálculos para Chile, las cifras son: 9.9; 7.6; 9.4 y 27.0.

muestran un recargo muy grande aunque éste en ocasiones ha llegado a representar más de un 35% de la tasa de interés nominal pagada por la deuda. De todos modos, para algunos países, tanto el alivio como, en su caso, el recargo, son de magnitud sustancial.

Chile sin duda es el país más afectado negativamente, con un recargo de 26.6% en el promedio del quinquenio 1976-1980. Esto significa que, al pagar amortización e intereses por su deuda, Chile debió abonar un 26.6% más en recursos reales que lo que habría pagado si se hubiesen mantenido los términos del intercambio de 1970. Ahora bien, eliminado el efecto del precio del cobre en los términos del intercambio, el recargo es de 15.5%; de todas maneras casi cuatro veces el recargo correspondiente a Brasil, país que sigue a Chile en términos de efecto negativo.

En el otro extremo se encuentra México, con una tasa de alivio de 4% durante el quinquenio 1976-1980.

Con estos resultados, puede elaborarse una estimación de la tasa real de interés vista desde el punto de mira del país deudor, es decir, medida en términos de recursos reales necesarios para pagar amortización e intereses de la deuda con relación al *stock* nominal de la deuda externa global. Para los seis países considerados separadamente, la tasa máxima corresponde a Chile en el quinquenio 1976-1980, con un 38.1%, mientras que la mínima es de 1% para Argentina en el primer quinquenio del período estudiado. En el conjunto de dichos seis países, la tasa es creciente durante los cuatro quinquenios, llegando a casi 12% en el último analizado. Esto refleja varios factores, los que incluyen la variación en la deuda, en su amortización, el aumento en las tasas nominales de interés y la desmejora de los términos del intercambio.

IV

Factores que intervienen en el costo real de servir la deuda, visto por el deudor.

Un análisis preliminar

Para medir la importancia relativa de cada uno de los factores que intervienen en la determinación del costo real de servir la deuda, desde el punto de vista del deudor, se ha procedido de la siguiente manera:

Si se recuerda que

$$(6) \quad \frac{S}{T} - S = VC$$

es el costo adicional de servir la deuda provocado por los términos del intercambio, puede escribirse

$$(7) \quad \frac{\frac{S}{T} - S + I}{D} = \frac{VC + I}{D} = \rho$$

donde ρ representa el costo real de servir la deuda, por unidad de deuda. Esto puede escribirse también, de acuerdo con (1)

$$(8) \quad \rho = \frac{I}{D} + \frac{A + I}{TD} - \frac{A + I}{D}$$

El stock presente de la deuda D puede expresarse como el stock del período inmediatamente anterior, D_0 , más el flujo de deuda nueva, U , y menos la amortización, A .

$$(9) \quad \rho = \frac{1}{D_0 + U - A} \left[\frac{A + I}{T} - A \right]$$

y, diferenciando (9) totalmente

$$(10) \quad d\rho = \frac{\partial \rho}{\partial A} \cdot dA + \frac{\partial \rho}{\partial U} \cdot dU + \frac{\partial \rho}{\partial I} \cdot dI + \frac{\partial \rho}{\partial T} \cdot dT$$

La expresión (10) permite descomponer el incremento en el costo real de servir la deuda, por unidad de deuda, $d\rho$, en los distintos factores que intervienen en su determinación: dA , dU , dI y dT .

Diferenciando totalmente la expresión (9), tal como se indica en (10), se tiene:

$$(11) \quad d\rho = \left[\frac{1}{TD} \right] dI + \left[-\frac{A+I}{T^2D} \right] dT + \left[\frac{A}{D^2} - \frac{A+I}{TD^2} \right] dU + \\ + \left[\frac{1}{TD} + \frac{A+I}{TD^2} - \frac{1}{D} - \frac{A}{D^2} \right] dA$$

si se recuerda que $A + I = S$ se tiene

$$(12) \quad d\rho = \frac{dI}{TD} - \frac{S}{T^2D} \cdot dT + \frac{AT-S}{TD^2} \cdot dU + \frac{S+D(1-T)-AT}{TD^2} \cdot dA$$

Esta última expresión (12) también puede escribirse:

$$(13) \quad d\rho = \frac{I}{TD} \cdot \frac{dI}{I} - \frac{S}{TD} \cdot \frac{dT}{T} + \frac{AT-S}{TD} \cdot \frac{U}{D} \cdot \frac{dU}{U} + \frac{S+D(1-T)-AT}{TD} \cdot \frac{A}{D} \cdot \frac{dA}{A}$$

donde los cambios de la deuda bruta, de la amortización, de los términos del intercambio y de los intereses pagados aparecen expresados en forma porcentual.

Las expresiones (11), (12) y (13) permiten de este modo distinguir el efecto de estos elementos sobre las variaciones en el costo real de servir la deuda combinando el efecto de los precios relativos (términos del intercambio) con el de los cambios en los flujos de la deuda bruta, pagos de amortización e intereses.

Si se aplican los resultados obtenidos en (13) a las cifras del grupo de seis países mayores deudores de la región, para el total del período considerado, se obtiene, por regresión.

$$d\rho = -0.021 \frac{dU}{U} + 0.004 \frac{dA}{A} + 0.043 \frac{dI}{I} - 0.237 \frac{dT}{T}$$

Los coeficientes son significativos con excepción del correspondiente a $\frac{dA}{A}$ y los signos son los esperados.

El incremento en el flujo de la deuda bruta aparece con signo negativo, es decir, un incremento en la misma reduce el valor $d\rho$ y, por tanto, constituye un alivio en el costo de servirla. Pero el incremento en la amortización tiene signo positivo (aunque no significativo) por tanto, cuando el incremento de la deuda genere aumentos en la amortización, el costo de atenderla se incrementará. Lo mismo ocurrirá con los pagos de interés, de manera que el alivio que proporciona el incremento de la deuda es a muy corto plazo.

Estos resultados reiteran la conclusión de que la variación en los términos del intercambio juega un papel importante en el costo de servir la deuda, desde el punto de vista del deudor. Sin embargo, su influencia tiene fuertes variaciones dentro de cada período que se considere, en los casos de ciertos países examinados individualmente.

El cuadro 5 presenta los resultados obtenidos para cada uno de los países del grupo "Mayores deudores" en América Latina.

El crecimiento de la deuda bruta —su efecto de alivio sobre el costo— ha sido importante para Perú. Los otros países tienen coeficientes no significativos.

El incremento de la amortización de la deuda en todos los países tiene un coeficiente de regresión muy cercano o igual a cero.

El aumento de los intereses pagados ha afectado en forma más intensa en los casos de Chile y Brasil, en tanto que en México su efecto fue mucho menor. Los restantes países se acercan al coeficiente del promedio de los seis países.

Cuadro 5

RESULTADOS DE LAS REGRESIONES REALIZADAS

$$\text{Fórmula General } d\rho = \alpha_1 \frac{dU}{U} + \alpha_2 \frac{dA}{A} + \alpha_3 \frac{dI}{I} + \alpha_4 \frac{dT}{T}$$

	α_1	α_2	α_3	α_4	R^2	D.W.
Argentina	0.004	0.007	0.042	-0.247	0.58	1.20
OLSQ	(0.932) ^a	(0.623) ^a	(1.400) ^a	(-4.189)		
CORC	0.005	0.010	0.074	-0.217	0.67	1.53
Brasil	-0.006	-0.003	0.055	-0.258	0.85	1.37
OLSQ	(-0.675) ^a	(-0.132) ^a	(2.977)	(-6.544)		
CORC	0.000	0.005	0.080	-0.230	0.89	2.05
Chile	-0.003	0.029	0.078	-0.196	0.68	0.50
OLSQ	(-0.121) ^a	(0.854) ^a	(3.673)	(-5.437)		
CORC	-0.004	-0.015	0.056	-0.167	0.88	2.16
Colombia	-0.000	0.006	0.039	-0.133	0.91	1.91
OLSQ	(-0.055) ^a	(1.977) ^a	(4.547)	(-9.892)		
México	-0.003	-0.011	0.032	-0.341	0.88	2.34
OLSQ	(-0.368) ^a	(-1.434) ^a	(3.133)	(-10.486)		
Perú	-0.014	0.007	0.037	-0.366	0.87	2.20
OLSQ	(-2.611)	(0.404) ^a	(2.128)	(-9.525)		
Total	-0.021	0.004	0.043	-0.237	0.91	1.63
OLSQ	(-2.880)	(0.319) ^a	(4.480)	(-9.968)		

Nota: Los números entre paréntesis corresponden al valor del estadígrafo t .

Cuando el sistema ordinario de mínimos cuadrados arrojó malos resultados en el test de correlación de series "Durbin-Watson" se usó el método de estimación Cochrane orcutt.

^aNo significativo al nivel de confianza del 90%.

Los términos del intercambio tienen el mayor peso en la determinación del costo de servir la deuda; México, Perú y Brasil fueron los países que vieron más afectado su costo por este concepto en tanto que Colombia tiene el menor coeficiente.

Es importante tomar en cuenta que el costo por unidad de deuda lleva en sí un alivio, o costo negativo, por concepto del aumento de la magnitud de la deuda. Este hecho es real, pero, como se ha dicho en páginas anteriores, debe manejarse con cuidado. Una deuda que ha crecido en forma muy pronunciada tendrá que generar una fuerte alza posterior de las amortizaciones e intereses; al estabilizarse el nivel de la deuda, dicha alza provocará un crecimiento, que puede ser sustancial, en el costo de servirla.

V

Conclusiones

El cuadro 6 resume los resultados obtenidos. Es evidente que las tasas de interés reales, desde el punto de vista del deudor, han superado ampliamente las previstas por el acreedor, como consecuencia del fuerte deterioro de los términos del intercambio durante el período considerado.

Esta discrepancia en el costo real de la deuda desde ambos puntos de vista puede explicar algunos hechos observados. En primer lugar, los países deudores han manifestado una mayor preocupación por el nivel de su deuda que los acreedores.⁴ Estos últimos no han favorecido las iniciativas de algunos países deudores de mejorar los mecanismos institucionales que tratan el problema de la deuda, iniciativa que incluye el posible establecimiento de un servicio especial de refinanciamiento en el Fondo Monetario Internacional. De todos modos algunos acreedores comienzan a mostrar un cierto grado de preocupación por la "capacidad de servir la deuda" de los países deudores. Dicha capacidad no deber ser medida por los indicadores tradicionales tales como la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones o la establecida entre el nivel de la deuda externa y el producto interno o nacional, indicadores que adolecen de serias deficiencias.⁵ En cambio, la "capacidad de servir la deuda" tiene directa relación con el costo en términos de recursos reales de servirla, visto por el deudor. Mientras mayor sea dicho costo, menor será la "capacidad" para servir la deuda, y mayor el incentivo para postergar, para tiempos más propicios, los pagos netos al exterior a través de renegociaciones o refinanciamientos.

Cuadro 6

AMERICA LATINA Y SEIS PAISES MAYORES DEUDORES: TASAS REALES DE INTERES PARA ACREEDORES Y DEUDORES

(Promedios quinquenales y decenales en porcentajes)

Período	Tasas para acreedores		Tasas para deudores
	IPC	IPM	
1961-1965	3.1	4.1	6.0
1966-1970	1.5	3.0	6.7
1971-1975	0.9	-1.9	8.0
1976-1980	1.5	1.5	11.8
1961-1970	2.4	3.6	6.4
1971-1980	1.3	-0.2	9.9

El enfoque aplicado a la determinación del costo real de servir la deuda desde el punto de vista del deudor corresponde a una valoración social más que privada. Esto se debe al hecho de que las monedas de los países deudores no son monedas de reservas que se acumulen en el exterior; por tanto, para el pago de la deuda externa se requiere un proceso de conversión de monedas que envuelve finalmente a la autoridad monetaria. Es ésta la que se enfrenta en última instancia al problema de suministrar o no las divisas requeridas para saldar desequilibrios en el balance de pagos, aunque tales desequilibrios provengan de transacciones realizadas por el sector privado nacional.

El hecho de que una parte creciente de la deuda externa sea deuda del sector privado sin garantía del Estado no altera esta circunstancia.

Por otra parte, sólo dos de las cuatro variables consideradas en la determinación del costo real de servir la deuda pueden verse afectadas directamente por la política económica de los países deudores: la tasa de crecimiento del flujo de deuda bruta y la tasa de crecimiento de la amortización de la deuda. La primera se ve afectada por la tasa de interés interna comparada con la externa, así como por las expectativas de devaluación y por el riesgo tanto privado como de país; también se ve influida muchas veces por regulaciones directas. La segunda se ve especialmente afectada por regulaciones tales como encajes obligatorios diferenciados según el plazo del crédito, garantías de acceso al mercado de divisas, etc. Todas estas regulaciones tienen como objeto modificar el perfil del plazo de la deuda y, con ello, afectan su amortización.

En cambio, aparte del efecto generado sobre los intereses por el nivel de la deuda, no hay medios directos de afectar los intereses por parte del país deudor, ya que las tasas de interés y los recargos se determinan en el exterior. Sin embargo, sí hay ciertos medios indirectos, como la garantía o no del Estado, y la situación general de la economía del país deudor.

Por su parte, si bien los términos del intercambio y su variación pueden verse afectados a corto plazo por la política cambiaria, ellos son básicamente determinados desde el exterior para las economías pequeñas sin poder monopólico en el mercado mundial.

El comportamiento de estas dos variables —tasas de interés y términos del intercambio— a pesar de no estar influido por las políticas económicas del país deudor, puede en cambio influir en dichas políticas para crear estímulos en las direcciones apropiadas. Un aumento en las tasas de interés que se espera sea a corto plazo puede inducir a utilizar reservas para pagar deuda anticipadamente al exterior, mientras que un mejoramiento de los términos del intercambio debería inducir a reprogramar o refinar pagar pagos a más largo plazo.

NOTAS

¹El primer trabajo en este campo es de C. Massad y R. Zahler "Inflación mundial y deuda externa: el caso del deflactor impropio", en *Dos estudios sobre endeudamiento externo*, Cuadernos de la CEPAL N° 19, Santiago de Chile, 1977.

²Véase Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, Washington, D.C., septiembre 1982.

³Véase C. Massad y R. Zahler, *op.cit.*

⁴El reciente problema de México ha modificado notablemente esta situación.

⁵Alvaro Saieh, *Un análisis sobre la posibilidad de evaluar la solvencia crediticia de los países en desarrollo*, Cuadernos de la CEPAL N° 36, 1980.

Financiamiento externo de América Latina: hechos, problemas y opciones

Carlos Massad

Este artículo es una traducción de su versión en inglés "External Financing in Latin America: Developments, Problems and Options", publicado en *United States-Latin America Relations in the 1980's Contending Perspectives on a Decade of Crisis*, editado por Kevin J. Middlebrook y Carlos F. Rico (University of Pittsburgh Press, 1985). Una primera versión de este trabajo se presentó en el Inter-American Dialogue Workshop on U.S.-Latin American relations organizado por el Woodrow Wilson Center for Scholars, Washington D.C., en enero de 1983 y se publicó, actualizado, como *Working Paper* N° 152 por The Wilson Center, Washington D.C., en 1984. El autor agradece los comentarios de Héctor Assael, Roberto Zahler y Tatjana Montes.

I Introducción

Los problemas experimentados por los países de América Latina para obtener una variedad de productos de fuera de la región durante la Segunda Guerra se sumaron al estímulo que ya había dado la gran depresión al desarrollo de su producción local en muchas áreas. Al finalizar la guerra estos países habían acumulado reservas que en condiciones normales habrían facilitado una política de apertura de sus economías al mercado mundial. Sin embargo, en la práctica, este mercado se limitaba a los Estados Unidos. Europa y Asia no estaban en condiciones de dar origen a una demanda activa de productos latinoamericanos ni de ofrecer una variada gama a la región. El fin de la guerra no puso término de inmediato a las dificultades de suministro externo y los países de América Latina se vieron impulsados a organizar mejor sus esfuerzos productivos a través de la planificación económica y de políticas selectivas en que la expansión de la industria se consideraba la principal fuerza motriz del desarrollo. El comercio exterior y las tasas de cambio estaban estrictamente controlados.

Durante un tiempo, las reservas acumuladas anteriormente financiaron los desequilibrios del intercambio que se produjeron. Su disminución, en algunos casos, y la recesión de postguerra de fines de los años cuarenta, acentuaron el hecho de que el ahorro interno no era suficiente para financiar la tasa de crecimiento deseada y surgió así un rol importante para el ahorro externo. Dentro de este contexto general, diferentes países tenían diversas políticas, en particular con respecto a su actitud frente a los déficit fiscales y a la estabilidad de los precios internos. Las variaciones en los términos del intercambio como factor externo, y en el equilibrio fiscal como factor interno, probablemente explican la mayoría de los problemas de desequilibrio exterior y de presiones inflacionarias internas.

La banca privada no tenía en ese momento un rol en el financiamiento internacional excepto en operaciones comerciales de corto plazo. El financiamiento de mediano y largo plazo era de competencia de las instituciones oficiales (principalmente créditos de gobierno a gobierno) y de la inversión directa extranjera. En general, las operaciones de préstamos de gobierno a gobierno tenían tasas de interés fijas y subsidiadas, y largos plazos de vencimiento, de manera que ni las tasas de interés ni la amortización presentaban particulares dificultades. La inversión directa estaba estrictamente vinculada a la explotación de minerales (cobre, petróleo, estaño, hierro, etc.) y a la producción de bienes agrícolas (café, frutas, azúcar, cacao, etc.).

Poco después de la guerra se dinamizaron los flujos de inversión extranjera en Centroamérica, Venezuela y Ecuador. Tras estos flujos, los países mencionados abrieron sus economías y adoptaron un modelo de desarrollo que daba gran énfasis a la exportación de productos básicos y a la importación de una amplia variedad de bienes. Otros países de la región debido a problemas políticos internos, controles de cambio o un tratamiento menos favorable para los instrumentos extranjeros no se constituyeron en receptores importantes de capital foráneo. Continuaron la tendencia general de desarrollo basada en una protección relativamente alta de la industria local, con especial estímulo al desarrollo de algunos sectores de la economía, y con mayor énfasis en el endeudamiento externo que en la inversión extranjera.

A mediados de los años sesenta casi todos los países de América Latina mostraban altas tasas de crecimiento, de manera que aumentó su atractivo como potenciales prestatarios. Al mismo tiempo, la inversión extranjera en América Latina comenzó a disminuir a medida que surgían oportunidades en otras regiones y aumentaban los riesgos de nacionalización. Por otra parte, a medida que los niveles de ingreso per cápita superaban sustancialmente a los de otras regiones en desarrollo, tanto los organismos internacionales como los gobiernos de los países industrializados encontraron justificación para desviar sus recursos hacia otras regiones. A través de este proceso, llamado en el Banco Mundial proceso de "graduación", varios países en desarrollo descubrieron que se limitaba cada vez más su acceso a los recursos oficiales de mediano y largo plazo. Esta tendencia generalizada fue estimulada y apoyada por un cambio en la actitud del Gobierno y del Congreso de los Estados Unidos respecto de la ayuda externa y las contribuciones de ese país a los organismos internacionales y regionales.

A su vez, los mercados financieros privados internacionales se desarrollaron con rapidez a fines de los años sesenta y durante los setenta. Por lo tanto, a medida que perdía importancia la inversión extranjera en el financiamiento del desequilibrio de la cuenta corriente y los aumentos de reservas de la región, los préstamos del exterior en forma de préstamos de fuentes privadas reemplazaron rápidamente los demás flujos. Hacia mediados de los años setenta, la proporción de inversión extranjera en la entrada neta de capitales había bajado a 17% comparado con 44% diez años antes. El cuadro 1 muestra el monto y composición de la deuda externa de América Latina desde 1970 a 1983.

La deuda total de América Latina a fines de 1984 es algo superior a 340 000 millones de dólares. Esta cantidad incluye la deuda pública y privada, de cualquier procedencia, y cubre todos los vencimientos. El monto de 337 000 millones que aparece en el cuadro 1 es una estimación que excluye varias categorías de deuda: créditos de proveedores sin garantía oficial; préstamos de bancos que no informan al BIS; y algunos préstamos directos de empresa a empresa. No incluye, además, depósitos extranjeros no bancarios en bancos latinoamericanos.¹

Si se utiliza la estimación de 340 000 millones de dólares la deuda representa el 47% del total del PNB de América Latina y los pagos de intereses y amortización representan el 35% de las exportaciones latinoamericanas de 1983. El cuadro 2 muestra los dos indicadores para varios grupos de países de la región, basándose en las cantidades documentadas subestimadas. Casi no hay excepción al hecho que la deuda, y con ella los pagos de intereses, ha crecido notablemente en los últimos cinco años en relación a los indicadores utilizados. Este documento investiga las principales razones del crecimiento del nivel de la deuda de América Latina, tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta; sus consecuencias en las políticas internas, transferencia de recursos y fuentes de estabilidad económica; las condiciones necesarias, en cuanto a términos del intercambio y tasas de interés así como financiamiento externo adicional, que harían sostenible los altos y crecientes niveles de la deuda y las opciones de política, tanto interna como internacional existentes si dichas condiciones no se cumplen.

II

¿Por qué aumentó rápidamente la deuda?

Como se ha mencionado, casi sin excepción, la deuda contraída por América Latina de fuentes del sector privado aumentó muy rápidamente durante la última década. El aumento se produjo en países que estaban abriendo sus economías y reduciendo las barreras al comercio y a los movimientos de capitales, y también en los países que no

Cuadro 1

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA EXTERNA^a*(Deuda pendiente desembolsada a fines de cada año)*

	Deuda total (miles de millones de dólares)	Deuda de fuentes oficiales		Deuda de fuentes privadas ^b	
		Miles de millones de dólares	Como porcentaje de la deuda total	Miles de millones de dólares	Como porcentaje de la deuda total
1970	23	8	36	15	64
1971	26	9	36	17	64
1972	30	10	34	20	66
1973	40	12	28	28	72
1974	56	14	25	42	75
1975	75	16	22	59	78
1976	98	18	18	80	82
1977	116	21	18	95	82
1978	152	25	16	127	84
1979	184	27	15	157	85
1980	229	31	14	198	86
1981	280	34	12	246	88
1982	314	39	12	275	88
1983 ^c	337	47	14	290	86

Fuente: BIRF, *World Debt Tables*, Edición 1982-1983 y 1983-1984; BIS, *Annual Reports*, varios años, *Review*, abril de 1983; BID: "External Debt and Economic Development in Latin America", Washington, enero de 1984.

^aLas estimaciones incluyen deudas de largo, mediano y corto plazo y deudas con instituciones financieras informantes al Banco Internacional de Pagos no garantizadas oficialmente. No se incluyen deudas con las demás instituciones financieras y créditos de exportación no garantizados oficialmente. América Latina y el Caribe incluyen los siguientes países: Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Jamaica, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Suriname, Trinidad y Tabago, Uruguay y Venezuela.

^bTodas las deudas a corto plazo se presumen de fuentes privadas.

^cEstimaciones preliminares.

Cuadro 2

AMERICA LATINA Y EL CARIBE: INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO EN 1983^a*(Porcentajes)*

	Deuda/PIB	Intereses/exportación de bienes y servicios
América Latina (24 países)	47	35
Países mayores (Argentina, Brasil, México)	46	41
Países medianos (Chile, Colombia, Perú)	50	31
Países menores ^a	47	24
6 países exportadores de petróleo ^b	48	31
18 países no exportadores de petróleo ^c	46	39
Países en apertura económica externa (Argentina, Chile, Uruguay)	65	50

Fuente: CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana en 1983*; FMI, *Balance of Payments Yearbook*, 1983; Banco Mundial, *Informe sobre el Desarrollo Mundial*, 1984.

^aIncluye el resto de los 24 países no considerando los países mayores, medianos, ni Venezuela.

^bBolivia, Ecuador, México, Perú, Trinidad y Tabago y Venezuela.

^cEl resto de los 24 países sin considerar los 6 países exportadores de petróleo.

siguieron esa política. Se produjo en países exportadores y en los no exportadores de petróleo. Con pocas excepciones² la deuda aumentó rápidamente tanto en los países grandes como en los pequeños. Un fenómeno tan generalizado merece una investigación sistemática que aún no se ha llevado a cabo. Una primera aproximación puede obtenerse al examinar los elementos de demanda y de oferta, que dieron impulso al crecimiento del endeudamiento.

A. Elementos de demanda

La demanda de préstamos en el exterior no está necesariamente relacionada con operaciones de comercio exterior. Por supuesto, un aumento en las importaciones y/o exportaciones conlleva un aumento en el uso de crédito comercial de corto plazo. Por ello, el crecimiento de importaciones y exportaciones explica una proporción relativamente pequeña del incremento total de la demanda de deuda externa. El saldo está relacionado con las diferenciales en las tasas de interés entre los préstamos internos y externos y también con el gasto excesivo de algunos sectores de la economía.

1. Diferenciales en la tasa de interés

El problema presenta dos aspectos. El primero es la falta de convergencia entre las tasas internas y externas aun en períodos prolongados. El segundo es el que las tasas internas tienden a ser más altas que las externas, alcanzando, en algunos casos, niveles sin precedentes.

a) *La divergencia entre tasas internas y externas*

Generalmente el análisis teórico da por sentado que las diferenciales en las tasas de interés entre países se anulan rápidamente a través de los movimientos de capitales. La evidencia empírica, sin embargo, no apoya esta hipótesis. Las diferenciales en las tasas de interés tienden a persistir incluso en los países industrializados que permiten movimientos de capital sustancialmente libres. Esto es así, luego de dejar un margen para los cambios esperados en los tipos de cambio, medidos por los mercados a futuro en moneda extranjera (tasas diferenciales cubiertas). América Latina no es una excepción a este hecho y en varios países de la región las tasas internas, expresadas en moneda extranjera, se han desviado sustancialmente de las tasas externas. El cuadro 3 muestra las tasas de interés internas y externas, expresadas en dólares, de algunos países de la región.

Se han adelantado dos hipótesis para explicar los orígenes de este fenómeno en América Latina (además de la explicación tradicional de control de los movimientos de capitales): la segmentación del mercado y la existencia de activos transables y no transables internacionalmente.

i) *La segmentación del mercado financiero interno.* No todos los que solicitan crédito tienen acceso al crédito externo. En la práctica, tienen acceso las grandes empresas y aquellas relacionadas con el comercio exterior. La mayor parte de los demás interesados tienen acceso a préstamos en el exterior sólo a través de intermediarios locales. Son estos intermediarios los que no permiten que las tasas externas y domésticas se igualen al captar toda, o casi toda, la diferencial en las tasas de interés. Como la mayoría de los prestatarios no tienen acceso directo al crédito externo no están en posición de forzar a través de este mecanismo del mercado, una reducción del margen entre las tasas externas y domésticas. Es así como se reconoce que, en parte la segmentación del mercado es un factor en la explicación del fenómeno de falta de rápida convergencia entre tasas internas y externas, en condiciones de capitales libres o casi libres.³

Cuadro 3

TASAS DE INTERES: DOMESTICAS E INTERNACIONALES

(Tasas anuales en porcentajes)

	Domésticas ^a			Internacionales ^b
	Argentina	Chile	Uruguay	LIBOR
1977	10.0	58.4	22.4	6.4
1978	37.2	51.1	33.4	9.2
1979	34.5	40.5	37.8	12.1
1980	45.6	46.9	40.7	14.0
1981	-30.3	51.9	38.2	16.8
1982	-65.8	-12.1	-	13.6

Fuente: Roberto Zahler, "Recent Southern Cone Liberalization Reforms and Stabilization Policies: The Chilean Case 1974-1982"; en *Journal of Inter-American Studies and World Affairs*, noviembre de 1983, pp. 509-562. *International Financial Statistics*. FMI, abril de 1983; Banco Central de Argentina, series financieras 484; CEPAL, *Estudio Económico: Uruguay 1981*, noviembre de 1982.

^aSe refiere a la equivalencia en dólares de los Estados Unidos de las tasas de interés domésticas.

^bLIBOR para operaciones en dólares de los Estados Unidos en Londres, tasa anual por 180 días.

ii) *Activos transables y no transables*. La mantención de controles a los movimientos de capitales induce a la emisión y transacción de activos no transables internacionalmente debido a la naturaleza y forma del activo, a los riesgos involucrados o simplemente a la falta, o al costo, de la información. A medida que se desmantelan los controles no puede esperarse que los activos internos se conviertan instantáneamente en transables. Considerando que la transformación involucra costos, es de esperar que el proceso tome un tiempo, a medirse, tal vez, en años.⁴

Naturalmente la segmentación del mercado y la comerciabilidad de activos están relacionadas. La primera podrá existir en la medida que algunos activos no pudiesen ser vendidos a prestamistas extranjeros (por ejemplo, prestatarios domésticos están excluidos de obtener créditos externos). Tanto la segmentación del mercado como la existencia de activos no transables contribuyen a explicar por qué las tasas internas de interés pueden divergir de las externas aun en condiciones de libre movimiento de capitales. Los siguientes puntos explican por qué durante gran parte del tiempo las tasas internas han sido *más altas* que las externas, incentivándose así el endeudamiento en el exterior.

b) *Tasas de interés internas más altas que las externas durante largos períodos*

El hecho de que en varios países de América Latina las tasas de interés internas se mantuvieran más altas que las externas, se explica básicamente por las políticas económicas estructurales y de corto plazo de la región y por el comportamiento de importantes grupos de grandes empresas relacionadas.

i) *La lucha antiinflacionaria*. El primer elemento a mencionarse es la lucha antiinflacionaria en la región. A medida que se aceleraba la inflación externa, e interna, los países de la región, al igual que los demás, dieron prioridad a la lucha contra la inflación. En estas circunstancias la política monetaria tiende a ser restrictiva, lo que significa un aumento en las tasas de interés y/o un exceso en la demanda de crédito. A medida que aumentan las tasas de interés internas en comparación con las externas, se incentiva el endeudamiento en el exterior. Si los gobiernos, al mismo tiempo, reducen los límites establecidos sobre el endeudamiento externo, las consecuencias son obvias.

ii) *Las transformaciones económicas y sus efectos sobre las tasas de interés.* Los diferenciales en las tasas de interés también persistieron debido a las políticas económicas estructurales de la región. En los últimos diez años varios países de la región se embarcaron en políticas de profundas transformaciones de la estructura e incentivos económicos. En Argentina, Costa Rica, Chile, México, Perú, Uruguay y Venezuela, se introdujeron políticas de apertura al movimiento de capitales y comercio, se redujeron los controles sobre el sistema financiero, se modificaron los sistemas tributarios y en algunos casos los de seguridad social. Todas estas políticas de transformación, además de sus aspectos de largo plazo, provocan una alteración en los precios relativos. Estos son los indicadores que impulsan a los recursos a trasladarse de actividades. En el caso de las actividades cuyos precios relativos aumentan, el comercio exterior actúa como amortiguador a través de las importaciones, pero se mantiene un estímulo para la expansión de la producción interna que implica nuevas demandas de crédito. En el caso de aquellas actividades cuyo precio relativo cae, debería esperarse una reducción de producción y liberación de recursos; tal cosa ocurre sólo lentamente, pues cabe siempre la posibilidad de que los cambios en los precios relativos sean transitorios. Por lo tanto, la empresa pide prestado aun a altas tasas de interés real para poder mantener al menos un nivel mínimo de operaciones hasta que varíen las circunstancias. Las reformas económicas, entonces, tienden a aumentar la demanda total de crédito, interno o externo, y esta presión tiende a elevar las tasas internas de interés, sin sobrepresionar la economía.

iii) *El vínculo entre las empresas financieras y las no financieras.* Este argumento es especialmente importante cuando se producen vínculos entre los bancos y las empresas no financieras. No existe en este caso una evaluación independiente de las políticas de las empresas no financieras y, a pesar de cometer errores, éstas no se verán empujadas fuera del mercado financiero. Es posible, incluso, que en sus préstamos no se les exija la misma garantía que a otras empresas, lo que les permite trabajar con capital más pequeño relativo a la deuda. Mientras más pequeño el capital en relación con la deuda, menor es lo que la empresa está arriesgando y, si es poco lo que arriesga, más altos son los intereses que está dispuesta a pagar, mientras tenga financiamiento, para poder seguir adelante con sus negocios aun en momentos difíciles.

iv) *La política cambiaria.* La política cambiaria es otro elemento importante en la explicación de diferenciales de tasas de interés. Si en un país en que existe inflación se fija nominalmente el tipo de cambio, y no se mueve mientras la inflación continúa, las tasas nominales internas, que tienden a reflejar la inflación esperada, pueden convertirse en tasas reales en dólares altas.⁵ Por ejemplo, una tasa interna nominal de 25% anual, con una inflación interna de 25%, equivale a una tasa de interés interna real de cero, pero a una tasa en dólares de 25% ya que el precio del dólar está fijo. En estas condiciones una tasa de interés externa de por ejemplo, 15% anual significaría una ganancia de 10% para un deudor que obtiene financiamiento en el exterior en lugar de obtenerlo internamente. Este fenómeno se ha presentado en varios países de la región (Argentina, Chile, México, Perú y Uruguay). Por supuesto, puede también aplicarse esta argumentación, aunque no en forma extrema, cuando la tasa de cambio se mueve más lentamente que la inflación interna. Este fue, durante un tiempo, el caso de Brasil y de Colombia.

2. Gasto excesivo

El gasto excesivo de grandes sectores de la economía crea la necesidad de financiamiento externo e interno. Sólo se analizarán aquí los dos casos más importantes: el gasto excesivo del sector público y el gasto excesivo del sector privado.

a) *El gasto excesivo del sector público*

Este es un caso conocido y ha sido analizado cuidadosamente por economistas y por instituciones internacionales. Es el caso ortodoxo de gasto excesivo. El gobierno presionado a mejorar las condiciones de vida, gasta más que sus ingresos y financia la diferencia con préstamos internos o externos. Si busca los recursos necesarios en el exterior, aumenta directamente la deuda oficial. Si obtiene préstamos internamente, el aumento es menos directo.

Cuando el sector público se endeuda en el mercado interno, se genera dinero y cuasi dinero por sobre su demanda. Se crea, pues, un exceso de oferta de dinero en la economía; la demanda global de bienes y servicios aumenta. En la medida que aumenta el consumo doméstico de bienes exportables aumentan las importaciones y se produce un desequilibrio en la balanza comercial que puede agravarse por una salida de capitales. El país ve reducirse sus reservas y las autoridades se ven obligadas a endeudarse para cubrir el déficit. En este caso ortodoxo a menudo ocurre que aumenta la deuda externa pública.

b) *El gasto excesivo del sector privado*

En algunos casos, el gasto excesivo del sector privado explica los casos de rápido crecimiento de la deuda en países latinoamericanos en los que el sector público ha mantenido, o casi ha logrado mantener, el equilibrio en sus cuentas. La mayoría de los analistas han supuesto que las intenciones de exceso de gasto del sector privado, si las hay, no pueden llevarse a cabo porque las autoridades pueden controlar el crecimiento del endeudamiento interno. Sin embargo, si surgen en el exterior fuentes alternativas de financiamiento, las intenciones de exceso de gasto del sector privado pueden cumplirse.

En tanto el gasto excesivo del sector privado se concentre en bienes transables (aquellos que se pueden comprar o vender en el exterior) se verá reflejado en un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, financiado con entradas de capitales a medida que el sector privado se endeuda en el exterior. Si también hay exceso de demanda de bienes llamados "no transables", parte del endeudamiento externo se reflejará en un aumento de las reservas del país⁶ y el precio de los bienes no transables va a tender a subir en comparación con los bienes transables, lo que equivale a una revaluación de la moneda. Puede haber entonces una tendencia a acelerar el proceso de endeudamiento externo. Con tasas de cambio fijas se mantendrá el precio nominal de los bienes transables mientras que el de bienes no transables continuará creciendo, reflejándose inflación en los índices de precios internos. Las tasas nominales internas de interés se mantienen altas de modo que, expresadas en dólares, se convierten en muy altas, impulsando a un mayor endeudamiento en el exterior. Como consecuencia se produce un aumento del componente de deuda externa en la estructura de los pasivos de la economía.

Estos acontecimientos forzarán en algún punto la necesidad de ajuste en la cuenta corriente del balance de pagos de la misma manera en que el gasto público excesivo requería un ajuste. Sus síntomas se consideran señales de "buena conducta": no hay problemas con el crédito interno, se produce un aumento de la entrada de capitales y de reservas, y, tal vez, tasas rápidas de crecimiento de la economía, pero sin suficiente inversión; este proceso es tan insostenible como aquél generado por el gasto público excesivo.

En los casos donde un exceso de gasto privado domina el cuadro se encuentra un incremento de la deuda externa del sector privado, mientras que en los casos en que domina un déficit fiscal el endeudamiento dominante es el de carácter oficial.

B. Las razones de oferta

Como se ha indicado, existía la demanda de recursos financieros externos. A medida que aumentó la demanda aumentó también la oferta. Los dos impactos del precio del petróleo, en 1973-1974 y en 1978-1979, generaron enormes superávits en las cuentas corrientes de los países exportadores de petróleo. Una importante proporción de estos superávits se depositó en bancos que operan activamente en el mercado internacional, sirviendo de base a una fuerte expansión del sistema bancario.⁷ Al mismo tiempo, los países que compraban petróleo sufrían déficits importantes que necesitaban financiamiento.

Los depósitos en euromonedas⁸ no están sujetos a exigencias de reservas y por lo tanto la capacidad de expansión del mercado es muy grande. De hecho, la oferta total de crédito en este mercado está determinada principalmente por la demanda. Los activos externos, de los bancos informantes del Banco de Pagos Internacionales de Basilea, netos de depósitos interbancarios, crecieron a una tasa promedio de 20% entre 1974 y 1982.

Los compromisos de los bancos de los Estados Unidos con América Latina también alcanzaron importantes proporciones de su capital total, al punto de causar preocupación en las autoridades contraloras. El cuadro 4 muestra la expansiva (el grado de compromiso) de algunos bancos de los Estados Unidos con los países de América Latina. Estos aspectos se analizarán en otro capítulo, por lo que no se ampliarán en este punto.

III

El aumento del nivel y el cambio en la composición de la deuda: consecuencias

Como se ha mencionado, tanto la demanda como la oferta de crédito permitieron el rápido crecimiento de la deuda externa en los países de la región. Como la mayor oferta provenía de bancos privados, en particular de los de los Estados Unidos, al mismo tiempo que crecía

Cuadro 4

GRADO DE COMPROMISO DE DIEZ BANCOS NORTEAMERICANOS

(Préstamos pendientes en miles de millones de dólares)

	Brasil	México	Venezuela	Total de los 3 países	Total como porcentaje del capital del banco
Citicorp	4.4	3.3	1.1	8.7	180
Bank of America	2.3	2.5	2.0	6.8	148
Chase Manhattan	2.4	1.7	1.0	5.1	183
Man. Hanover	2.0	1.7	1.1	4.8	174
Morgan Guaranty	1.7	1.1	0.5	3.3	122
Chemical	1.3	1.5	-	2.8	143
Bankers Trust	0.9	0.9	0.5	2.2	143
Cont. Illinois	0.5	0.7	0.5	1.6	96
First Interstate	0.5	0.7	-	1.2	64
Security Pacific	0.5	0.5	-	1.0	68

Fuente: The American Banker citado en *The Economist*, p. 13, 30 de abril de 1983.

el nivel de la deuda, lo hacía también rápidamente la magnitud de la deuda privada en relación al total. Este cambio en la composición de la deuda tiene importantes repercusiones. Primero, a medida que desaparecen los elementos concesionales de los créditos y en cambio se hace normal aplicar condiciones comerciales, la deuda se encarece y sus plazos se acortan. En segundo lugar, aumenta notablemente el número de acreedores lo que, en caso de crisis, dificulta las negociaciones. Tercero, la deuda está sometida a tasas de interés flotantes cuyas variaciones afectan al total y no sólo a la nueva deuda contraída. En cuarto lugar, los bancos se preocupan cada vez más de su grado de compromiso y analizan con creciente atención los indicadores de riesgo de los países. La ausencia de un mercado establecido y organizado en el cual los acreedores puedan liquidar sus carteras bancarias significa que no existe un valor de mercado de sus activos, de modo que la clasificación de las carteras bancarias se convierta en un importante ejercicio que exige una tasación fuera de mercado.

Pero esta modificación en el origen de la deuda tiene también otras dimensiones. Se supone que las instituciones privadas no deciden sus préstamos basándose en motivos políticos. Esto es así mientras el nivel de la deuda no exceda un límite razonable, desde el punto de vista del acreedor, en relación a variables como el total de las exportaciones o el PNB del deudor. A medida que aumenta el nivel de la deuda en relación al tamaño económico y a la disponibilidad de recursos externos, aumenta el riesgo de cesación de pagos y el interés de los acreedores en las políticas macroeconómicas del deudor. Esto es característico en los grandes acreedores, los que, en el caso de América Latina son principalmente bancos de los Estados Unidos.

Como consecuencia de lo anterior, resultan de hecho ciertas restricciones a la política interna; aumenta la probabilidad de una transferencia real de recursos hacia el exterior y aparece una nueva fuente externa de vulnerabilidad. Estas consecuencias tienen menos importancia mientras más alta sea la contribución de la deuda externa al aumento de la capacidad productiva y exportadora de los deudores.

A. Las restricciones a la política interna

El nivel de la deuda, y su estructura de vencimientos, imponen ciertas restricciones a la política interna. Todos los años vence parte de la deuda y mientras más corto sea el vencimiento promedio de la deuda, más grande será esta parte. Los vencimientos deben ser financiados, a menos que el país esté dispuesto a aceptar la transferencia de recursos reales al exterior reduciendo su deuda externa. Además, si debiera producirse una transferencia de recursos en favor de los países deudores, los niveles de la deuda deberían aumentar, lo que dificultaría aún más la capacidad de obtener créditos. Para prestar, los bancos se basan en ciertos indicadores, como por ejemplo, los niveles y variaciones de las reservas internacionales, los desequilibrios en la balanza de pagos en cuenta corriente y la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones; los países tenderán a buscar aquellas políticas que produzcan los resultados deseados en esos indicadores. Eso implica restricciones a las políticas monetaria, cambiaria, de tasas de interés, fiscal, etc., aunque tales restricciones no las impongan los bancos directamente. Obviamente, mientras más alto el nivel de la deuda, para cualquier estructura de vencimientos mayor será la cantidad de nuevos préstamos brutos necesaria cada año. Los pagos de intereses también necesitan financiamiento y están determinados no sólo por el nivel de la deuda sino también por el nivel de las tasas de interés externas.

B. La transferencia real de recursos hacia el exterior

Una segunda consecuencia de un elevado nivel de la deuda es la mayor probabilidad de una transferencia real de recursos hacia los acreedores. Es obvio que cuando se obtiene un préstamo en el exterior y se gira contra él, se produce una transferencia real de recursos desde el exterior al país prestatario. A medida que se amortiza la deuda y se pagan los intereses, se produce la transferencia al revés. Sin embargo, si los nuevos créditos sobrepasan el servicio de la deuda, continúa produciéndose una transferencia neta de recursos a favor del deudor. A medida que crece la deuda en relación a los indicadores usuales, exportaciones y PNB, disminuye la probabilidad de obtener nuevos créditos netos y aumenta la de la obligación de transferir recursos reales al exterior. La magnitud de la transferencia de recursos reales involucrada en estas operaciones está relacionada con variables tales como las tasas de interés, los términos del intercambio y la inflación externa.⁹

C. Nuevas fuentes de vulnerabilidad externa

En tercer lugar, el creciente carácter comercial del stock de la deuda externa establece un nuevo mecanismo de transmisión de shocks externos a las economías de América Latina y de ese modo aumenta su vulnerabilidad. A medida que crece la deuda, aumenta la proporción de la deuda total que está sometida a tasas flotantes de interés. En consecuencia, las fluctuaciones de las tasas de interés se convierten en una importante fuente de cambios en la balanza de pagos en cuenta corriente. Para América Latina en general, la variación de un punto en las tasas de interés, mantenido durante un año, significa una diferencia de aproximadamente 2.4 billones de dólares en los pagos de intereses, tomando en cuenta el nivel de la deuda de fines de 1982. Las tasas de interés pueden subir o bajar, pero el hecho es que se produce a través de ellas una nueva fuente de inestabilidad en la balanza de pagos, cuando el nivel de la deuda es suficientemente alto. Esta es una nueva vía para la transmisión internacional de desequilibrios, la que se agrega a los términos del intercambio, los volúmenes de exportación, el efecto de las tasas de interés sobre el gasto y la inversión, y la fluctuación del tipo de cambio de la moneda de intervención *vis-a-vis* el resto del mundo.

Se presenta una complicación adicional debido a que las variaciones en las tasas de interés se han asociado a los cambios en los términos del intercambio y en el tipo de cambio de la moneda de intervención *vis-a-vis* otras monedas de importancia en el comercio internacional. Todos estos cambios requieren de políticas de ajuste que sigan la misma dirección, de manera que sus efectos no se compensan sino que se refuerzan mutuamente. Además de estos aspectos, las variaciones en las tasas de interés tienden a afectar la calidad de las carteras de los bancos. Los aumentos en las tasas de interés tienden a deteriorar la calidad de la cartera ya que las inversiones basadas en tasas más bajas se hacen desventajosas y el peso de la deuda sobre los deudores es más difícil de soportar. Del mismo modo, si bajan las tasas, mejora la calidad de las carteras. Así, la variabilidad de las tasas de interés afecta la disposición de los bancos a prestar y se acentúa la inestabilidad ya mencionada.

IV

¿Es sostenible el nivel de endeudamiento?

Visto desde una perspectiva de largo plazo, el ahorro externo juega un importante rol en el futuro desarrollo de los países de la región. Las cifras del Departamento de Comercio de los Estados Unidos indican que el rendimiento promedio de la inversión norteamericana

en América Latina favorece a los inversionistas más que aquél obtenido de otras partes del mundo.¹⁰ Este hecho implica que un modelo de composición de cartera aplicado a países proveedores netos de ahorro en el mundo, da como resultado un flujo sostenido de capitales hacia América Latina. Tal modelo indica también que aunque el rendimiento y la variabilidad fueran iguales en todo el mundo, los movimientos de capitales tendrían como resultado un flujo neto hacia las áreas con menor capital.¹¹

A. La inversión y la deuda externas como formas de movimientos de capitales

La inversión extranjera y la deuda externa tienen diferentes implicaciones políticas y económicas. Desde el punto de vista político, que no se analizó aquí, se diferencia en el tipo de presencia extranjera que significan para un país. La inversión extranjera, especialmente cuando es significativa en relación al tamaño de la economía o del sector correspondiente, estimula el interés extranjero en las políticas microeconómicas y en el ejercicio del poder. La deuda externa, por su parte, no tiene tales características. Desde el punto de vista económico, la inversión implica generalmente la propiedad de activos reales, en tanto que la deuda, por definición, significa la propiedad extranjera de activos financieros. La inversión directa produce un flujo de ingresos que sólo puede estimarse con cierta probabilidad y que está sujeto a los altibajos de la actividad económica correspondiente. La deuda produce un flujo de pagos de intereses a una tasa que se fija al comienzo de la operación, o que es flotante de acuerdo a una tasa referencial del mercado internacional o del mercado interno del acreedor. Las utilidades de la inversión pueden generalmente remitirse al exterior a medida que se van generando; al ser así, las remesas tenderán a variar, *ceteris paribus*, según el éxito de la operación. Los pagos de intereses, por el contrario, no están sometidos a tales variaciones excepto en casos extremos de quiebra de las empresas deudoras si la deuda no está garantizada.

El ingreso de recursos provenientes de la inversión extranjera directa está relacionado con gastos de capital, en tanto que el flujo de recursos en forma de deuda puede no tener conexión directa con un aumento en la capacidad productiva del país. Por otra parte, las remesas del capital prestado se efectúan de acuerdo a un calendario prefijado, en tanto que las remesas del capital invertido generalmente no tienen tal limitación. Sin embargo, en la práctica, las remesas de capital proveniente de inversión directa se demoran ya que exigen la liquidación de la inversión.

Como se ha mencionado, el grueso del flujo de capitales hacia América Latina en la última década, ha tomado la forma de deuda. Considerando el nivel de desarrollo de la región, serán necesarios ingresos adicionales de capitales netos del extranjero para que la tasa de crecimiento pueda recuperar la fuerza de los años setenta.

La dificultad para servir la deuda de un gran número de países de América Latina en 1982 y 1983 hace necesario investigar las circunstancias que permitirían una transferencia continua de recursos reales del exterior por medio de la deuda.

B. Las condiciones para una creciente deuda externa

Un nivel de deuda en aumento permanente, o al menos durante un largo período, puede sostenerse siempre que los acreedores confíen en que, de ser necesario, se les pagará. Si existe esta confianza no tendrán interés en el pago. Lo que en realidad buscan es un flujo de pagos de intereses, siempre que éste sea seguro. En consecuencia, un creciente nivel de deuda es factible si se expande paralelamente la capacidad productiva del país y la deuda se reflejan en un mayor volumen y valor de las exportaciones en comparación con las importaciones; si el pago de intereses no representa una carga excesiva en la cuenta

corriente de la balanza de pagos, y si los mercados financieros externos se desarrollan sin mayores dificultades. Esto significa que el proceso de una deuda creciente es sostenible en tanto los desequilibrios en la cuenta corriente no aumenten desproporcionadamente en relación a las exportaciones y al PNB.

1. *La deuda externa y la expansión de la capacidad productiva del país deudor*

¿Hasta qué punto se expande la capacidad productiva de un país con el crédito externo? El crédito de mediano y largo plazo proveniente de fuentes oficiales generalmente implica proyectos de inversión que incluyen financiamiento externo e interno, de manera que el aumento de este tipo de créditos significa también una mayor dedicación de recursos domésticos a la inversión. En estas condiciones el crédito externo es un complemento al ahorro interno, la inversión total en el país deudor aumentará y también lo hará su capacidad productiva y su capacidad de servir la deuda. Sin embargo, con el aumento de la deuda de origen privado se ha debilitado el nexo entre créditos externos e inversión.

Las políticas económicas del país deudor son cruciales para determinar la tasa de inversión y de crecimiento de la capacidad productiva del país. Pero las condiciones económicas internacionales tienen un papel importante en la asignación de recursos a la producción de bienes transables en relación a la de no transables.

2. *Condiciones generales de la economía internacional*

Un comercio y economía internacionales crecientes son la base de un mercado de exportaciones en expansión, donde aumentan los volúmenes de exportación y los precios de exportación no sufren caídas bruscas. En los mercados internacionales, las exportaciones de materias primas tienden a sufrir cambios de precios más bruscos que las de productos elaborados. Generalmente la oferta es bastante inelástica en el corto plazo, mientras que la demanda se deriva de la demanda por productos finales; variaciones de existencias inducidas por cambios en la demanda por productos finales, provocan bruscas fluctuaciones tanto en la demanda como en los precios de las materias primas.

Una baja en la economía internacional afectará negativamente a los términos del intercambio de los países en desarrollo, obteniéndose el efecto contrario cuando se acelera la tasa de crecimiento de la economía mundial. Esto significa que si la tasa de crecimiento de la economía mundial debe ajustarse a niveles más bajos, se presentará primero una caída brusca en los términos del intercambio de los países menos desarrollados, la que se recuperará parcialmente más adelante a medida que se estabilice la economía internacional en un nuevo nivel. Igualmente, si la tasa de crecimiento de la economía internacional alcanza niveles más altos, se producirá un mejoramiento brusco en los términos del intercambio, que luego se deteriorará hasta alcanzar un nuevo nivel estable. Como es sabido, los cambios en los términos del intercambio introducen desequilibrios de magnitud en la balanza de pagos de los países menos desarrollados; la magnitud es mayor mientras mayor importancia tenga la exportación de materias primas dentro del total de exportaciones.

Parte de estos efectos se explican por el hecho de que un debilitamiento en la tasa de crecimiento de la economía mundial y del comercio puede asociarse con un aumento en las tendencias proteccionistas de los mercados de los países industriales, mientras que un crecimiento más rápido estimula más el comercio libre o abierto. Además, en los últimos años, el deterioro de los términos del intercambio de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo ha tenido lugar al mismo tiempo que un aumento en las tasas externas de interés nominales (y reales). Ambos elementos, términos del intercambio y tasas de interés, afectan el peso de la deuda desde el punto de vista de los países deudores.¹²

Debido al tamaño de la economía de los Estados Unidos, sus políticas internas ejercen una influencia sobre la economía mundial mucho mayor que aquellas de cualquier otro país. La política económica de los Estados Unidos es tal vez el factor individual más importante en la determinación de las circunstancias económicas mundiales; por ello es asunto de gran interés para los países deudores, sea cual sea la fuente de su financiamiento externo.

3. *Acontecimientos en los mercados financieros*

¿En qué grado se ve afectada la capacidad de endeudamiento de un país por los acontecimientos en el mercado financiero internacional? A medida que crece la deuda, en cualquier estructura de vencimientos, crecen también los requisitos del financiamiento. Los deudores se verían forzados a negociar mayores cantidades de crédito externo con el solo propósito de impedir que caiga su nivel de deuda. A medida que la deuda crece, más y más recursos tendrían que destinarse a su pago si alguna vez llegara el momento de reducir los niveles de la deuda. Por supuesto, los pagos de intereses también aumentan con la deuda, a menos que las tasas de interés bajen a niveles inferiores a la tasa de crecimiento de la deuda. De manera que a medida que crece la deuda, es cada vez más importante para los deudores la expansión armoniosa de los mercados financieros. Cualquier interrupción de este crecimiento puede causar serios problemas a los deudores y esos problemas, a su vez, se reflejarían en los mercados financieros, en un círculo vicioso.

C. El cumplimiento de las condiciones

Basándose en lo ya expuesto, debería ser obvio que la deuda puede continuar creciendo en tanto contribuya a la expansión de la capacidad productiva y a las exportaciones de los países deudores; la tasa de crecimiento y otras condiciones de la economía mundial, facilitan la expansión de las exportaciones con términos del intercambio relativamente estables, y los mercados financieros continúan suministrando fondos en forma regular. ¿Hasta qué punto es probable que estas condiciones se cumplan para América Latina durante los años 1980? Información reciente indica que las tendencias en las tres áreas son desfavorables a los préstamos externos futuros.

1. *Ahorro externo e interno: complementariedad o sustitución*

En lo que se refiere a la primera condición, un estudio preliminar de CEPAL sobre nueve países latinoamericanos, durante un período de doce años, muestra que en cinco casos el ahorro externo sustituyó al ahorro interno, de modo que los recursos disponibles para inversión aumentaron menos que la deuda.¹³ Esta primera investigación sobre la sustitución o complementariedad del ahorro externo e interno es tentativa y puede mejorarse notablemente. Sin embargo, es una clara indicación de que en muchos casos el aumento de la deuda está asociado a los aumentos, a veces de gran envergadura del consumo. En tales casos los aumentos de la deuda han contribuido a mejorar el bienestar actual de al menos algunos sectores de la población, pero no han contribuido a producir aumentos en la capacidad productiva que sustentan el consumo futuro y el servicio de la deuda.

2. *Términos del intercambio, tasas de interés y proteccionismo*

En lo que se refiere a la segunda condición, los términos del intercambio han fluctuado marcadamente en contra de los países de América Latina. Aquí se hace necesario distinguir entre los países exportadores y los no exportadores de petróleo de la región. Hasta 1980 los términos del intercambio fluctuaban en contra de los países no exportado-

res de petróleo y favorecían a los exportadores. En 1981-1982 el deterioro afecta a ambos grupos de países, con una leve recuperación en 1983. Al mismo tiempo, las tasas reales de interés aumentaron para ambos grupos y el efecto negativo combinado de los términos del intercambio y de las tasas de interés es de bastante importancia.

El cuadro 5 muestra los efectos de los términos del intercambio y de los pagos de intereses en el saldo de la cuenta corriente de 18 países latinoamericanos no exportadores de petróleo. Si los términos del intercambio hubiesen mantenido los niveles que tenían en 1965-1969 y las tasas de interés de aquellos de 1978-1979, el déficit de la cuenta corriente en este grupo de países habría sido de 3 000 millones de dólares en lugar de 15.5 mil millones de dólares. Seguramente que, si los términos del intercambio y las tasas de interés hubieran sido distintos, también otras cosas habrían cambiado, pero las cifras dan una idea de la magnitud de la importancia relativa de los términos del intercambio y de las tasas de interés en el desequilibrio de la cuenta corriente y de la necesidad de financiamiento adicional de los países.¹⁴

¿Qué parte del desequilibrio existente debería ser ajustada y cuál financiada?, es una pregunta sin respuesta. Si por lo menos parte de los efectos de los términos del intercambio y de las tasas de interés se considera como transitoria en lugar de permanente, se podría justificar más el financiamiento que el ajuste. Por otra parte, están proliferando las tendencias proteccionistas y aunque aún no tienen un efecto notable sobre las exportaciones de América Latina, tienden a desalentar la asignación de mayores recursos a la exportación y, por lo tanto, afectan las futuras tasas de crecimiento de las exportaciones.

Cuadro 5

ESTIMACION DEL EFECTO DE LOS TERMINOS DEL INTERCAMBIO Y LAS TASAS DE INTERES SOBRE EL BALANCE EN CUENTA CORRIENTE DE 18 PAISES NO EXPORTADORES DE PETROLEO DE AMERICA LATINA

(Miles de millones de dólares)

	<i>Balance en cuenta corriente</i>	<i>Efecto términos de intercambio^a</i>	<i>Efecto tasa de interés^b</i>	<i>Balance en cuenta corriente ajustado</i>
1975	-10.6	-3.6	0.1	-7.1
1976	-7.1	-1.7	0.3	-5.7
1977	-5.4	0.9	0.5	-7.0
1978	-8.2	-1.9	-0.5	-6.8
1979	-14.3	-4.7	-0.5	-9.1
1980	-24.0	-9.5	-1.4	-13.1
1981	-28.1	-15.8	-4.6	-7.7
1982	-27.5	-17.7	-5.5	-4.3
1983	-15.5	-15.6	-3.1	3.2

Fuente: CEPAL, División de Estadísticas en base a datos del FMI. *Balance of Payments*, abril de 1984; FMI, *International Financial Statistics*, abril de 1984.

^a El efecto de precios se estimó calculando los valores del balance comercial a precios promedios del período 1965-1969 que, llevado a precios de cada año con el Índice de Precios al Consumidor de los países industriales, se compararon con los valores del balance comercial efectivamente computados para cada año.

^b El efecto tasa de interés se estimó calculando el coeficiente: intereses netos pagados/deuda global líquida (que incluye la deuda a largo, mediano y corto plazo menos los depósitos de los países deudores en la banca internacional). Se estimó que el coeficiente promedio de los años 1978 y 1979 era una relación normal por lo que cifras superiores a ese promedio generan un efecto negativo.

3. *La continuidad en el flujo de crédito externo*

La discontinuidad en los flujos de crédito que se ha producido en los últimos años ha sido provocada por tres factores: el comportamiento de los bancos menores, que ingresaron últimamente al campo del financiamiento internacional; las fuertes alzas y bajas del precio del petróleo, y el deterioro de las carteras de activos de los bancos. Al desarrollarse el sistema financiero internacional, los grandes bancos privados organizaron su capacidad de financiamiento externo. Mejoraron sus métodos de evaluación de riesgos de los países y expandieron su red de sucursales y corresponsales, acercándose así a sus clientes potenciales. A medida que la diferencia se hacía más atractiva, los bancos menores también se interesaron en el financiamiento externo. Al no tener capacidad para evaluar a los países y no estar en estrecho contacto con los posibles clientes, los bancos pequeños ingresaron al mercado actuando detrás de los más grandes. Participaron frecuentemente en consorcios. De esta manera (véase el cuadro 6) los compromisos internacionales aumentaron tanto para los bancos grandes como para los menores.

Sin embargo, el grado de compromisos de los bancos menores en el financiamiento internacional es suficientemente bajo como para permitir reacciones bruscas. Un banco altamente comprometido tendría que considerar cuidadosamente la conveniencia de retirarse bruscamente del financiamiento externo, pero un banco poco expuesto puede retirarse individualmente sin consecuencias para su propia cartera. Los bancos pequeños generalmente no tienen un equipo de personal, ni la información suficiente, que permita evaluar las consecuencias globales de su acción. Al primer síntoma de dificultad tienden a retirarse en conjunto con un instinto gregario notable.

Además de las actitudes de los bancos prestatarios, ha habido también importantes cambios en la oferta de ahorro y crédito en los mercados financieros, como consecuencia de la recesión que predomina en la economía mundial desde comienzos de los años ochenta. La recesión provocó una reducción aguda en la demanda mundial de petróleo, produciendo serias dificultades en la asignación y magnitud de las cuotas de producción de tales países. No pudo mantenerse el cartel del petróleo y el precio bajó rápidamente. Esta caída provocó un cambio en la distribución de los déficit y superávit de la cuenta corriente en el mundo. Desapareció el superávit de los países exportadores de petróleo y con él una fuente importante de liquidez adicional para los mercados financieros.

La recesión y las altas tasas reales de interés de comienzos de los años ochenta, deterioró las carteras bancarias de activos externos e internos. Las autoridades nacionales pueden dar pasos para apoyar a empresas locales que estén en dificultades, fortaleciendo indirectamente los activos de los bancos domésticos, pero las empresas ubicadas en el extranjero están generalmente fuera de su alcance. El único enfoque operacional, en respuesta a un probable debilitamiento en los activos externos de los bancos es el de reglamentar el grado de compromiso de los bancos domésticos. Las autoridades de control de los bancos de Estados Unidos se tornan más estrictas en sus evaluaciones y reglamentos en un esfuerzo por limitar las consecuencias de problemas económicos en otros países.

4. *¿Pueden contribuir los gobiernos de América Latina al cumplimiento de las condiciones?*

El conjunto de acontecimientos: el retiro de los bancos menores del mercado internacional, la reducción y eliminación de los superávit en cuenta corriente de los países exportadores de petróleo, y el deterioro de las carteras de activos de los bancos, conforma un medio ambiente conducente a la reducción del flujo de recursos adicionales a los mercados financieros, lo que figura dramáticamente en el cuadro 6. Por supuesto, estos acontecimientos han afectado a los países en desarrollo, en particular a los de América Latina.

Cuadro 6

EL CRECIMIENTO DE LOS ACTIVOS EXTERNOS DE LA BANCA PRIVADA INTERNACIONAL^a

	Bancos en Europa	Bancos en Japón y Canadá	Bancos en Estados Unidos	Bancos de Estados Unidos en ultramar	Total bancos informantes
a) Miles de millones de dólares a fines de cada período					
1972	182.2	24.0	9.2	9.4	224.8
1973	224.4	29.4	15.2	23.5	312.5
1974	279.4	34.5	34.7	36.1	384.7
1975	329.9	34.2	48.3	51.1	463.5
1976	385.6	39.0	69.6	74.9	569.1
1977	466.2	39.9	92.6	91.1	689.7
1978	611.4	56.1	119.2	106.5	893.1
1979	776.0	71.0	136.4	127.6	1 111.0
1980	903.0	101.2	176.8	141.0	1 321.9
1981	998.4	122.8	256.6	172.9	1 549.7
1982	1 022.8	129.7	363.4	172.8	1 688.8
1983	1 027.2	150.9	396.0	179.8	1 753.9
b) Tasas de crecimiento anual (porcentajes)					
1973	34.1	22.5	65.2	150.0	39.0
1974	14.4	17.4	128.3	53.6	23.1
1975	18.1	-0.9	39.2	41.6	20.5
1976	16.9	14.1	44.1	46.6	22.8
1977	20.9	2.3	33.0	21.6	21.2
1978	31.1	40.6	28.7	16.9	29.5
1979	26.9	26.6	14.4	19.8	24.4
1980	16.4	42.5	29.6	10.5	19.0
1981	10.6	21.3	45.1	22.0	17.2
1982	2.4	5.6	41.6	0.5	9.0
1983	0.4	16.3	9.0	4.0	3.8

Fuente: BIS, *Annual Report*, junio de 1977 a 1983 y *Review* de abril de 1984.

^aSe refiere a los bancos que operan en Bélgica, Luxemburgo, Francia, Alemania, Italia, Holanda, Suecia, Reino Unido, Canadá, Japón y Estados Unidos, más Suiza y las sucursales de los bancos de Estados Unidos en el Caribe y Medio Oriente. Estas cifras incluyen redepósitos entre los bancos informantes por áreas y se ha estimado en alrededor de un 40% del total; sin embargo, para los propósitos de este cuadro no se ha descontado dicha suma como tampoco se ha hecho una estimación de los montos no incluidos en los totales.

De las tres condiciones consideradas indispensables para permitir el crecimiento continuado de la deuda externa en países de América Latina, sólo la primera cae parcialmente dentro del área de influencia de los gobiernos latinoamericanos. Los incentivos para aumentar la capacidad productiva y asignar recursos adicionales a la producción de bienes transables, están básicamente relacionados con las políticas internas y su estabilidad. Sin embargo, los acontecimientos de la economía internacional también ejercen influencia sobre tales aspectos. Las tasas externas de interés influyen en las internas, y la expansión de las exportaciones se relaciona con la tasa de crecimiento de la economía mundial y con la actitud hacia el proteccionismo de los mercados principales. La disponibilidad de financiamiento externo también influye en los niveles internos de inversión. Todas estas influencias, sin embargo, son de menos importancia en comparación con la

asignación interna de recursos a inversión o a consumo. En esta área predominan las políticas internas. Por supuesto, no se trata sólo de inversión como proporción del PNB; también es cuestión de eficiencia en la evaluación de proyectos alternativos de inversión y en su puesta en práctica.

V

Enfoques actuales

Las condiciones necesarias para sostener el déficit en cuenta corriente con un importante flujo de capital hacia América Latina no se han cumplido y las presiones están dirigidas a eliminar el déficit, o, al menos, a reducirlo sustancialmente. Las presiones para producir ajuste en lugar de financiamiento parecen de hecho ser el principal componente del paquete de políticas actualmente utilizado para enfrentar la situación. Los esfuerzos de ajuste, y los costos, han sido importantes en América Latina: en 1983 todos los países de la región tuvieron como resultado un ingreso per cápita más bajo que el del año anterior; en varios casos, el ingreso per cápita bajó en más de 7% y en un caso, Chile en 1982, fue tres veces esa cifra; el desempleo alcanza niveles que en muchos casos exceden los más altos registrados anteriormente.¹⁵

Exagerar el énfasis en el ajuste presenta peligros obvios. Primero, los costos de un ajuste severo serán tan altos que desacreditarán los enfoques de políticas seguidos desde mediados de los años setenta, incluyendo las políticas de apertura del comercio y financiamiento. Esto tiene un costo de largo plazo ya que en situaciones extremas existe la tendencia de "botar al niño junto con el agua del baño". Segundo, las tendencias recesivas en América Latina, acentuadas por un énfasis exagerado en políticas de ajuste, producirán un efecto de retroalimentación en la economía mundial, contribuyendo a demorar la recuperación internacional. Este efecto tendría repercusiones, especialmente en los Estados Unidos. El ajuste generalmente significa una reducción de las importaciones más que un aumento de las exportaciones, al menos en el corto plazo. América Latina importa 40 mil millones de dólares anualmente desde Estados Unidos; estas importaciones se concentran en maquinaria y equipo de transporte y representan cerca del 50% del total de las importaciones. Tercero, el énfasis excesivo en el ajuste podría contribuir a un deterioro de las carteras de activos de los bancos, contribuyendo aún más a la retracción del financiamiento bancario externo a la región.

No está absolutamente claro que el ajuste sea el único remedio adecuado para la enfermedad actual. En realidad, parte de los factores que han contribuido a crear la situación de crisis son de naturaleza pasajera. Hay razones para creer que la economía mundial ya ha comenzado una recuperación, que necesita de alguna ayuda, pero que ya está presente. Las tasas de interés deberían volver a niveles más normales, aunque aún hay que esperar algún tiempo, y los términos del intercambio no podrán quedar para siempre en los niveles actuales. Si fuera así, hay bases para manifestar que el énfasis excesivo en el ajuste no es sólo destructivo sino también innecesario.

Sin embargo, hay un factor permanente que está influyendo en la crisis actual: el nivel de la deuda. Por ello, hay claras indicaciones de que un enfoque adecuado de la crisis debería involucrar tanto el ajuste como el financiamiento, en un enfoque multifacético diseñado para manejar tanto los elementos transitorios como los permanentes.

A. Políticas de ajuste y el FMI

El FMI tiene un rol importante en la promoción de políticas de ajuste como condición para proveer financiamiento. Los países solicitan la asistencia del FMI cuando sus reservas no

pueden sostener un déficit en su balanza de pagos. En condiciones normales se espera que las políticas de ajuste en países deficitarios, diseñadas para expandir las exportaciones, reducir las importaciones y estimular los flujos netos de capital, produzcan resultados sin afectar significativamente a otros países o a la economía mundial. Se hace recaer el peso del ajuste sobre los países deficitarios ya que se estima que el déficit es resultado del mal comportamiento y del pecado. En realidad el FMI no tiene armas, aparte de la persuasión moral, para estimular a los países superavitarios hacia el ajuste. Si el financiamiento estuviera fácilmente disponible, la asimetría de las acciones del FMI —fuerte estimulación al ajuste para los deudores y solamente persuasión moral para los acreedores— no tendrían gran importancia ya que los países podrían financiar, en lugar de ajustar, una buena parte de sus déficit. Si el financiamiento no está fácilmente disponible, la situación es diferente. En este caso, los poderes del FMI serían decisivos en influenciar las políticas de los países deudores y los recursos disponibles del Fondo serían esenciales para facilitar el proceso. Si no hubiera acceso a suficientes recursos de financiamiento en los mercados, o directamente en el Fondo, el costo del ajuste llegaría a ser casi insoportable. Esto es lo que ha sucedido en la medida que han coincidido la recesión mundial, la interrupción del crecimiento de los mercados financieros y la falta de recursos en el Fondo.

El FMI está al tanto de esta peligrosa coincidencia. Frente a grandes problemas de liquidez, las autoridades del FMI han dado apoyo a los ejercicios de renegociación de la deuda de países tales como Argentina, Brasil, Chile y México. El apoyo del FMI ha llegado al punto de empujar a los bancos, no sólo a reprogramar vencimientos, sino también a aumentar sus créditos netos a los países involucrados. Sin embargo, esto se ha efectuado dentro del marco de compromisos de políticas de ajuste de los países, los que van más allá de los esfuerzos de ajuste ya existentes.

El Fondo mismo ha encontrado sus recursos severamente mermados. Las autoridades del Fondo tomaron la iniciativa de solicitar un aumento del tamaño de sus cuotas; los países miembros aprobaron un aumento de 47.5% luego de largas negociaciones entre los Estados Unidos y casi todos los demás miembros. Este aumento representa para la institución en 1984 alrededor de 15 mil millones de dólares adicionales para prestar, cantidad que representa sólo 15% de los déficit en cuenta corriente de todos los países en desarrollo no exportadores de petróleo en 1981. Esta limitación de recursos probablemente actuará como incentivo para que el Fondo promueva fuertes políticas de ajuste, colocando una pesada carga sobre los países deudores, en una nueva prueba de la asimetría de ajuste implícita en sus políticas. El sesgo recesivo de estas políticas y la concentración de la carga sobre los países deudores, que se reflejan en el tipo de condicionalidad ligada a los préstamos del FMI, tendrá como resultado probable un aumento de la resistencia a aceptar, o a obedecer, las recomendaciones del FMI.

B. Los bancos privados y la crisis de liquidez

El financiamiento del FMI es importante no sólo por su cantidad sino también, y tal vez especialmente, porque se estima que la evaluación y las recomendaciones de políticas del FMI pueden ayudar a mejorar la solvencia de los países deudores desde el punto de vista de los bancos privados. En realidad, los bancos privados han aceptado renegociar los vencimientos que se cumplen a mediados de los años ochenta como parte de un paquete que involucra también recursos del FMI. Hay un esquema que parece surgir de los ejercicios de renegociación que se han efectuado. El FMI da su sello de aprobación al programa y políticas del país y acepta suministrar recursos siempre que los bancos privados acreedores hagan lo mismo. Estos últimos, generalmente numerosos, aceptan ser representados por un comité compuesto por los mayores acreedores; este comité, junto con el deudor acuerdan las condiciones generales de la reprogramación de la deuda y

del financiamiento adicional. Para formalizar el acuerdo se necesitan otras negociaciones entre el país y los acreedores individuales. Durante las negociaciones no se efectúan amortizaciones, constituyéndose un tipo de moratoria de mutuo acuerdo entre el deudor y los acreedores. El proceso demora varios meses en completarse pero se evita la crisis de liquidez.

La renegociación se ha convertido en un proceso costoso para los deudores desde diversos puntos de vista. Las largas negociaciones son una carga política, a medida que la opinión pública encuentra que los acuerdos demoran mucho en materializarse. Económicamente, la renegociación tiende a aumentar el peso de la deuda ya que los bancos aprovechan la oportunidad para aumentar sus diferenciales (*spread*) y agregar otras comisiones y costos además de las tasas de interés que, a comienzos de los años ochenta, han sido las más altas, en términos reales, en más de medio siglo. Podría haber alguna justificación para el aumento de diferenciales y otros costos de la deuda después de la renegociación. Un país que necesita renegociar su deuda evidencia un mayor riesgo como prestatario. Sin embargo, si la renegociación implica que se otorguen garantías del gobierno a partes de la deuda que antes no estaban cubiertas, tal justificación se debilita o invalida, y éste ha sido el caso. Más aún, en el costo de todo préstamo se ha incluido siempre una prima de riesgo y no está en absoluto claro por qué tal prima debería crecer cuando se materializan los hechos cubiertos por la prima ya pagada.

El aumento en el costo de la deuda, desde el punto de vista del deudor, incrementa la probabilidad de futuros problemas ya que las tasas de interés se mantienen en un nivel alto. Los bancos, individualmente, pueden no percibirlo pero los bancos como grupo deberían darse cuenta de los posibles peligros, especialmente cuando ejercitan en conjunto su poder negociador. Las acciones que llevan a un aumento del peso de la deuda para los deudores son autodestructivas. En realidad, la calidad de la cartera de activos de los acreedores está directa y estrechamente vinculada al peso de la deuda sobre los deudores. Un aumento de tal carga representa un deterioro de la cartera de activos de los acreedores, ya que implica una reducción de la probabilidad de cobrar. En la práctica, el peso de la deuda y la calidad de la cartera de activos son dos aspectos de un mismo problema, donde coinciden los intereses de los deudores y de los acreedores.

VI

Los elementos de una solución

Cualquier solución de largo plazo de los problemas actuales de la deuda debería incluir el financiamiento y el ajuste ya que existen factores tanto transitorios como permanentes. Las soluciones de corto plazo deberían facilitar las de más largo plazo. Los aspectos de liquidez de corto plazo podrían manejarse actuando principalmente en tres frentes: renegociación de los vencimientos que se cumplen durante o poco después del período de crisis; pedir prestado al FMI en condiciones que tomen en cuenta las presiones recesivas de la economía mundial; y préstamos adicionales de acreedores privados actuales. Estas tres fuentes de financiamiento actúan simultáneamente y están estrechamente relacionadas. No parece práctico tratar de buscar nuevas fuentes de financiamiento, y de más largo plazo, en la emergencia.

A. La reactivación de la economía mundial

Como se ha indicado anteriormente, la recuperación de la economía mundial ayudaría enormemente a solucionar los problemas actuales de la deuda externa. El crecimiento sostenido de las economías de los Estados Unidos, Europa y Japón, y de las de los países

socialistas, contribuiría a mejorar los términos del intercambio y a reducir las tasas reales de interés. Para facilitar tal crecimiento, debería actuarse en tres campos. En primer lugar, una nueva e importante asignación de Derechos Especiales de Giro contribuiría a detener la reducción de la liquidez mundial y a redistribuir en alguna medida el peso del ajuste entre los países. Como los mercados privados no crecen ni se espera que lo hagan en un futuro cercano, esa fuente de liquidez no estará disponible de manera que los DEG deberían recuperar su atractivo como fuente de liquidez adicional.

En segundo lugar un proceso de ajuste más simétrico también representaría una importante contribución a la reactivación de la economía mundial. Si el peso del ajuste recae sobre los países deudores, el resultado será un medio ambiente recesivo. Si, por otro lado, los países acreedores aplican políticas internas más expansivas, el ajuste podría funcionar de una manera más equilibrada. Las instituciones internacionales pueden jugar un importante rol en el logro de este objetivo, aunque tengan muy poco más que la persuasión moral como instrumento.

Por último las políticas internas de los países acreedores podrían contribuir al proceso de reactivación. Modificando la combinación de sus políticas internas de manera tal de reducir la presión sobre las tasas internas de interés, reducirían el peso de la deuda que gravita sobre los países deudores sin sacrificar sus propios objetivos de estabilidad de precios, y al mismo tiempo reforzarían la calidad de la cartera de activos de los bancos prestamistas. Al dar apoyo adicional a sus propios sistemas bancarios, los países acreedores contribuirían a un flujo parejo, aunque algo aminorado, de recursos financieros; tal apoyo podría tomar la forma de sistemas de seguros de liquidez que reconocerían que los actuales problemas de cartera no son el resultado de mal manejo y mal comportamiento, sino que de causas globales que afectan al total del sistema. Finalmente las autoridades de control bancario podrían revisar cuidadosamente sus criterios de clasificación de carteras para tomar en cuenta los acuerdos del FMI, y el apoyo del Banco Mundial o bancos regionales a países deudores y/o a instituciones.

B. Políticas económicas de los países deudores

Las políticas de largo plazo de los países deudores deben tomar en cuenta el hecho de que los niveles de la deuda externa han llegado a un punto donde las fluctuaciones de las tasas de interés son altamente significativas en su efecto sobre sus saldos en cuenta corriente. En tanto que las políticas de ajuste a corto plazo acordadas con el FMI pueden ayudar a evitar una crisis de liquidez, las políticas a largo plazo deben ser diseñadas para reducir el peso de la deuda en el futuro. Por ejemplo el ahorro doméstico debería jugar un rol más destacado en la formación de capital que el que ha tenido en el pasado. Los incentivos al ahorro doméstico deberían ser revisados teniendo en mente ese propósito. Es probable que el aspecto singular más importante en esta área sea una cuidadosa revisión de la política fiscal en su doble rol de estimular el ahorro y desincentivar el consumo.

Por otra parte las restricciones externas al gasto excesivo, tanto privado como público, se han tornado mayores a medida que el nivel de la deuda ha crecido. El acceso al endeudamiento externo para financiar los desequilibrios del sector público y privado, no es tan fácil como hasta 1981. Si hay gasto excesivo, sus efectos deben estar en su mayor parte circunscritos dentro de las fronteras del país, de modo que surjan principalmente en la forma de presiones inflacionarias internas. Si se ha de evitar un resurgimiento de la inflación, el consumo doméstico debe ser manejado. Es importante destacar que esto se aplica tanto al sector público como al privado.

Se debería asignar más recursos al sector de bienes transables de modo de lograr un mejor equilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos y de reducir la carga sobre la cuenta de capital. Tipos de cambio realistas que tomen en cuenta esta consideración son

probablemente el instrumento más adecuado para lograr este propósito.

El control y manejo de la deuda externa debería emprenderse como un esfuerzo deliberado para evitar la concentración de los vencimientos en determinados períodos y para aprovechar posibles rebajas en tasas de interés o en los recargos sobre ellas. Como parte de este esfuerzo podría quizás ser aconsejable y útil promover periódicamente intercambios de ideas y de información entre autoridades contraloras bancarias de países deudores y acreedores, de modo que ambas puedan llegar a comprender sus puntos de vista en relación a los sistemas y técnicas de clasificación de carteras. Del mismo modo y como parte del control y manejo de la deuda, los países deudores podrían mejorar el intercambio de ideas entre ellos y, aún más, pensar en establecer alguna forma de coordinar sus actividades en el mercado financiero.

En particular, debería hacerse un esfuerzo por lograr una recomposición sustancial de los pasivos de los países deudores de modo de aumentar aquellos de fuente oficial como proporción del total adeudado. De este modo, el costo y la variabilidad del endeudamiento podrían ser controlados y sus plazos podrían alargarse. También parece ser claramente aconsejable aumentar el componente de inversión extranjera directa en relación al pasivo del país deudor. Se puede inducir que las remesas al exterior de las ganancias se muevan en forma anticíclica ya que se generan de acuerdo con el éxito del negocio. En este aspecto habría que hacer un esfuerzo imaginativo para limitar las fricciones entre inversores y países sede que en el pasado hicieron proliferar las nacionalizaciones.

Finalmente, los países deudores deberían perseguir el mejor aprovechamiento de sus propios mercados para la expansión del comercio. Los esfuerzos de integración económica y de cooperación financiera pueden hacer contribuciones adicionales al ahorro de moneda extranjera sin promover una mala asignación de recursos. Debería también ampliarse la cooperación para incluir la posibilidad de hacer el mejor uso posible del poder negociador de los países en asuntos de comercio; esto reviste particular importancia ya que las tendencias proteccionistas de otros países podrían limitar el éxito de los esfuerzos de los países deudores por asignar recursos adicionales al sector de bienes transables.

C. Cambios institucionales

El problema de la deuda permanecerá, si bien quizás no en forma tan virulenta como a principios de los años 1980. Será necesario que las instituciones financieras internacionales se adapten. Estas adaptaciones inevitablemente irán en la dirección de introducir una participación oficial mayor en el manejo de la deuda externa. En primer lugar es aconsejable una expansión sustancial del FMI. Aun después del aumento de cuotas aprobado en 1983, el tamaño del FMI en relación al comercio mundial, es una cuarta parte de lo que significaba en sus primeros años de existencia. Es importante recordar que sólo alrededor de un 50% de las cuotas del Fondo proveen monedas aptas para financiar los programas y servicios del Fondo. Un FMI ampliado puede ofrecer apoyo a países con dificultades de pago; en consecuencia, otros acreedores estarán más dispuestos a continuar su participación en el mercado. El Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo deberían participar más ampliamente en el traspaso de ahorros a los países en desarrollo y de esa manera contribuir a los esfuerzos de los países deudores de alterar la composición de sus deudas en el exterior.

A pesar de que se toman medidas para reactivar la economía mundial y reducir el peso de la deuda de los países deudores, no desaparecerán las fluctuaciones en la actividad económica mundial ni la posibilidad de futuras crisis de deuda. Es por esta razón que parece aconsejable institucionalizar los mecanismos de renegociación.

Actualmente hay dos tipos de instituciones que operan en el área de la renegociación de la deuda: las instituciones tipo "club" y las tipo "comité". En las instituciones tipo

"club", siendo la más conocida el "Club de París", los gobiernos acreedores se reúnen con los deudores y renegocian los préstamos oficiales. Con la participación del FMI, y en ocasiones el Banco Mundial, se acuerdan las bases generales para la renegociación. Luego el deudor debe acercarse a cada acreedor oficial individual para finiquitar los arreglos dentro del marco de las bases generales. Los deudores privados se excluyen de este tipo de acuerdos. El "club" designa un presidente que actúa como anfitrión y coordinador de las negociaciones y todos los gobiernos acreedores participan.

Solamente deudores privados participan en los acuerdos tipo "comité", que son comités formados especialmente por los bancos con los acreedores individuales más importantes y presididos por el mayor de todos que actúa como presidente. El comité representa a un gran número de acreedores bancarios individuales y excluye la participación de organizaciones internacionales. Sin embargo, el FMI ha tenido un rol activo en estimular las negociaciones y en proveer "certificados de buen comportamiento" que han servido a los bancos de base para las renegociaciones y refinanciamientos de la deuda. En Washington D.C., se ha establecido el "Institute for International Finance", financiado con contribuciones de un gran número de bancos, y cuyo objeto es el de proveer información sobre los deudores o facilitar el intercambio de datos y puntos de vista entre los acreedores.

Las instituciones tipo club son útiles para renegociar deudas de fuentes oficiales siendo que hay un número relativamente pequeño de gobiernos acreedores. Las instituciones tipo comité pueden manejar deudas de fuente privada pero implican un serio peligro de cartelización de acreedores con sus inevitables consecuencias negativas en el terreno político y económico.

Las organizaciones internacionales tienen un importante rol que desempeñar en el proceso de renegociación de la deuda al reunir en forma organizada a los acreedores, tanto privados como oficiales y deudores en un contexto que toma en cuenta factores nacionales e internacionales. Quizás el FMI y el Banco Mundial conjuntamente pudiesen organizar un "servicio de refinanciamiento de la deuda". El acceso a este servicio podría estar basado en algún indicador objetivo en tanto que los montos y elementos de concesionalidad se determinarían a base de análisis caso por caso. Los recursos necesarios para financiar este servicio podrían provenir de varias fuentes inclusive, por ejemplo, de préstamos otorgados por el acreedor original (privado) del país involucrado. También podrían provenir de una asignación de DEG; fondos de fuente oficial del país acreedor podrían ser puestos sin costo a disposición del servicio como un modo de reducir el peso de la deuda para el deudor.

En este contexto es importante recordar que los mecanismos del mercado para redistribuir el peso de la deuda entre acreedores y deudores no están operando como fue el caso en los años treinta. En esa época, la deuda usualmente estaba constituida por bonos colocados en el mercado internacional. A medida que los deudores recibían el impacto de la depresión, el precio de los bonos bajaba a una fracción de su valor de mercado original; el deudor podía en ese momento recomprar su propia deuda traspasando parte del peso a los acreedores de acuerdo al mercado. La única forma de lograr resultados similares en las presentes condiciones sería con el establecimiento de un mercado secundario para carteras bancarias. La idea no parece aplicable a menos que las autoridades acreedoras diesen su apoyo a dicho mercado. Si se estableciera un servicio de refinanciamiento de la deuda, éste se constituiría en un sistema de alarma que llamaría la atención a los casos difíciles para que tanto los países como las instituciones actuaran a tiempo.

Otro cambio institucional que parece ser necesario es alguno que pudiese paliar los efectos de la variación de la tasa de interés internacional sobre las economías de los países deudores. Las tasas de interés son consecuencia de las políticas de los países industrializa-

dos y el FMI no tiene una influencia efectiva sobre ellos. Por lo tanto parece apropiado que los países deudores estén por lo menos parcialmente aislados de los cambios en las tasas de interés que están completamente fuera de su control. Hay dos enfoques para una solución a este problema de las tasas de interés: uno como parte de un fondo especial de refinanciamiento del FMI y del Banco Mundial, en el que se pudiera proveer financiamiento de bajo costo para cubrir pago de intereses por sobre un límite y el otro como un arreglo especial por el cual los deudores pagarían a los acreedores intereses hasta cierto límite máximo por año, posponiéndose el pago de los montos superiores al límite hasta cuando las tasas de interés del mercado vuelvan a niveles más bajos.

Se han planteado varias otras proposiciones para redistribuir la carga de la deuda entre acreedores y deudores.¹⁶ Estas proposiciones son un reflejo del hecho que en la actualidad no hay mecanismos de mercado que operen en esa dirección. Las proposiciones serán innecesarias si la economía mundial se reactivara pronto, los términos del intercambio se tornarían favorables para los deudores, la tasa de interés real volviese a su nivel tradicional, y los bancos e instituciones financieras reasumiesen su nivel normal de préstamos. Las proposiciones hasta ahora planteadas podrían hasta ser insuficientes si no se dieran estas condiciones. El supuesto que el elemento tiempo favorece la capacidad de los países deudores de amortizar sus deudas, si bien parece razonable, puede no ser veraz. La estrategia más segura es aquella que no confía en la buena suerte sino que en políticas e instituciones apropiadas.

VII Conclusión

Es poco probable que un programa de acción tan amplio como el sugerido pueda ser implementado. Algunas de las proposiciones son conflictivas, en el sentido que no necesariamente sirven a los intereses según sean percibidos por los deudores o los acreedores. El grado de coherencia de las políticas a nivel nacional e internacional requerido para lograr un enfoque comprensivo del problema de la deuda sobrepasa las instituciones actuales; la discusión pública aún parece estar dominada por temores y dudas en lugar de un espíritu analítico y objetivo.

Del conjunto de acciones sugeridas, algunas pueden dar pie a intereses conflictivos. A pesar de que se reconoce que la reactivación de la economía mundial favorece a todas las partes involucradas, la forma de lograr esa reactivación está en discusión. Una nueva asignación de DEG ha sido vetada por Estados Unidos aduciendo sus efectos inflacionarios potenciales; sin embargo, podrían ser insignificantes en un ámbito caracterizado por recursos ociosos y con la liquidez de los bancos privados creciendo a tasas menores que en el pasado. Un proceso de ajuste más simétrico pondría parte del peso de ajuste en los acreedores y naturalmente se resistirán a aceptarlo. En cuanto a las políticas de los países deudores, una mayor asignación de recursos al sector de bienes transables entrará en conflicto con las tendencias proteccionistas de la mayoría de los países industrializados que constituyen los principales mercados de la producción adicional que resultaría. Aun los esfuerzos de los países deudores por ampliar la cooperación financiera y comercial entre ellos puede ser interpretada, como ha sucedido en el pasado, como peligrosa.

La expansión de los recursos de las instituciones internacionales que requerirían aportes adicionales en gran proporción de países acreedores, no encontrará apoyo fácil; las recientes experiencias en relación a la actitud de Estados Unidos frente a recursos adicionales para el FMI y el BID parecen confirmarlo. Asimismo, cualquier forma de institucionalización del sistema de refinanciamiento de la deuda tanto en instituciones

internacionales como privadas con respaldo oficial, u otras formas de apoyo a deudores o acreedores privados puede ser tildada de "una maniobra a costa de los contribuyentes".

La mayoría de estos conflictos es más aparente que real y en algunos casos puede haber conflicto a corto pero no a largo plazo. De hecho, dado el nivel de endeudamiento alcanzado en el inicio de los años ochenta, es claramente de interés para deudores y acreedores lograr un proceso de ajuste más simétrico, compartido por todos los involucrados. También es de interés común evitar los cambios bruscos en la liquidez mundial y proveer en forma ordenada para su crecimiento. De igual forma es de interés común que los pasivos externos de los países deudores sean reestructurados incrementando la importancia relativa de sus deudas oficiales.

Conflictos de interés reales, a lo menos a corto plazo, se suscitan en torno a la distribución de la carga de la deuda, el tipo de ajuste y las consecuencias de la eventual insolvencia. En todos estos casos, sin embargo, los acreedores deberían estar conscientes que la carga excesiva sobre los deudores no es políticamente tolerable y esa tolerancia pondrá límite al esfuerzo aceptado por el deudor. El apoyo oficial a deudores y acreedores no es solamente una maniobra cuando la falta de ese apoyo redunde en consecuencias globales negativas. Los deudores no están en posición de absorber la totalidad del peso del deterioro de los términos del intercambio, del aumento de las tasas reales de interés, de la contracción o lento crecimiento del comercio mundial, y la retracción del sistema bancario. Los deudores de América Latina ya han hecho un importante esfuerzo de ajuste y mayores presiones en el mismo sentido pueden tener consecuencias políticas internas que ciertamente se reflejarían en sus actitudes hacia los acreedores.

El grado de coherencia en las políticas, tanto a nivel nacional como internacional, no se ha visto apoyado por los acontecimientos desde mediados de los años setenta. Las tasas de cambio han sido más volátiles de lo esperado y, quizás consecuentemente, las tasas de interés también. Los cambios bruscos en la distribución mundial de los saldos en cuenta corriente constituyen otra evidencia en el mismo sentido; al igual que la reducción del tamaño relativo de las organizaciones internacionales. Recientes rondas de negociaciones en GATT han sido una desilusión para las expectativas de los países en desarrollo y la reunión de UNCTAD 1983 no pudo probar lo contrario.

Más específicamente, los esfuerzos de los países deudores para establecer un acuerdo sobre un marco general para la renegociación con los países acreedores no debería ser percibido por éstos como una "amenaza" sino más bien como una clara indicación de que se ha llegado al límite de la tolerancia política. Siendo los bancos de Estados Unidos los principales acreedores de los países y empresas de América Latina, hay un amplio margen para la acción de las autoridades de Estados Unidos tanto para estimular como apoyar sus instituciones públicas y privadas hacia lograr acuerdos políticamente factibles en cuanto al pago de intereses y amortizaciones de la deuda. Los acuerdos podrían incluir formas de redistribución de la carga del ajuste entre deudores y acreedores.

Como es usual, las primeras reacciones ante cualquier problema nuevo y grave son de temor y duda. Se pone más esfuerzo en determinar culpas que en encontrar soluciones. También, como es usual, la importancia del problema prevalece sobre las reacciones iniciales y el análisis reemplaza las disputas. Todos los protagonistas del problema de la deuda permanecerán por un largo tiempo y deberán continuar su vida juntos en el mismo mundo; es por lo tanto importante para todos tomar conciencia que la confrontación será a largo plazo más onerosa que la cooperación. Dada la naturaleza del problema y las magnitudes envueltas, los países deudores latinoamericanos son ciertamente parte de cualquier solución y no solamente parte del problema. A pesar de las dificultades implícitas en un enfoque coherente y multifacético al problema de la deuda, parece valer la pena hacer el esfuerzo. Los peligros de que el problema se torne inmanejable son

demasiado graves y las consecuencias resultantes afectarían todos los ámbitos del acontecer económico y político. Es quizás en este sentido negativo que es posible considerar que el problema de la deuda ha hecho nacer una nueva clase de interdependencia.

NOTAS

¹Las cantidades no son netas de depósitos latinoamericanos en bancos fuera de la región. Se excluye la deuda no garantizada y de corto plazo de centros financieros extranacionales en la región (por ejemplo, Panamá) debido a que una parte importante de estos montos ya debe estar incluida en la deuda de otros países de la región.

²Las excepciones más notables son Colombia y Paraguay. La inversión extranjera jugó un rol importante en Paraguay en tanto que su deuda externa no alcanzó niveles significativos.

³Zahler, Roberto, "Repercusiones Monetarias y Reales de la Apertura Financiera al Exterior: El Caso Chileno (1975-1978)", *Revista de la CEPAL*, N° 10, Naciones Unidas, Santiago, Chile, abril de 1980, pp. 137-163.

⁴Massad, Carlos, "Movimientos de capitales en América Latina", Segunda Conferencia sobre América Latina y la Economía Mundial, Instituto Di Tella, Buenos Aires, Argentina, agosto de 1980.

⁵Las tasas internas de interés reflejarán tanto la inflación como la devaluación previstas.

⁶En la medida que la demanda de bienes no transables es en moneda local, parte de los recursos en moneda extranjera que proceden del endeudamiento externo se convierten en moneda local, aumentando así las reservas internacionales.

⁷Los países productores de petróleo, más que los industrializados, prefieren tener sus recursos líquidos, por lo tanto este fenómeno no representa simplemente una redistribución de las tenencias de liquidez.

⁸Los depósitos en euromonedas son depósitos colocados en bancos en centros financieros. Están denominados en una moneda distinta de la del país sede del banco y normalmente no están sujetas a regulaciones tan estrictas como las que se aplican a los depósitos en moneda nacional.

⁹Carlos Massad y Roberto Zahler, "Dos estudios sobre endeudamiento", *Cuadernos de la CEPAL*, N° 19, Santiago, Chile, octubre de 1977; Carlos Massad, "El costo real de la deuda externa para el acreedor y el deudor", *Revista de la CEPAL*, N° 19, Santiago, Chile, abril de 1983.

¹⁰Massad, Carlos, "Cartera de inversiones de los países exportadores de petróleo: diversificación orientada hacia América Latina", *Estudios de Economía*, N° 12, segundo semestre, Universidad de Chile, Departamento de Economía, Santiago, Chile, pp. 147-172. Una versión puesta al día de este documento es "Oil-Exporting Countries' Investment Portfolio: Diversification towards Latin America" en Femhi Saddy, Ed., "Arab Latin American Relations", State University of New Brunswick, N.J., 1983, pp. 99-125.

¹¹H.G. Grubel (1968), "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows", *American Economic Review*, Vol. LVIII, N° 5, parte 1, diciembre de 1968.

¹²Massad, *op.cit.*, 1983.

¹³No publicado.

¹⁴Massad, Carlos, "Aspectos principales del financiamiento externo", *Gaceta Internacional*, Vol. 1, N° 1, Caracas Venezuela, pp. 33-38, julio-septiembre de 1983.

¹⁵CEPAL, "Balance Preliminar de la Economía de América Latina en 1983", Santiago, enero de 1984.

¹⁶Brunner, 1983; Norman Bailey, David Luft y Roger Robinson, "Exchange Participation Notes: an Approach to the International Financial Crisis", Georgetown University, Center for Strategic International Studies CSIS Significant Issues Series, Vol. V, N° 1, Washington D.C., 1983; Kenen, Peter, "A Bailout for the Banks", *New York Times*, 6 de marzo de 1983; Weinert, Richard, "Banks and Bankruptcy", *Foreign Policy*, N° 5, primavera 1983; Zombanakis, Minos, "The International Debt Threat: A way to avoid a Crash", *The Economist*, 30 de abril de 1983.

**El proceso de ajuste en los años ochenta:
la necesidad de un enfoque global**

Carlos Massad y Roberto Zabler

I Introducción

La cuestión del "ajuste" se relaciona con la necesidad de mantener bajo control determinados equilibrios macroeconómicos básicos o fundamentales para evitar efectos no deseados o perturbadores en la economía. Tanto la literatura como los diseñadores de políticas tradicionalmente se han ocupado de dos tipos de situaciones que tienden a estar relacionadas entre sí: la de equilibrio externo y la de equilibrio interno.

El logro del equilibrio externo se refiere a la correspondencia entre el gasto del país en el exterior y sus ingresos de divisas y se ha considerado como elemento básico para la estabilidad de un sistema económico mundial. No debe sorprender, por lo tanto, que las instituciones internacionales y otros organismos de ámbito mundial y multilateral hayan asignado alta prioridad a la consecución del equilibrio externo en el diseño de políticas económicas. El patrón oro, anterior a la crisis del año treinta, tenía un mecanismo interno (automático) que respondía al propósito de empujar rápidamente a las economías individuales hacia el equilibrio continuo en sus cuentas de balanza de pagos. Si un país trataba de gastar más de lo que vendía al exterior, sus tenencias de oro disminuían, bajando así la capacidad crediticia de su sistema bancario, lo que hacía subir los tipos de interés y deprimía el gasto interno de los residentes, estimulaba las exportaciones, restringía las importaciones y, por lo tanto, restablecía el equilibrio de los pagos externos.

El sistema concebido en Bretton Woods se aplicaba a la economía internacional e intentaba lograr el equilibrio externo en el plano nacional gracias a la disciplina monetaria y fiscal implícita que se asocia con el mantenimiento de tipos de cambio fijos. Complementaba y hacía más expedito ese proceso el sistema de asistencia financiera del FMI, el acceso al cual estaba ligado y condicionado a la puesta en práctica de políticas de ajuste orientadas a restablecer el equilibrio de la balanza de pagos.

Sin embargo, en los años del cuarenta, conjuntamente con la necesidad de reactivar la economía mundial en un marco de estabilidad, las tendencias nacionalistas, el impacto de la crisis mundial y la "revolución Keynesiana", tendían a dar alta prioridad a la meta del equilibrio interno. Se trataba de hacer funcionar las economías nacionales al máximo de su potencial productivo, lo que significaba dar alta prioridad al pleno empleo de los recursos, especialmente del trabajo. La política fiscal desempeñaría un papel preponderante en el intento de igualar, *ex ante*, los flujos de ahorro con los de inversión, complementándose las decisiones económicas del sector privado a fin de generar una "demanda efectiva" suficiente para "comprar" el producto asociado al pleno empleo de los recursos internos.

En los decenios de 1950 y 1960, aun cuando en los países desarrollados el desempleo permanecía a niveles bajos, presiones inflacionarias lentas pero sostenidas, así como los desequilibrios de los pagos externos estimularon la formulación de una combinación de políticas —es decir, la aplicación de un conjunto de instrumentos monetarios, fiscales y, en menor medida, cambiarios y de política comercial— orientada a lograr el restablecimiento simultáneo del equilibrio externo e interno.

Desde la segunda guerra mundial, las políticas macroeconómicas de los países de menor desarrollo relativo han tendido a seguir un patrón similar al descrito, con una gran diferencia: los objetivos y estrategias de desarrollo para acelerar el crecimiento económico

han tenido una prioridad tan elevada que, por lo general, han persistido los desequilibrios interno y externo. La experiencia latinoamericana entre los años del cincuenta y mediados del decenio de 1970 ha sido bastante aleccionadora: en varios países de la región, crisis periódicas de balanza de pagos y de cambios así como los procesos inflacionarios crónicos, han sido la norma antes que la excepción. Las hipótesis explicativas de estas situaciones van desde aquellas que ponen el acento en que son consecuencia de desequilibrios estructurales inherentes a las economías de los países en desarrollo, hasta las que apuntan a fallas básicas en el diseño de las políticas económicas, con intervención estatal "excesiva", inflación "reprimida", políticas de precios erróneas y proteccionismo ineficiente. En cualquier caso, el hecho es que los países han debido alternar entre un extremo y otro, desde políticas que intentan solucionar los desequilibrios cumulativos del sector externo, monetario y fiscal, hasta aquellas orientadas a hacer funcionar la economía a plena capacidad para mejorar el estándar de vida de una creciente población regional. A consecuencia de estas políticas intermitentes, se han visto severamente menguadas la estabilidad del proceso de crecimiento y desarrollo y su flexibilidad para adaptar la economía regional a nuevos y cambiantes embates en los planos mundial e interno.

A principios del decenio de 1970, en los países industriales, sobre todo en los Estados Unidos, se hizo más lenta la evolución de la productividad y se registraron estancamiento con inflación y crecientes problemas de balanza de pagos. Todo ello, conjuntamente con la creciente sustitución del gasto privado por el gasto del sector público, tipos de cambio flotantes, grandes alzas de los precios de la energía, movimientos especulativos de capital, expectativas inflacionarias y sistemas de indización, cuestionaron las bases de la política económica y debilitaron los instrumentos analíticos tradicionales para hacer frente a estas nuevas situaciones¹ poniendo en tela de juicio su utilidad y adecuación ante ellas.

En el decenio de 1970 se registraron además sucesivos acontecimientos que contribuyen a empañar la situación aludida. La privatización de las relaciones financieras internacionales, proceso iniciado algunos años antes, se aceleró con la primera crisis del precio del petróleo en 1973. El auge de los bancos privados, a expensas de las instituciones financieras internacionales oficiales (principalmente el FMI y el Banco Mundial) permitió a América Latina —quizás el cliente más "natural" de los bancos— financiar grandes déficit en cuenta corriente y la estimuló a hacerlo. Cabe afirmar que, en alguna medida, la región prefirió el financiamiento al ajuste de sus desequilibrios externos en el decenio de 1970.

Luego de la segunda crisis del petróleo, este proceso se detuvo a principios de los años del ochenta, cuando los efectos de la recesión mundial —la más grave desde el decenio de 1930—, el deterioro de la relación de precios del intercambio de los países en desarrollo y el alza acelerada de las tasas de interés internacionales plantearon serios problemas de servicio de la deuda, los que se vieron agravados por la reducción de los flujos de capitales a los países deudores como producto del comportamiento procíclico de los bancos. Esto ha contribuido a crear un clima inhóspito, especialmente para los países menos desarrollados, ya que reduce y encarece las opciones para salir de la crisis. En este contexto, dadas las magnitudes involucradas, el constreñimiento del financiamiento externo y las nuevas circunstancias prevalecientes en el ámbito internacional e interno, exigen una reevaluación de los enfoques tradicionales relativos a las funciones de ajuste y financiamiento, y es éste el objetivo principal de este trabajo.

La sección II trata los aspectos analíticos fundamentales que dicen relación con el proceso de ajuste, señalándose en forma abstracta las opciones y alternativas posibles. En la sección III se analiza la experiencia reciente de América Latina respecto del ajuste. Luego, la sección IV trata las alternativas y opciones reales, tanto a nivel internacional

como nacional, destacando sus ventajas, limitaciones y deficiencias y examinando algunos problemas "no tradicionales" que tienden a complicar las salidas de la crisis y a impugnar los diseños tradicionales de la política económica. Por último la sección V resume los argumentos principales y presenta las conclusiones que puedan interesar a los responsables de diseñar políticas relativas a los problemas de la deuda y el ajuste en la crisis actual.

II

Consideraciones analíticas

A pesar de que los desequilibrios externos e internos están interrelacionados, generalmente se han estudiado por separado. Más aún, el análisis (y las recomendaciones de política) tienden a hacer caso omiso de la interdependencia entre los países. Si bien éste puede ser un camino útil al considerar países "pequeños" y cuando se trata de problemas de comercio y pagos no generalizados, puede llevar a conclusiones parciales y a veces erróneas cuando no es ese el caso.

El desequilibrio interno se ha analizado por lo general desde la perspectiva de una economía cerrada o en el supuesto de que el sector externo de la economía tiene un comportamiento neutro. Habitualmente se refiere a una situación en que el déficit del producto —diferencia entre el nivel óptimo y el nivel real de actividad económica— es superior a una cierta proporción normal, natural o estructural. En otras palabras, cuando el desempleo de recursos, y más específicamente, el del trabajo, alcanza a un cierto valor crítico, la economía se enfrenta a un desequilibrio interno que se supone causado por un exceso de oferta de bienes (o exceso de ahorro con relación a la inversión) y/o por imperfecciones o distorsiones en los mercados de trabajo. Según sea la interpretación que prevalezca, se tiende a centrar la acción en instrumentos fiscales y/o en políticas de indización y salarios. Otra clase de desequilibrio interno corresponde a la inflación. A pesar de que las consideraciones estructurales pueden ser muy importantes, se reconoce que esta situación se caracteriza por un exceso de oferta de dinero. Por lo tanto, las recomendaciones de política giran en torno al control de los flujos "excesivos" de crédito interno (tanto al sector público como al sector privado), y/o a los determinantes del coeficiente de liquidez, principalmente las expectativas inflacionarias y la "manipulación" de ciertos precios claves, como el tipo de cambio, los salarios y las tasas de interés.

El desequilibrio externo se relaciona con el desajuste del sector externo de la economía. Específicamente, cuando hay déficit (superávit) en la cuenta corriente, quiere decir que el país está gastando en bienes y servicios financieros y no financieros extranjeros más (menos) de lo que recibe del exterior. Hasta hace poco, la literatura había centrado su atención en el análisis de la balanza comercial, suponiendo como exógenas las manifestaciones que tenían lugar en el área financiera. En el caso de los países en vías de desarrollo, esto pudo haberse justificado durante los años del cincuenta y a principios de los sesenta, cuando la inversión extranjera directa y los movimientos de capital oficial representaban el grueso de la cuenta de capital de la balanza de pagos. En ese contexto, tanto el análisis de elasticidad como el de absorción de la balanza de pagos otorgaban gran importancia al papel de la devaluación y los cambios del ingreso nacional, respectivamente, en la balanza de pagos (en su definición estricta). Con la integración de estas dos vertientes analíticas se intentó rastrear el resultado de los efectos de "impacto" y de "multiplicador" de los cambios en los determinantes de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios no financieros en la "balanza de pagos" y en el nivel de actividad económica y el empleo. El análisis tomaba en cuenta, con algunas hipótesis restrictivas, la presencia simultánea de desequilibrios internos y externos, y se reconocía que los casos de

combinación de desempleo y superávit en la balanza comercial (que hacen recomendables políticas monetarias y fiscales expansivas) y de inflación y déficit (que requerían políticas monetarias y/o fiscales restrictivas) no eran de salida difícil. En cambio sí lo eran y exigían nuevos instrumentos de política, como modificación del tipo de cambio, las combinaciones de desempleo con déficit, por un lado, y de inflación y superávit por el otro.

El resurgimiento reciente del enfoque monetario de la balanza de pagos trasladó el centro de atención desde la balanza comercial al saldo total de la balanza de pagos, concluyendo, en el supuesto teórico de que el comportamiento de los mercados de divisas responde principalmente a desequilibrios en el mercado monetario interno, que "no tiene importancia la cuenta corriente". En otras palabras, se interpretan los flujos de balanza de pagos como uno de los mecanismos principales para restablecer el equilibrio del sector monetario. Los instrumentos de política hacen hincapié en el control del crédito interno (más que los determinantes más "directos" de importaciones y exportaciones), de modo de adecuarlo a la demanda de dinero en el sentido de generar un cierto superávit o déficit deseado; esto último reflejaría básicamente exceso de oferta o de demanda de moneda local. La forma concreta en la que los residentes tratan de satisfacer su demanda de dinero, por la vía de ofrecer bienes o activos reales o financieros al exterior, no tendría mayor importancia. En consecuencia, los partidarios de este criterio, en boga en muchos países en el decenio de 1970, argumentaban que debía otorgarse escasa importancia a los fuertes flujos de financiamiento hacia los países en desarrollo, ya que ello representaba la respuesta "natural" de los agentes internos ante una demanda excesiva de moneda local.

La magnitud, naturaleza y persistencia de los desequilibrios externos recientes y su relación con los desequilibrios internos, sugieren que los modelos teóricos estándares de análisis de balanza de pagos descansan en diversos conjuntos de supuestos no realistas y bastante restrictivos, que han derivado en interpretaciones y recomendaciones de política parciales y a veces erróneas sobre los acontecimientos en este campo. En particular, los análisis de los determinantes de los flujos financieros internacionales privados y el impacto de la deuda externa en la economía interna han sido insuficientes. Así también, las prescripciones de políticas —dado el supuesto *ceteris paribus* con respecto de la actividad económica mundial, tasas de interés internacionales, etc.— asignan al "país problema" la carga de restablecer el equilibrio con escaso o ningún reconocimiento de la interdependencia, tanto en las causas como en las responsabilidades, respecto de los desequilibrios externos entre países. Dado que el intento de construir una nueva síntesis teórica excede evidentemente el ámbito y el propósito de este trabajo, nos concentraremos en algunos resultados analíticos que parecen muy apropiados para comprender los desequilibrios externos actuales, aclarar otras opciones y elaborar políticas más realistas y eficientes.

El déficit en la cuenta corriente de balanza de pagos de un país es consecuencia de que el gasto de los residentes es superior a su ingreso. Esto puede corresponder a un caso en que la inversión *ex ante* (deseada) es mayor que el ahorro interno público y privado, haciéndose necesario el ahorro externo para salvar la diferencia. En determinadas condiciones y dentro de ciertos límites, este proceso puede mantenerse por períodos prolongados.

Esta ha sido la situación tradicional que se ha observado en los países menos desarrollados, que se han transformado en deudores internacionales netos. Debido a que los países en vías de desarrollo "jóvenes" tienen un coeficiente capital-trabajo inferior y rentabilidad de la inversión más elevada que los países avanzados, se hace interesante para ambos la transferencia de recursos desde los países de mayor densidad relativa de capital hacia los países en vías de desarrollo.

Los factores básicos que determinan la estabilidad y regularidad de los flujos netos de capital a los países en desarrollo son la disponibilidad de financiamiento internacional y la solvencia del país. El primer elemento es independiente de la política económica del país y el último suele relacionarse con la forma en que el país incorpora el ahorro externo a su economía. Cuando el crédito se destina a mantener o incrementar el consumo o financiar inversiones de baja rentabilidad, no sólo se verá afectada en forma negativa la confianza que merece el país, sino que los pagos futuros por servicio de la deuda obligarán a la reducción de los niveles de consumo en los años siguientes, en lugar de aportar el crecimiento futuro. Por otro lado, mientras mayor sea la complementariedad entre el ahorro interno y el externo y mientras más se utilice este último para expandir la capacidad productiva, especialmente en el sector de los transables, "más favorable" será la evolución de los indicadores tradicionales de solvencia. En todo caso, y aun con una "gestión económica adecuada", los acreedores tenderían a restringir sus préstamos si factores externos (como alza de las tasas de interés internacionales, o deterioro de la relación de precios del intercambio de los países deudores) afectaran negativamente su evaluación de la capacidad de pago del país; naturalmente, este proceso por sí solo tiende a empeorar más aún la situación de balanza de pagos del deudor. Debe entenderse, por lo tanto, que un flujo regular de ahorro externo puede desembocar rápida e inesperadamente en un cuello de botella cambiario y un problema urgente de gestión de política económica y, lo que en otras circunstancias pudo haber sido un déficit "normal", se transforma en un "problema" de desequilibrio externo.

Los determinantes de los movimientos de la cuenta corriente pueden ser clasificados como "externos", en el sentido que los países no son responsables de ellos o son incapaces de neutralizarlos, y los factores "internos", que pueden ser atribuidos a consecuencias de las medidas de política del país, o sus omisiones, que afecten su capacidad de competencia internacional o su situación global de balanza de pagos. Naturalmente, esta distinción no es ni precisa ni rigurosa. No obstante, aclara, cuando hay comprobaciones empíricas, el papel que estos factores han desempeñado, o pueden desempeñar en el futuro, y sugiere estrategias más eficientes y equitativas para enfrentar el problema, tanto a nivel del país como en el plano internacional.

Los principales factores externos que afectan negativamente la cuenta corriente son el deterioro de la relación de precios del intercambio, restricciones de la demanda de los productos de exportación de los países en desarrollo por los países avanzados y aumentos de las tasas de interés internacionales. Las fluctuaciones y el comportamiento procíclico de los flujos de capital a los países en desarrollo pueden contribuir muy decisivamente a agravar un desajuste externo por la vía de reducir la disponibilidad de financiamiento externo para enfrentar un déficit en cuenta corriente.

Aparte de las crisis de oferta, que a pesar de ser internas por naturaleza son en cierta forma "exógenas" para los formuladores de políticas, se pueden distinguir claramente dos factores internos principales que pueden intensificar el desequilibrio de pagos externos. Por un lado, el manejo de la demanda agregada puede estimular un gasto excesivo del sector público y/o del sector privado. Por otro, cambios en los precios relativos pueden estimular, a través del tipo de cambio, la tasa de interés comercial y las políticas de ingresos, la oferta de bienes no transables y la demanda de bienes transables, lo que contribuye a una pérdida de capacidad de competencia internacional. Una situación intermedia, que ha tenido recientemente bastante importancia para algunos países, se relaciona con la puesta en práctica en forma conjunta de reformas financieras con programas de estabilización basados en la sobrevaluación del tipo de cambio. Esto puede generar contradicciones de política interna que se traducen finalmente en estímulo directo a la demanda agregada y a los déficit corrientes a través de la monetización del flujo financiero fomentada por las expectativas de ganancias especulativas de capital.

Aunque la primera clasificación permite una apreciación más acertada de los factores pertinentes cuyo impacto sobre la economía explica un desequilibrio externo, ella debiera complementarse con la consideración de otros dos elementos. La duración esperada del impacto, ya sea interno o externo, representa un papel crucial en la evaluación de las distintas soluciones; los efectos temporales deben distinguirse de los permanentes. Aunque es muchas veces difícil evaluar correctamente la duración de un impacto, debieran hacerse esfuerzos por incorporar ese elemento al análisis. Otra distinción útil es aquella que dice relación con la naturaleza "real" o "monetaria" del impacto. Ejemplos de la primera son las caídas de la productividad, obsolescencia en la tecnología y el deterioro real de la relación de precios del intercambio (como el provocado a los países importadores de petróleo por las alzas sucesivas de los precios de ese combustible). Los impactos monetarios son derivación típica de desequilibrios en el mercado del dinero. Por ejemplo, si la oferta de dinero supera continuamente a la demanda, resultarán inoperantes los intentos por mejorar la posición de balanza de pagos a través de una devaluación única y definitiva, y deberá complementarse con la aplicación de medidas de política destinadas a controlar la expansión del crédito interno.

La utilidad de la clasificación anterior se aprecia al analizar los distintos caminos posibles para resolver los desequilibrios de los pagos externos.

Desde un punto de vista puramente contable, los desequilibrios externos (en un país cuya moneda no goza de aceptación como divisa internacional) deben financiarse achicando las reservas brutas de divisas, aumentando el volumen de la deuda externa pendiente, elevando el nivel de retrasos en los pagos, o con alguna combinación de esas medidas. Sin embargo, un desequilibrio *ex ante* en las cuentas con el exterior puede ser mucho mayor que el déficit que se logre financiar a la postre, saldándose esta diferencia mediante ajuste. Este último mecanismo se basa en medidas de política interna diseñadas para producir una expansión de las exportaciones de bienes y servicios, una contracción de las importaciones, o alguna combinación de ambas, a fin de reducir el déficit proyectado en cuenta corriente y la necesidad consiguiente de obtener un financiamiento externo adicional.

Las medidas de ajuste más corrientes se han centrado en las políticas de disminución y de reorientación del gasto. Las primeras consisten en restringir la demanda agregada aplicando políticas restrictivas en el campo monetario, fiscal y/o de ingresos (incluso reducción de salarios y aumento de tasas de interés), con el objetivo de aminorar directamente el gasto interno en bienes transables. Las alzas del tipo de cambio tienen también el efecto de reducir el gasto interno por su impacto en la oferta real de dinero, al menos en el corto plazo.

La reorientación del gasto de los transables a los no transables actúa por efecto de cambios en los precios relativos, siendo los más comunes los que afectan al tipo de cambio, y los aranceles y otros reglamentos de importación, así como distintas formas de subsidios a las exportaciones. Estas políticas tienden a deprimir el gasto interno en bienes transables y a estimular la reasignación de recursos hacia su producción.

Si pudiera promoverse rápidamente el ajuste por efecto de la variación de los precios relativos, su costo, en términos de sacrificio de producto y desempleo más elevado, podría ser bastante pequeño. No obstante, las transferencias reales de recursos entre sectores y regiones toman su tiempo. Los rezagos y la inercia en la movilidad de los factores, las inflexibilidades de precios y salarios y la incertidumbre respecto de la naturaleza temporal o permanente de los cambios de política contribuyen a provocar la contracción acelerada de aquellos sectores desestimulados por los precios, en tanto que aquéllos estimulados a la expansión se demoran largo tiempo en hacerlo. En el proceso, se resiente el producto global, el desempleo y la inflación suben, y los salarios reales se

deterioran. Además, las políticas tradicionales han preferido reducir la demanda agregada que aumentar el producto y cambiar su composición; por ello, si como parte del programa se disminuye el gasto, habrá un impulso adicional a las pérdidas de producto y al desempleo. La experiencia enseña que a medida que las autoridades de los países deudores promueven tanto los cambios en los precios relativos como la restricción de los gastos, el proceso de ajuste en un caso de déficit supone pérdidas de producto y desempleo que demoran un período relativamente largo en desaparecer. El ajuste, en el sentido de una reducción del déficit externo, puede llevarse a cabo en forma relativamente rápida, pero a un costo económico y social elevado y prolongado.

Desde una perspectiva internacional, cuando se verifica un proceso de ajuste en un contexto de economía mundial estancada, y cuando los déficit en cuenta corriente no están localizados en un país, sino que en el plano regional, los costos de las políticas de ajuste tienden a incrementarse. Esto es válido para los países considerados individualmente, por efecto de la falta de demanda de sus exportaciones, que exige cambios significativos en los precios relativos (con los costos asociados ya mencionados) para mejorar su balanza comercial. Pero tiende también a ser cierto en el orden internacional, ya que debido a la importancia de los países en desarrollo en el comercio y los pagos mundiales, cuando una región en su conjunto recorta sus importaciones, ello hará más lenta la recuperación de los países avanzados superavitarios. Cuando varios países intentan incrementar simultáneamente sus exportaciones se producirá algún efecto expansivo sobre la economía mundial. Sin embargo, puede darse un deterioro en los términos del intercambio, así como reforzarse políticas proteccionistas en los países industriales, con lo que se perjudicarían las perspectivas de recuperación asociadas a las políticas de ajuste en los países en desarrollo.

El análisis anterior sugiere que, en muchos casos, los países optan, y deben optar, por financiar el déficit de cuenta corriente, lo que, en última instancia, significa postergar el ajuste.² Ambos elementos del proceso de liquidación de un déficit externo —ajuste y financiamiento externo— están frecuentemente interrelacionados. En la mayoría de los casos de un gran déficit externo *ex ante*, se puede obtener financiamiento fácilmente siempre y cuando se tomen medidas de ajuste que reduzcan la necesidad de financiamiento a lo que los acreedores consideran proporciones "manejables" o "plausibles". De hecho, el Fondo Monetario Internacional condiciona la disponibilidad de sus recursos ordinarios más allá de determinados límites a la puesta en vigencia de políticas de ajuste diseñadas con vistas a eliminar, a la larga, el déficit del país que está en dificultades.

No es evidente si el déficit debiera ser financiado o ajustado, lo que dependerá de su naturaleza, magnitud y persistencia, así como del acceso que tenga el país en cuestión a recursos financieros. Un déficit originado en causas de naturaleza transitoria y monetaria, que se espera sea de corta duración, debiera, por lo general, ser financiado; esta conclusión se deduce de los criterios de eficiencia. Por su parte, un déficit surgido de cambios reales y/o permanentes en el ámbito económico, o de hechos que, a pesar de ser de carácter transitorio, se prevé que persistirán por largo tiempo, hace necesario el ajuste.

Desde otro ángulo, cuando predominan los factores externos, parece razonable, en aras de la equidad y, en algunos casos, de la eficiencia (que está vinculada a la interdependencia tanto en el comercio como en los pagos entre países deficitarios y superavitarios), abogar por la alternativa del financiamiento. Nuevamente, esto es tanto más valedero cuando la alteración externa se percibe como temporal y de naturaleza "monetaria" (por ejemplo, aumento en las tasas de interés internacionales), y en menor grado cuando aparece como más permanente y se basa en causas "reales" (por ejemplo, alza del precio del petróleo).

Sin embargo, no es siempre fácil determinar desde un comienzo si van a suceder cambios permanentes o transitorios o si serán monetarios o reales. Así, habitualmente se utiliza un análisis de costo-beneficio para determinar los instrumentos de política necesarios para enfrentar el desequilibrio en los pagos externos en lugar de un enfoque "fundamentalista". Financiar el déficit supone costos que se miden en función de la carga futura que significará la deuda, en tanto que el ajuste implica algún sacrificio del ingreso real actual y un incremento transitorio del desempleo y la inflación.

El "supuesto de país pequeño" que es habitual con respecto al financiamiento implica una oferta de crédito externo infinitamente elástica; el país prestatario determina el monto solicitado anualmente, a la tasa de interés y otros costos vigentes. Con este criterio, el monto del endeudamiento anual se determina esencialmente por la demanda, en tanto que las condiciones de oferta determinan el costo del crédito. Esta hipótesis es útil cuando los mercados financieros internacionales se encuentran en etapa de rápido crecimiento como sucedió hasta 1981, y cuando las apreciaciones del "riesgo crediticio" por parte de los prestamistas no limitan el crédito externo a los países prestatarios. Cuando el financiamiento alcanza sus límites máximos, un país no está en condiciones de evaluar los costos y los beneficios de distintas soluciones para enfrentar el déficit: está obligado al ajuste, cualesquiera que sean los costos. En estas condiciones, no es sorprendente que en muchos casos de déficit externos, los países actúen unilateralmente en el ámbito financiero, aplicando moratorias a los pagos comerciales o a otros pagos externos, lo que podría calificarse más apropiadamente como "préstamos involuntarios".

III

Financiamiento y ajuste: tendencias recientes y situación actual

Como se sabe, los mercados financieros internacionales se expandieron a ritmo acelerado durante el decenio de 1970. El total de activos de los bancos que informaban al Banco de Pagos Internacionales (BPI) creció a una tasa media del 25% en este período, y en ninguno de esos años bajó del 19%. Entre 1973 y 1981, el flujo neto de crédito bancario a los países en desarrollo no exportadores de petróleo más que se quintuplicó, al aumentar de 10 000 millones de dólares a más de 50 000 millones en 1981, cuando llegó al nivel más alto de su historia.

Este acelerado crecimiento tiene causas tanto institucionales como estructurales. Entre las primeras acaso las dos más importantes radican en la falta de reglamentación en los mercados de eurodivisas: la no exigencia de reservas mínimas y de una relación máxima de deudas a capital. En lo que se refiere a las causas estructurales, la acumulación de saldos líquidos bajo el control de países de alta preferencia de liquidez, como los exportadores de petróleo, es claramente una de las características más sobresalientes de ese período desde el punto de vista financiero internacional. Si los países exportadores de petróleo hubieran decidido acumular activos reales en lugar de fondos líquidos, y hubieran estado en condiciones de hacerlo, estos últimos habrían retornado a los proveedores de activos reales y la expansión del mercado financiero habría dependido de las preferencias de éstos respecto de la composición de su cartera.

Evidentemente, la expansión de los mercados financieros se basa en el funcionamiento del sistema monetario internacional. La liquidación con activos internacionales distintos de la moneda del país que paga habría permitido una expansión más moderada y regular de las tenencias de divisas de reserva fuera de sus países de emisión.

En todo caso, la rápida expansión de los mercados financieros en los años del setenta creó un mercado internacional de capitales en gran parte al margen de los controles normativos de toda autoridad monetaria o institución internacional. Los movimientos de capital han sido cada vez más importantes en la determinación de los pagos internacionales y del tipo de cambio y, por ello, las fuentes de financiamiento privadas, y especialmente bancarias, han aumentado su importancia, en tanto que el papel de las instituciones oficiales y de los gobiernos se ha debilitado en un sistema monetario y financiero crecientemente basado en el mercado. Esto se tradujo a su vez en una reducción apreciable del plazo medio de amortización así como en aumentos considerables del costo de financiamiento para los países en desarrollo, especialmente los de América Latina.

Hacia fines de 1981, y sobre todo en 1982, el ritmo de crecimiento de los mercados financieros sufrió un marcado descenso, al derrumbarse, por un lado, el cartel del petróleo y crearse, por el otro, una apreciación más aguda del riesgo de deterioro de su cartera de colocaciones por parte de los países prestamistas. En esos años, junto con reducirse los flujos de capital hacia los países de menor desarrollo, los bancos elevaron su "spread", sus gastos y comisiones, y redujeron los plazos para los préstamos nuevos.

El rápido crecimiento del crédito se tradujo en un aumento acelerado de la deuda, proceso que puede mantenerse, como se vio en la sección II, mientras la carga de la deuda no llegue a proporciones excesivas con relación al PNB y a las exportaciones. Este parece haber sido el caso de varios países latinoamericanos en el decenio de 1970: el PNB real de México, por ejemplo, creció un 6.4% en promedio entre 1970 y 1979, en tanto que sus exportaciones lo hicieron a un 10.9% anual. En el mismo período las cifras correspondientes para el Brasil eran 6.7% y 9.1%. Argentina registró un crecimiento menos favorable de 2.6% pero, así y todo, expandió sus exportaciones a un ritmo del 10.7% anual.

Sin embargo, el deterioro de la relación de precios del intercambio de los países deudores o un alza de los tipos de interés internacionales podían volver insoportable el peso de la deuda, y fue precisamente lo que sucedió a principios del decenio de 1980. Si bien es cierto que muchos países de América Latina no se ajustaron a los dos embates petroleros del decenio de 1970 y creyeron erróneamente que sería estable y permanente la disponibilidad creciente de financiamiento externo registrada durante ese decenio, no lo es menos que para muchos la crisis de servicio de la deuda se debió no tanto a errores de gestión del endeudamiento ni a préstamos irracionales, sino más bien a las elevadas tasas de interés y a la recesión mundial que contrajo sus ingresos de exportación.

Como resultado de las políticas económicas internas de los países industriales, el crecimiento de la economía mundial prácticamente se detuvo en 1982, se fueron a las nubes las tasas reales de interés en los mercados internacionales y se intensificaron las tendencias proteccionistas en los países industrializados; a la vez, la relación de precios del intercambio se volvió rápidamente en contra de los países deudores, incluso los exportadores de petróleo. Al afianzarse la recesión, se vio afectada la cartera de colocaciones de los bancos, tanto interna como internacional. En los países de menor desarrollo este proceso de deterioro de la cartera desembocó en muchos casos en una crisis financiera, que agravó los problemas de cartera y los de apreciación del riesgo por parte de los principales bancos internacionales. (Véase el cuadro 1.)

Cabe señalarse que en algunos países en desarrollo las políticas internas fomentaron el ingreso de capitales en la forma de deuda por efecto de reformas financieras y alteraciones del tipo de cambio incongruentes (devaluación a tasas muy inferiores a la inflación interna). Podían evitarse fuertes presiones inflacionarias y tasas de interés elevadas en los mercados de crédito internos, así como políticas monetarias y (algunas veces) fiscales rigurosas por la vía del endeudamiento externo. Más aún, en muchos casos

Cuadro 1

EVOLUCION DE LOS INDICADORES ECONOMICOS INTERNACIONALES
QUE AFECTAN LA BALANZA DE PAGOS DE LOS PAISES
LATINOAMERICANOS, 1965-1983

Período	Relación de precios del intercambio de América Latina ^a (variación porcentual)		Tasa de interés real ^b (porcentajes)	Tasa de crecimiento de países industriales ^c (variación porcentual)	Ingreso neto de capitales	
	Total	Países no exportadores de petróleo			Miles de millones de dólares corrientes	Miles de millones de dólares de 1983 ^d
					Promedio	
1965-1972	0.3	0.2	2.82	4.6	3.4	8.8
1973	13.4	10.6	2.94	6.2	8.1	18.3
1974	15.8	-7.0	0.11	0.1	11.6	23.5
1975	-13.5	-12.0	-2.21	-0.7	14.5	27.3
1976	4.6	7.4	-0.22	5.3	18.3	32.0
1977	6.0	10.7	-0.50	4.3	17.3	28.5
1978	-10.5	-10.2	1.23	4.5	26.4	40.3
1979	3.5	-6.7	0.66	3.5	29.0	39.7
1980	4.2	-7.2	0.86	1.1	29.9	36.1
1981	-7.3	-13.0	6.11	1.5	38.0	41.5
1982	-7.0	-7.6	6.91	-0.4	16.5	17.1
1983 ^e	-7.2	-1.6	6.71	1.8	4.5	4.5

Fuente: CEPAL, *Estudio económico de América Latina 1982*; y *Síntesis preliminar de la economía latinoamericana, 1983*: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook 1983* y *Balance of Payments Yearbook* (varios números); OCDE, *Economic Outlook 1972*.

^aDesde 1970 en adelante excluye Venezuela, Bolivia y Ecuador; desde 1976, México y Perú.

^bSe refiere a la tasa de interés trimestral del Eurodólar en Londres, menos la inflación de Estados Unidos, según el Índice de Precios al Consumidor (CPI).

^cCrecimiento del PNB de Canadá, Estados Unidos, Japón, Francia, República Federal de Alemania, Italia y el Reino Unido.

^dDeflactado por el Índice de Precios al Consumidor de los Estados Unidos.

^eEstimaciones preliminares. Datos de tasa de interés y de inflación en Estados Unidos hasta octubre de 1983.

las grandes diferencias entre las tasas internas y externas de interés estimulaban los movimientos de capital especulativos. Esta situación permitió, durante algún tiempo, sostener la presencia simultánea de déficit en cuenta corriente y superávit en balanza de pagos gracias a una deuda externa creciente.

De este modo, tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda se estimuló el aumento de la deuda a un ritmo tal que su volumen llegó a ser incompatible con una recesión mundial aguda o prolongada. En efecto, la importancia abrumadora de los bancos privados como fuente principal del flujo de nuevo financiamiento, dada su naturaleza comercial y su aversión al riesgo, contribuyó a intensificar más que a moderar las tendencias recesivas de principios de los años del ochenta.

Los niveles actuales de la deuda externa son tales que las variaciones en las tasas de interés de los mercados internacionales tienen un impacto considerable en los pagos internacionales. Por estar una proporción creciente del volumen de la deuda de los países en desarrollo sujeta a tasas de interés flotantes, el grueso de la deuda, y no sólo los préstamos nuevos, se verá afectado por cambios en las tasas. El cuadro 2 muestra la incidencia de un aumento de un 1% en las tasas de interés sobre los pagos externos de los

Cuadro 2

**EFFECTO DE UN CAMBIO DE 1% EN LAS TASAS DE INTERES SOBRE
LOS PAGOS EXTERNOS DE LOS PAISES EN DESARROLLO
NO EXPORTADORES DE PETROLEO, 1981-1983**

<i>Región^a</i>	<i>Monto de la deuda sujeto a tasas flotantes (miles de millones de dólares) (1)</i>	<i>1% de variación en la tasa de interés (miles de millones de dólares) (2)</i>	<i>Exportaciones totales de bienes y servicios (miles de millones de dólares) (3)</i>	<i>Porcentajes (2:3) (4)</i>
Hemisferio occidental ^b	227.9	2.3	115.2	2.0
Africa	37.7	0.4	54.8	0.7
Asia	76.4	0.8	178.4	0.4
Otros	73.9	0.7	99.5	0.7
Total	415.9	4.2	447.9	0.9

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*, 1983.

^a La clasificación de los países corresponde a FMI, *International Financial Statistics* de marzo de 1980 en adelante.

^b El hemisferio occidental excluye sólo a Venezuela como exportador de petróleo.

países en desarrollo no exportadores de petróleo. Para los países de América Latina y el Caribe, esta cifra llega a los 2 300 millones de dólares, lo que representa el 2% de las exportaciones de bienes y servicios de la región. Este efecto, que ha predominado en el decenio de 1980 a consecuencia del rápido crecimiento y cambio de estructura de la deuda externa y de los niveles extraordinariamente elevados de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, es mucho mayor que el que tendría el alza en un dólar por barril de petróleo. Aunque los tipos de interés nominales en los Estados Unidos han descendido de sus niveles extremos de 1981 y 1982, esta baja no ha sido ni tan acelerada ni tan intensa como la de las tasas de inflación (de Estados Unidos), y permanecen por encima de sus niveles históricos reales para períodos comparables de ciclos económicos anteriores.

Con tasas anuales de interés nominales del 12% al 18% (incluidos los *spread*) entre 1981 y 1983, el pago de intereses absorbe una porción considerable del ingreso bruto por exportaciones de los países deudores. (Véase el cuadro 3.)

Más aún, en 1982 y 1983 los pagos de intereses de los países de América Latina y el Caribe fueron superiores a los incrementos de su endeudamiento externo neto, lo que dio lugar a la inversión del sentido de la transferencia de recursos, de los deudores a los acreedores. Esto sería resultado natural de la maduración de las economías de los países de menor desarrollo, pero constituye una pesada carga cuando es consecuencia de una recesión mundial y no subproducto del proceso de crecimiento. (Véase el cuadro 4.)

Agregado a este efecto de las tasas de interés internacionales elevadas en el servicio de la deuda está su impacto sobre los bienes primarios, ya que tienden a estar correlacionadas negativamente con la relación de precios del intercambio de los países productores primarios. De ahí que la carga que representan las tasas de interés elevadas se multiplique por efecto del deterioro de la relación de precios del intercambio, en lo que se ha dado en llamar el "efecto tijera", que ha provocado tal agobio a algunos países deudores importantes que han llegado casi a la cesación de pagos. (Véase el gráfico 1.)

Los mecanismos que explican esta relación negativa tienen que ver con el impacto directo de las variaciones en las tasas de interés sobre la transacción, los inventarios y la

Cuadro 3

PAGOS DE INTERESES DE LOS PAISES EN VIAS DE DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO, POR REGIONES, 1981-1983

Región ^a	Pagos de intereses (miles de millones de dólares)	Exportaciones de bienes y servicios (miles de millones de dólares)	Porcentajes (1:2)
	(1)	(2)	(3)
Hemisferio occidental ^b	31.4	115.2	27.3
Africa	4.4	54.8	8.1
Asia	9.8	178.4	5.5
Otros	10.0	99.5	10.1
Total	55.6	447.9	12.4

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*, 1983.

^aLa clasificación de los países corresponde a FMI, *International Financial Statistics*, de marzo de 1980 en adelante.

^bEl hemisferio occidental excluye sólo a Venezuela como exportador de petróleo.

Cuadro 4

PAGOS DE INTERESES Y NUEVA DEUDA DE LOS PAISES EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO, 1982-1983

(Miles de millones de dólares)

Región ^a	Pagos de intereses	Endeudamiento externo neto	Transferencia neta
Hemisferio occidental ^b	31.4	18.2	-13.2
Africa	4.4	9.0	4.6
Asia	9.8	15.6	5.8
Otros	10.0	9.9	-0.1
Total	55.6	52.7	-2.9

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*, 1983.

^aLa clasificación de los países corresponde a FMI, *International Financial Statistics*, de marzo de 1980 en adelante.

^bEl hemisferio occidental excluye sólo a Venezuela como exportador de petróleo.

demanda especulativa de bienes primarios (véase Padma Gotur, "Interest rates and the developing world", *Finance and Development*, vol. 20, N^o 4, diciembre de 1983). Así también las altas tasas de interés desalientan el gasto interno, se resiente el nivel de actividad económica y decae la demanda de productos primarios. Como la mayoría de estos productos son transados en mercados altamente competitivos y su oferta es inelástica, los precios tienden a variar bastante ante cambios en la demanda.

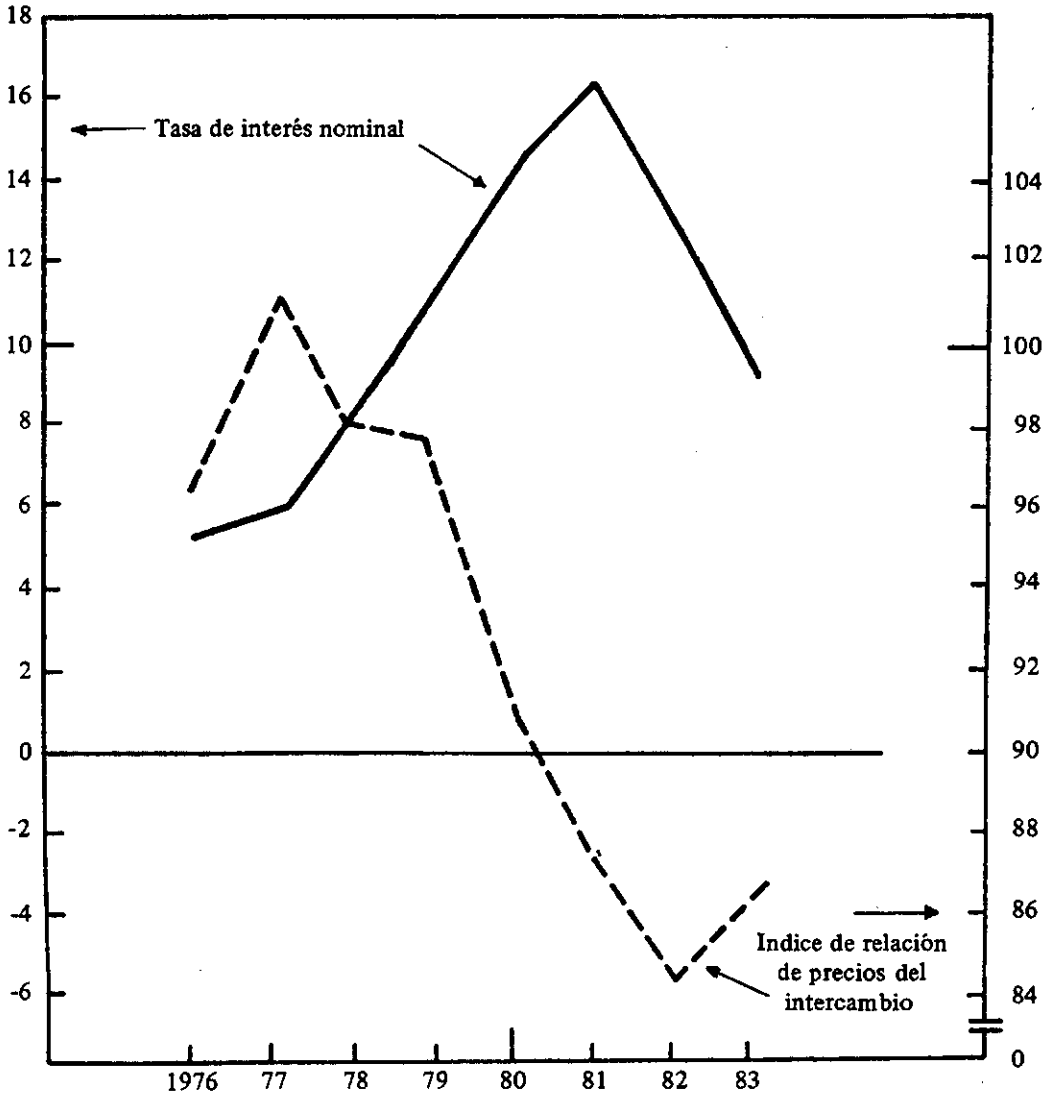
Los acontecimientos recientes en el plano monetario y financiero internacional, las políticas macroeconómicas de los países industriales y la recesión mundial, han sido los factores externos que han afectado más negativamente a las economías de los países en vías de desarrollo. A ello deben sumarse algunos factores internos bastante habituales en América Latina durante la segunda mitad del decenio de 1970. Los tipos de cambio sobrevaluados, las políticas expansivas de la demanda agregada y el estímulo y uso inadecuado del endeudamiento, han contribuido también, aunque en menor grado, a generar las crisis de balanza de pagos que comenzaron a manifestarse en 1981 y se prolongaron en 1982 y 1983.

Gráfico 1

EVOLUCION DE LA RELACION DE PRECIOS DEL INTERCAMBIO DE LOS PAISES EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO Y TASA DE INTERES NOMINAL

Tasa de interés Eurodólar
trimestral Londres

Indice de relación de precios del
intercambio de países en desarrollo
no exportadores de petróleo
(1972 = 100)



Fuente: FMI, *International Financial Statistics*, enero de 1984; *World Economic Outlook*, 1983.

Las magnitudes comprometidas y los ajustes efectuados son bastantes claros e impresionantes. El déficit de cuenta corriente alcanzó un máximo en 1981. Desde entonces, la balanza comercial cambió de déficit a superávit, llegando a su punto más alto en 1983 con un volumen extraordinario de más de 31 000 millones de dólares, cifra que más que triplicaba el ya crecido monto alcanzado en 1982. El saldo en cuenta corriente antes del pago de intereses y remesas de utilidades mejoró en 37 000 millones de dólares entre 1981 y 1983, cifra que representa alrededor del 4% del PNB latinoamericano medio para el período. El déficit en cuenta corriente, consecuencia de los cambios que afectaron principalmente al comercio y, en mucho menor medida, a los servicios financieros, se contrajo abruptamente de 36 400 millones de dólares en 1982 a 8 500 millones en 1983, el déficit más pequeño desde 1974. (Véase el cuadro 5.)

En forma paralela, los países de América Latina sufrieron en 1983 una contracción radical del ingreso neto de capitales a la región, lo que explica, hasta cierto punto, la disminución extraordinaria de los déficit de cuenta corriente. Dicho ingreso, que ya se había reducido en 1982 a menos de la mitad del máximo histórico de 1981, cuando llegó a 38 000 millones de dólares, cayó nuevamente en 1983, a menos de 4 500 millones. Por esta razón, a pesar del enorme superávit en la balanza comercial y de la fuerte caída del déficit de cuenta corriente, las reservas de divisas descendieron por tercer año consecutivo. En función de las importaciones de la región, el coeficiente de reservas se redujo de un promedio de casi 50% en 1973-1979, a cerca de un tercio en el decenio de 1980, a pesar de que las importaciones disminuyeron en más de 40% entre 1981 y 1983.

Cuadro 5

DESEQUILIBRIOS EXTERNOS EN AMERICA LATINA, 1979 A 1983

	1979	1980	1981	1982	1983
<i>(Miles de millones de dólares)</i>					
1 Exportaciones de bienes	69.6	90.5	96.8	88.6	87.5
2 Importaciones de bienes	69.1	91.5	98.4	78.9	56.3
3 Balanza comercial	0.5	-1.0	-1.6	9.7	31.2
4 Servicios no financieros (netos)	6.5	8.5	11.4	9.6	6.4
5 Saldo en cuenta corriente antes del pago de servicios financieros	-6.0	-9.5	-13.0	0.1	24.8
6 Servicios financieros (netos)	14.2	19.0	29.1	36.8	34.9
7 Saldo en cuenta corriente	-19.6	-27.7	-40.4	-36.4	-8.5
8 Movimientos netos de capital	29.0	29.9	38.0	16.6	4.5
9 Deuda externa global	116.4	205.2	257.9	289.4	309.8
10 Servicios de deuda externa	37.1	43.2	54.6	69.2	...
<i>(Porcentajes)</i>					
11 Pagos de intereses como porcentajes de las exportaciones de bienes y servicios	17.4	19.9	26.4	38.3	35.0
12 Saldo en cuenta corriente como porcentaje del producto nacional bruto	-2.8	-3.3	-4.3	-3.9	-0.9

Fuente: CEPAL, *Síntesis preliminar de la economía latinoamericana*, 1983.

La menor afluencia neta de capitales a América Latina, combinada con la muy cuantiosa remesa de servicios financieros contribuyó, por segundo año consecutivo, a una transferencia neta de recursos de la región al resto del mundo que alcanzó a cerca de 50 000 millones de dólares durante el bienio 1982-1983. Evidentemente, a consecuencia de esa menor entrada de capitales, el ritmo de crecimiento de la deuda externa decayó: 7% en 1983, frente a 12% en 1982 y el elevado promedio de 23% en el período 1977-1981. En cambio, los pagos de intereses, que en 1977 representaban el 12.4% del valor de las exportaciones de bienes y servicios, han subido sostenidamente, triplicándose esa cifra en 1982-1983. Por añadidura, los pagos de intereses han aumentado también en proporción a los pagos totales por servicios de la deuda —de 35% en 1977-1978 a 58% en 1982— y a una cifra mucho mayor en 1983 por efecto de la reprogramación de la mayor parte de las amortizaciones de ese año.

Sin embargo, pese a las devaluaciones generalizadas y a la adopción de otras medidas destinadas a estimular las exportaciones, la mayor parte del ajuste se debió a la reducción de las importaciones, que decayeron 29% en 1983, luego de haber disminuido ya un 20% el año anterior.

Esta caída extraordinaria de las importaciones fue a la vez causa y efecto de una contracción aguda de la actividad económica y de otros indicadores relacionados. (Véase el cuadro 6.) El PNB de América Latina descendió en 3.3% en 1983, luego de haber caído un 1% en 1982. El PNB por habitante disminuyó en 5.6% en 1983 y fue inferior en cerca de un 10% al de 1980 al haber alcanzado apenas el nivel de 1977. El ingreso nacional bruto disminuyó más que el PNB, ya que se deterioró por tercer año consecutivo la relación de precios del intercambio de la región, fenómeno que afectó por sexto año consecutivo a los países latinoamericanos no exportadores de petróleo. El desempleo urbano aumentó en casi todos los países mientras que la inflación se aceleraba a tasas sin precedentes.

Quizá lo que mejor ilustra la magnitud de este proceso de ajuste para la región sea el planteamiento siguiente: si el PNB hubiese continuado creciendo a la mitad de la tasa media registrada en 1970-1980, América Latina habría obtenido en el trienio 1981-1983 un producto bruto adicional, a precios constantes de 1983, de 150 000 millones de dólares. Este valor equivale a cerca de la mitad de la deuda externa de la región, o al PNB de Suecia o Suiza.

No obstante las importantes políticas de ajuste del sector externo que adoptó América Latina en 1982 y 1983, las divisas generadas por este proceso y por el financia-

Cuadro 6

AMERICA LATINA: INDICADORES DE COSTO DEL AJUSTE

	1976/1979	1980	1981	1982	1983
(Dólares de 1970)					
PNB real per cápita	930	1 007	997	965	911
INB real per cápita	929	1 009	985	938	883
(Porcentajes)					
Variación de los precios al consumidor	50	53	61	86	130
Mediana de desempleo ^a	7	7	7	9	10

Fuente: CEPAL, *Síntesis preliminar de la economía latinoamericana*, 1983.

^a Mediana de las tasas medias anuales de desempleo urbano en 10 países escogidos de América Latina.

miento voluntario no bastaron para cubrir los pagos de la deuda externa; y varios países no pudieron pagar, no sólo el capital, sino que en algunos casos, ni siquiera los intereses. La mayoría de los países tuvieron que reprogramar el servicio de su deuda externa y trataron de repactar con el FMI y otros acreedores internacionales para cumplir con tales servicios —para no mencionar el pago de los préstamos que iban venciendo— y han debido reducir el gasto interno y aplicar programas de austeridad para satisfacer las exigencias del FMI.

En las condiciones actuales, no cabe esperar que la deuda continúe creciendo como en el pasado. Mientras que el flujo de ahorros líquidos se ha reducido considerablemente, los prestamistas están adoptando una actitud muy cautelosa y selectiva en lo que respecta a sus operaciones internacionales. De hecho, como ya se dijo, la expansión del financiamiento internacional fue, en 1983, bastante menor que el interés pagado al exterior, de modo que la transferencia de recursos reales de *deudores a acreedores* ha llegado a niveles sin precedentes, aun tomando en cuenta la repactación de la deuda y el hecho de que hoy haya atrasos significativos en el pago de intereses y amortización de algunos países deudores. Mientras que el total de activos internacionales de los bancos que informan al BPI creció en 22 300 millones de dólares en el primer semestre de 1983, comparado con los 74 000 millones de dólares del mismo período de 1982, el financiamiento bancario a América Latina aumentó en 3 700 millones de dólares (12 000 millones en el primer semestre de 1982), en tanto que el financiamiento al total de países en vías de desarrollo se elevaba en 5 800 millones (15 000 millones en el primer semestre de 1982).

Así, sin tomar en cuenta la naturaleza transitoria y externa de los déficit actuales en los pagos internacionales de América Latina, debido principalmente a tasas de interés excepcionalmente elevadas y una relación de precios del intercambio muy desfavorable, el financiamiento está desempeñando un papel muy limitado en corregir el desequilibrio externo. Tradicionalmente, el FMI en su financiamiento condicionado incluía cláusulas para eliminar el financiamiento no voluntario, ofreciendo a cambio sus recursos financieros. Sin embargo, cuando los desequilibrios son suficientemente grandes, como ocurrió en 1982 y 1983, no bastan los recursos del FMI, y el Fondo ha estado promoviendo activamente la provisión de fondos adicionales por prestamistas privados para complementar sus muy limitadas disponibilidades de financiamiento, a fin de evitar una crisis de pagos.

Como se ha mencionado, los bancos han reaccionado, al menos hasta ahora, muy cautelosamente, tratando de reducir su trato con los países menos desarrollados. La disponibilidad de financiamiento para esos países es hoy una limitación muy severa. Pero el FMI ha hecho su "reaparición", a pesar de las nuevas circunstancias, en un papel similar al que ha desempeñado tradicionalmente en lo que dice a su enfoque de las causas y soluciones de las crisis de balanza de pagos de los países individuales cual si fueran fenómenos aislados. En esta ocasión, sin embargo, las restricciones financieras han hecho necesario un proceso de ajuste muy severo y costoso, el que no ha sido determinado por la naturaleza o causas del desequilibrio sino que fundamentalmente por la disponibilidad de financiamiento. Esto último ha prevalecido sobre las consideraciones de costo y beneficio o, lo que es lo mismo, por sobre una cantidad limitada, el costo del financiamiento se ha hecho infinito.

IV

El ajuste y la deuda en el decenio de 1980: opciones y limitaciones de las instituciones, tendencias y prácticas actuales

1. *El panorama internacional*

Hasta el segundo semestre de 1980, la evolución del sector externo de América Latina parecía estar bajo perfecto control. Por lo dicho en secciones anteriores se sabe que, a partir de ese entonces, las crisis desencadenadas por las decisiones y medidas de política de los países industriales y de la economía mundial desempeñaron un papel relevante en los desequilibrios externos de los países de menor desarrollo. De hecho, la aplicación de medidas apropiadas de política en el Norte es factor clave para lograr que el proceso de ajuste que se está llevando a cabo en el Sur sea viable. Si la relación de precios del intercambio de América Latina hubiese sido parecida a la de 1980 (25% más elevada) y hubieran regido tasas de interés similares a las registradas cuando se contrató el grueso de la deuda (en promedio, 4 puntos porcentuales menos que las tasas actuales), la región habría contado con otros 25 000 millones de dólares más en 1983. Con estos recursos habría satisfecho fácilmente sus obligaciones de pagos externos sin una reducción radical de sus importaciones ni contraer nuevas deudas. En otras palabras, si el comercio y las finanzas mundiales volvieran a sus condiciones "normales", América Latina podría cumplir sus compromisos de pagos externos sin sacrificar ni sus niveles de consumo ni sus posibilidades de crecimiento económico.

Desde luego, las políticas llevadas a cabo por los países en vías de desarrollo han tenido alguna culpa en la generación de los desequilibrios, pero ya se ha logrado corregir esas políticas —responsabilidad de las autoridades de los países en desarrollo— y en muchos casos con exceso, lo que ha tenido dolorosas consecuencias sobre la estructura económica y social y hace dudar de la capacidad de estos países para sostener ese esfuerzo.

Los análisis actuales sobre el proceso de ajuste plantean dos problemas principales: maximizan el costo global del proceso y están sesgados en contra de los países deudores, que están sufragando una parte desproporcionada de ese costo. Hay cuatro aspectos principales de la economía internacional en los que se requiere emprender acciones para invertir el sentido de esta situación.

En primer término, las tasas de interés elevadas e inestables tienen un impacto claramente negativo en la crisis actual, por distintos motivos. Se han visto afectados adversamente los pagos por servicio de la deuda y la relación de precios del intercambio. Los pagos de intereses superan el costo de las importaciones de petróleo en los países en desarrollo. Pero las tasas de interés han contribuido también a retardar la recuperación del Norte, ayudando a fortalecer el valor del dólar frente a otras monedas por la afluencia de capitales a los Estados Unidos. Esto ha afectado la capacidad de competencia de los países menos desarrollados, lo que ha abultado el costo real de servir la deuda externa, contratada predominantemente en dólares de Estados Unidos. Con relación a este último punto, se ha estimado que si el endeudamiento de los países en desarrollo no exportadores de petróleo con los bancos comerciales —que alcanzó a alrededor de 150 000 millones de dólares entre 1979 y 1982, casi todo en dólares— se hubiera diversificado de modo de ajustarlo en general a la composición de divisas de su comercio, el ahorro combinado de estos países por concepto de intereses más bajos y ganancias cambiarias habría sido de más de 30 000 millones de dólares (véase A. Mohl y D. Sobol, "Currency diversification and LDC debt", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, tercer trimestre de

1983, vol. 8, N^o 3). Además, las altas tasas de interés (junto con la sobrevaluación de las monedas latinoamericanas) han fomentado la fuga de capitales a Estados Unidos que, según fuentes de bancos privados, alcanzó los 100 000 millones de dólares en 1980-1983, lo que agrava los problemas de endeudamiento de la región.

La elevación e inestabilidad de los tipos de interés obedecen principalmente a las políticas macroeconómicas de los países industriales, y, en especial, a la política fiscal de los Estados Unidos. Los efectos de monetización y desplazamiento del déficit fiscal, las expectativas de que el déficit fiscal de Estados Unidos no desaparezca —aun con una recuperación fuerte y duradera (debido a que el aumento del gasto en programas sociales y de defensa absorberá el incremento de los ingresos fiscales)— y la competencia entre sectores públicos deficitarios de países industriales por un caudal relativamente escaso de ahorro mundial, son las causas principales de los niveles y variaciones recientes del tipo de interés. Más aún, el impacto de las tasas de interés internacionales sobre los países en desarrollo es mayor que su efecto en el ciudadano medio de Estados Unidos o del Reino Unido, ya que los deudores norteamericanos o británicos pueden descontar los pagos de intereses de sus impuestos.

Cabe señalar también que los ingresos de los bancos no dependen tanto del nivel de los tipos de interés cuanto de la diferencia entre las tasas de captación y de colocación (*spread*), de modo que, en principio, si las tasas de interés reales pudieran reducirse no se pondría en peligro la solvencia del sistema bancario, sino que incluso podría fortalecerse.

En resumen, debe admitirse claramente la responsabilidad de los países industriales por los niveles y fluctuaciones de las tasas de interés, uno de los principales determinantes de las crisis actuales de balanzas de pagos y del costo elevado e ineficiencia del proceso de ajuste en los países en desarrollo, y tomarse medidas acerca de una combinación de políticas monetaria y fiscal, así como de coordinación de éstas— con las cambiarias entre los países industriales.

El segundo elemento de orden internacional por considerar es que el proceso de ajuste real, basado en la generación de superávit comerciales en los países deudores, se está haciendo extremadamente difícil y oneroso por la insuficiencia de la demanda externa y las tendencias proteccionistas del Norte, que han afectado tanto a las exportaciones de los países en desarrollo como a su relación de precios del intercambio.

En promedio, los productos de los países en desarrollo no abastecen más del 3% del mercado de los países industriales; esta participación relativamente pequeña debiera dejar amplio margen para la expansión futura. Sin embargo, por la participación elevada de algunos productos y las medidas proteccionistas contra la importación de muchos de ellos, el crecimiento futuro podría ser sólo moderado. Aunque las medidas proteccionistas de los países de la OCDE no representaron un freno para los países exportadores más dinámicos a fines del decenio de 1970, el medio exportador de los próximos años será mucho más competitivo que en los últimos 15 años. Aparte las políticas de promoción de exportaciones de los países deudores, para lograr un aumento significativo de las exportaciones se requerirá no sólo una economía mundial más sólida, sino también un proceso de restructuración de las economías de los países industrializados, aspecto esencial de la evolución de la economía internacional hacia el cual deberán propender las políticas nacionales tanto de los países industriales como de los en vías de desarrollo (véase B.A. de Vries, *International ramifications of the external debt situation*, the AMEX Bank Review Special Papers N^o 8, noviembre de 1983).

Aunque los sucesos de 1983 y las proyecciones para 1984 apuntan hacia una recuperación de la recesión mundial de 1982, y pese al aumento de las importaciones de los Estados Unidos, la transmisión internacional de la recuperación está funcionando menos eficientemente que en el pasado. En el bienio que siguió a la recesión de 1975, el

crecimiento del comercio mundial fue superior al aumento del producto mundial por un margen apreciable, como lo había sido en promedio durante todo el período de postguerra. En cambio, en 1983-1984, el crecimiento del comercio superará al del producto en una cifra insignificante o no lo superará, principalmente por la menor disponibilidad de financiamiento, debido al problema de la deuda, y a la proliferación de medidas proteccionistas. A ello deben agregarse las restricciones impuestas a las importaciones por los países en desarrollo con gran endeudamiento.

En una economía dinámica en expansión tienen alguna base lógica las recomendaciones tradicionales de ajuste para un país individual por la vía de aumentar las exportaciones y restringir las importaciones. Sin embargo, como cada exportación constituye la importación de algún otro país, podría incurrirse en una "falacia de composición" cuando se está en una situación de crisis generalizada. Como el FMI tiene influencia en los países deficitarios que necesitan financiamiento y no en los países superavitarios (o en los países con moneda de reserva, ya sean superavitarios o deficitarios), el peso del ajuste se traslada a los países con déficit cuya moneda no puede constituir reserva. Este hecho eleva el costo del ajuste para esos países y reduce la eficiencia de algunas medidas de política, especialmente cuando la economía mundial no está creciendo en forma acelerada.

La disponibilidad y estabilidad del financiamiento externo es el tercer factor internacional que requiere urgentes medidas de política.

Como se dijo en la sección III, los préstamos bancarios a los países en desarrollo, y en especial a América Latina, crecieron a tasas extraordinariamente elevadas en el decenio de 1970. *A posteriori* se aprecia que siendo en algunos países elevadas las tasas de crecimiento del PNB y de las exportaciones, las estrategias de desarrollo basadas en el ahorro externo tenían fundamentos muy débiles. La dependencia excesiva de préstamos de corto plazo provocó un grave desajuste entre la estructura de maduración de las inversiones y la deuda, lo que aumentaba la vulnerabilidad de los países a los problemas de servicio. El financiamiento externo en algunos casos sustituyó al ahorro interno, estimulando el consumo. La abundancia de divisas fomentó la sobrevaluación del tipo de cambio, restando incentivo a las exportaciones. Asimismo, el esfuerzo por mantener los niveles de actividad frente a las crisis del petróleo, y el hecho de que las expectativas de elevados tipos de interés y de cambio en el mercado interno de los Estados Unidos estimularan la salida especulativa de capital privado, fueron todos factores que se conjugaron para neutralizar parcialmente el financiamiento bancario y poner en duda su uso eficiente.

La reacción inicial de los bancos privados a los problemas de servicio de la deuda en el decenio de 1980, fue no sólo tratar de reducir su trato con los países en desarrollo, transacciones que hacia mediados de 1983 representaban más de 330 000 millones de dólares, sino establecer nuevas comisiones y cargos en los sistemas de reprogramación (que sólo hace poco han tendido a disminuir levemente), que se han sumado a las ya elevadas tasas de interés. Es evidente que por la conjunción de activas políticas de crédito con una evaluación deficiente de los proyectos y desconocimiento del país y los riesgos comerciales en juego, los bancos son también responsables de la gestación de la crisis actual de balanza de pagos. Tienden a argüir que, por lo competitivo de la oferta en el mercado de los setenta, los *spread* fueron muy bajos y los resguardos insuficientes para enfrentar crisis generalizadas de pagos. Sin embargo, su comportamiento actual, con el intento de impedir de repente el acceso de los países "problemas" a los mercados financieros y de aplicar procedimientos de reprogramación que elevan considerablemente los costos del financiamiento está contribuyendo a acentuar los desequilibrios externos y a trasladar a los países deudores casi toda la carga del ajuste.

Junto con la elevación de los costos financieros, ha disminuido el financiamiento bancario y hay poca esperanza de que pueda aumentar en el futuro cercano, salvo que el

FMI ejerza una presión intensa. Sin embargo, como es probable que la disminución de las tasas de interés sea lenta y poco significativa, si es que la hay, los grandes y costosos superávits comerciales de los países deudores no bastarán para enjugar el déficit externo, y los países necesitarán nuevos préstamos. Las únicas fuentes disponibles serían los gobiernos de los países desarrollados, que se encuentran sometidos a graves restricciones presupuestarias, y las instituciones multilaterales que, aun cuando pudieran aumentar hasta donde sea razonable su capital y capacidad crediticia, no darían abasto para atender todas las necesidades. Por ello, a pesar de que debieran redoblar los esfuerzos para lograr que el Banco Mundial y el FMI desempeñen un papel relevante tanto directa como indirectamente en el financiamiento internacional, no parecen viables aquellas soluciones al problema de la deuda de los países en desarrollo que no consideren una reducción de la carga real de la deuda.

Un elemento final del panorama internacional, que no ha sido incorporado satisfactoriamente en los análisis actuales sobre políticas de ajuste, se relaciona con el grado de interrelación entre los países y regiones por efecto del comercio y las finanzas.

A medida que el mundo se ha tornado más interdependiente, las medidas de un grupo de países necesariamente repercuten sobre los demás, ya sea positiva o negativamente. Si un número importante de países adopta políticas en una determinada dirección, éstas se reforzarán, produciendo en los países individuales efectos mucho más intensos que los que se esperarían con la aplicación de las políticas en cada país considerado en forma aislada. La interdependencia creciente se refleja entonces en el hecho de que si un país toma medidas de ajuste para reducir un déficit, mientras que los países superavitarios se encuentran aplicando políticas expansivas, el resultado puede ser un proceso de ajuste más expedito y rápido y a un costo económico y social muy inferior. Pero no es ésta la situación actual. En efecto, una reducción de gastos en un país deficitario para liberar recursos que puedan invertirse en el sector de bienes transables, resultará inoperante si el resto del mundo se encuentra también comprimiendo su demanda interna en un afán de aplicar, por ejemplo, políticas antiinflacionarias. El caso de la protección de las importaciones es aún más claro: fracasarán las políticas para promover las exportaciones en los países deficitarios si el resto del mundo no permite que esas exportaciones se coloquen en los mercados. Asimismo, si un país devalúa su moneda para reducir su déficit externo, podrá lograr su propósito. Pero si al mismo tiempo lo hacen muchos países que producen bienes similares, el resultado podría no ser el ajuste, sino la reducción de los precios de las exportaciones de esos países y el deterioro de la relación de precios del intercambio, lo que podría incluso agravar el desequilibrio.

Una excesiva dependencia en el proceso de ajuste retarda la recuperación del Norte ya que los mercados de los países en desarrollo han dejado de ser marginales para las exportaciones de los países industriales. Además de la falacia de composición ya mencionada, implícita en la promoción regional de exportaciones en el marco de una economía mundial estancada, está el hecho de que la reducción de las importaciones en los países en desarrollo contribuye a alimentar las tendencias recesivas en el resto del mundo, retardando la recuperación económica de los mismos países. Según el profesor Koren, Presidente del Banco Nacional de Austria, cerca del 20% del comercio mundial se vio afectado por los problemas de los países deficitarios. Dada esta situación, no dejaba de ser problemático imponer condiciones de política económica a muchos países simultáneamente y al mismo tiempo esperar que incrementaran sus exportaciones y restringieran sus importaciones. Si muchos países habrían de alcanzar tales condiciones en un mismo momento, el sistema no podía funcionar (boletín de prensa del BPI, 27 de octubre de 1983). Entre enero y agosto de 1983 las exportaciones del Reino Unido a América Latina decayeron en 35% en comparación con el mismo período de 1982 y algunas estimaciones

indican que a la baja en las exportaciones de mercaderías de Estados Unidos a América Latina puede atribuirse más de un 40% de la disminución de las exportaciones totales del país en 1982, así como la pérdida de 250 000 puestos de trabajo en los Estados Unidos, en sectores en los que el desempleo solía ser más elevado que el promedio norteamericano (véase S. Dhar, "United States trade with Latin America: consequences of financing constraints", Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, vol. 8, Nº 3, tercer trimestre de 1983).

Desde el punto de vista financiero, se ha estimado que la deuda pendiente de los países en desarrollo con los principales bancos privados más que duplica su capital y que el interés anual que les adeudan supera las utilidades totales de los bancos (véase R. Wienert, "Banks and bankruptcy", *Foreign Policy*, Nº 50, segundo trimestre de 1983).

Por consiguiente, los criterios actuales de ajuste que arrojan la carga fundamentalmente sobre los países deficitarios y que están fuertemente predispuestos a favor de las políticas recesivas, debieran complementarse con políticas de liberalización del comercio de los países desarrollados, dándole un nuevo y más importante papel al financiamiento, gracias a la reprogramación de las deudas en mejores condiciones y con mayor afluencia neta de capital hacia los países en desarrollo. La solución interesa tanto a los países del Norte como a los del Sur, no sólo por sus efectos en el sentido de lograr un mayor producto y crecimiento del comercio mundiales, sino también por minimizar el impacto eventual de una cesación de pagos parcial o generalizada en el sistema bancario internacional y su secuela consiguiente de una depresión mundial aún más profunda y prolongada.

2. Políticas de ajuste por países

Las políticas actuales de ajuste de los países en desarrollo se han inspirado en el análisis tradicional del FMI elaborado en los decenios de 1950 y 1960, cuyo objetivo era mejorar la balanza comercial de los países deudores. La sección III mostró la extraordinaria magnitud del esfuerzo que han desplegado los países latinoamericanos, a un enorme costo económico y social. A pesar de que se ha logrado un mejoramiento impresionante de la balanza comercial, no ha generado los recursos suficientes como para solucionar el déficit de divisas. Por ello es que la mayoría de los países tuvieron que repactar su deuda externa y aún necesitan mayores entradas de capital y/o una reducción del valor real del servicio de la deuda para "financiar" los pagos de intereses.

La experiencia del ajuste durante el decenio de 1980 ha renovado la discusión sobre su eficiencia, así como acerca de la distribución de su peso entre países deudores y acreedores. El caso latinoamericano muestra que algunas de las viejas críticas respecto de las políticas tradicionales tienen base sólida y merecen mayor atención por parte de los países desarrollados y las organizaciones multilaterales. Pero también los acontecimientos del decenio de 1970 y los cambios que se han registrado en el panorama internacional, regional y local, han hecho surgir nuevos problemas y cuestiones no tradicionales que debieran incorporarse al análisis y la discusión de las políticas orientadas a lograr procesos de ajuste más equitativos y eficientes.

Las políticas de ajuste llevadas a cabo recientemente en América Latina muestran una clara tendencia recesiva. El mejoramiento de la balanza comercial se ha logrado, en esencia, gracias a la reducción de las importaciones y el deterioro del nivel de vida de los países, más que por aumento de las exportaciones. En otras palabras, la reducción de la demanda agregada tiende a imperar sobre el cambio en la composición del producto, en tanto que las políticas por el lado de la oferta han demostrado ser particularmente ineficaces. La recesión mundial y el proteccionismo creciente del decenio de 1980 habrían contribuido a esta situación, así como el hecho de que las políticas orientadas al exterior

son más eficientes al aplicarse en un país "pequeño" en particular que cuando son llevadas a cabo en el ámbito mundial (lo que está implícito en las recomendaciones de política actuales).

Sin embargo, aparentemente el enfoque tradicional, aplicado con relativa homogeneidad a una cantidad de países distintos, que supone que los problemas de cuenta corriente son producto de un exceso de demanda de bienes, oculta el hecho básico de que el componente principal del déficit de cuenta corriente está formado por los pagos de servicios financieros. Por lo tanto, como la deuda se contrajo tiempo atrás y los actuales tipos de interés son muy elevados, las recomendaciones de política que tienen por objeto reducir el "gasto excesivo", intentan resolver un problema de "nivel" de la deuda con instrumentos tradicionales que apuntan a la generación de un flujo excesivo de oferta de bienes, centrando la atención en aspectos y variables que, aunque relacionados con el problema, no constituyen los elementos más importantes para su manejo.

Aún más, como se dijo en la sección II, cuando se implantan políticas fiscales y monetarias restrictivas y sobreviene una devaluación, los sectores exportadores y sustitutos de importaciones tienden a reaccionar en forma lenta, mientras disminuyen en forma acelerada el crecimiento de la economía y las importaciones y la oferta de bienes no transables, frente a un efecto de escala, que a corto plazo reviste mucho mayor importancia que el efecto de los precios relativos, tiende a estancarse, cuando no a caer. Desde la perspectiva del desarrollo económico, las medidas tradicionales de ajuste presentan otro problema: como la población procurará mantener sus niveles presentes de consumo, el impacto recesivo tiende a repercutir con mayor fuerza sobre la inversión. Por último, la inflación asociada a la devaluación, junto a la caída en los salarios reales y el aumento del desempleo, generan una distribución interna regresiva de la carga del ajuste. El impacto de las políticas de estabilización hace incurrir en costos adicionales.

Los factores mencionados, asociados tradicionalmente con políticas de ajuste "ortodoxas", se han intensificado, no sólo por el panorama internacional del decenio de 1980 —principalmente la recesión mundial, deterioro de la relación de precios del intercambio y tasas elevadas de interés—, sino también por contradicciones asociadas a nuevos fenómenos, que tienden a exacerbar las fluctuaciones económicas y los efectos recesivos. El monto del ajuste requerido se ha ampliado por el hecho de que la balanza comercial ha debido mejorar no sólo para cubrir los mayores pagos de servicios de la deuda, sino también para compensar el menor financiamiento neto debido al comportamiento procíclico de los bancos comerciales. El "sobreajuste" tiende a ser contraproducente ya que en la medida en que las variaciones de los precios relativos demuestren ser menos eficientes para reducir los déficits, obligando a recurrir más intensamente a medidas restrictivas, estas limitaciones excesivas dañan al sistema económico en su conjunto y tienden a incrementar los riesgos crediticios desde la perspectiva de los acreedores.

En muchos países ha ocurrido internamente una situación similar a lo que ha acontecido internacionalmente en lo relativo a la capacidad de servicio de la deuda. Gran parte del "problema de la deuda" tiene su origen no sólo en la falta de divisas, sino en que los residentes del país, empresas y personas, han sido incapaces de servir su deuda interna. Esta situación, asociada a una asignación ineficiente de recursos en años recientes, se ha exacerbado por los efectos "microeconómicos" de las políticas de ajuste que están siendo impulsadas. La caída de las ventas y el aumento de los costos tributarios y financieros —habiendo estos últimos aumentado enormemente su importancia en la estructura de los costos de producción— presionan tanto sobre las utilidades de las empresas como sobre la capacidad de pago de los consumidores, resquebrajando la estructura de los sistemas financieros locales y aumentando el costo del proceso global de ajuste. La necesidad de recuperación de la economía para eliminar la falta de liquidez y/o la insolvencia internas,

condición necesaria para el servicio de la deuda externa, no se aviene con el efecto recesivo de las políticas de ajuste que se están poniendo en práctica.

Estrechamente relacionado con el problema de la deuda interna está el que, en muchos países de la región, sobre todo los comprometidos en políticas de liberalización irrestricta combinadas con programas de estabilización, las tasas internas de interés reales alcanzaron niveles muy elevados con fluctuaciones muy pronunciadas. Aunque ello pudiera haberse justificado sobre la base del comportamiento de los mercados de crédito, sus consecuencias sobre otros aspectos de la economía habrían requerido una mayor preocupación y acciones dirigidas hacia los determinantes de dichas tasas de modo de lograr mejores resultados en los objetivos generales de la política económica. De la misma forma la extraordinaria afluencia de capital externo y las políticas antiinflacionarias basadas en la manipulación de los tipos de cambio, junto con las tendencias a integrar el mercado interno de bienes a la economía mundial a través de la rebaja de aranceles, generó, en muchos casos, tipos de cambio muy sobrevaluados que fomentaron hacia comienzos de la recesión mundial una gran salida de capital privado hacia fuera de la región. En síntesis, el comportamiento "descarriado" de algunas variables, en especial las tasas de interés y los tipos de cambio, así como los salarios reales, la deuda externa y los precios de los activos, complicó enormemente y aumentó el costo de las políticas de ajuste, ya que se requieren cambios mucho más radicales en los precios relativos, que, además, pueden llegar a estar en contradicción con los resultados globales deseados.

El comportamiento de los precios de los activos merece especial atención en algunas economías latinoamericanas; a fines de los años setenta, y en cierta medida hasta hoy, los precios de los activos reales y financieros se elevaron sin que hubiera un esfuerzo paralelo y adecuado de acumulación de capital, lo que creó un efecto especulativo que estimuló el gasto privado. El exceso de gasto del sector privado podía ser financiado lucrativamente del exterior —a un costo menor que el financiamiento local— evitando las restricciones del mercado interno de dinero y crédito. Este fue, en muchos casos, el principal elemento interno causante del déficit externo. Sin embargo, el enfoque tradicional del ajuste supone que el déficit del sector público es el elemento principal que explica el gasto excesivo y entonces se hace necesario aumentar los precios de los servicios del sector público, disminuir el gasto del gobierno, elevar los impuestos, etc. Obviamente, en estas circunstancias, mejorará la balanza comercial, pero las distorsiones de la economía interna junto con una innecesaria caída de la inversión en comparación con la reducción deseada del consumo, contribuirán a elevar aún más los costos asociados con el ajuste en la actualidad.

Por último, en términos más generales, y dado que las tasas de crecimiento más lentas de los países industriales y las tasas de interés más elevadas en los mercados internacionales, así como el menor incremento del financiamiento disponible para los países en desarrollo, son situaciones que probablemente persistirán por algún tiempo, sería deseable que el proceso de ajuste en los países deudores se guiara no sólo por consideraciones financieras de corto plazo o de balanza de pagos, sino más bien por los objetivos de desarrollo de largo plazo. Esto requiere, junto con el esfuerzo de minimizar el costo de corto plazo del ajuste y de distribuirlo mejor, un ajuste "intervenido" apropiado —en contraposición con el de tipo automático. En particular, se necesitan políticas que tengan por objeto aumentar la flexibilidad de la estructura interna de las economías deudoras. A este respecto, podría ser útil la experiencia de algunos países asiáticos recientemente industrializados, sobre todo Taiwán y en menor grado Corea, que han sido capaces de depender menos del financiamiento externo, aumentar y diversificar sus exportaciones tanto a los países avanzados como a los productores de petróleo, y sustituir más eficientemente, antes que reducir, sus importaciones.

V

**Comentarios finales y conclusiones;
una nueva propuesta**

El tamaño económico del mundo en desarrollo y sus vínculos con los países industriales, tanto a través del comercio como las finanzas, apuntan hacia la necesidad de otorgar una prioridad más alta a un enfoque global en el plano internacional, de los problemas de balanza de pagos de los países menos desarrollados. Aunque sea necesario el ajuste, con los criterios en boga se tiende a analizar el caso de cada país por separado, minimizándose los efectos del estancamiento económico mundial en la recuperación de los países en desarrollo y los de su ajuste en las exportaciones y niveles de actividad de los países industriales. Así también, las características actuales de la economía mundial difieren bastante de las registradas en los decenios de 1950 y 1960. Estas nuevas condiciones exigen por parte de la comunidad internacional, y sobre todo del FMI, un nuevo planteamiento para enfrentar antiguos problemas. Sin embargo, la experiencia reciente muestra que, aparte del papel señero del FMI en los esfuerzos por obtener financiamiento adicional, no hay otras iniciativas importantes encaminadas en la misma dirección; la aplicación de políticas estándares e ideas tradicionales en la nueva situación internacional está aumentando la carga sobre los países en desarrollo de problemas que requieren urgentemente una solución más justa y eficiente que la que actualmente se está llevando a cabo. Estas consideraciones, y el hecho de que los acontecimientos que han ocurrido al margen de las políticas y de la responsabilidad de los países en desarrollo han tenido un papel preponderante en la crisis actual, exigen un mayor financiamiento que el que se ha registrado en los procesos de renegociación desde agosto de 1982.

El ajuste y "sobreajuste" de la mayor parte de los países deudores ha sido impresionante en los últimos 18 meses. A pesar de los grandes costos económicos y sociales en que se ha incurrido en términos de pérdidas de producto y aumento de inflación y desempleo, los superávits comerciales no han bastado para compensar las menores entradas de capital y los pagos de intereses. Las autoridades monetarias y los gobiernos de los países industriales, junto con el FMI y los bancos privados, han ayudado reprogramando y consolidando la deuda existente.

Estos resultados y la magnitud de los problemas aún no resueltos indican que los actuales sistemas de ajuste y los esfuerzos conexos de todos los participantes han tenido éxito hasta hoy, a costos elevados y distribuidos inequitativamente en un aspecto importante, aunque limitado: ganar tiempo. Es dudoso sin embargo que los arreglos presentes hayan hecho ganar el tiempo suficiente para todos los países involucrados o que puedan aprovecharse para ganar todavía más tiempo en el futuro.

Los banqueros privados, en especial los más pequeños, no están conformes con lo que ellos perciben como una imposición y una interferencia oficial creciente en sus asuntos, a pesar de que a muchos les agradaría ser socorridos por sus autoridades monetarias. La confianza en el FMI se ha visto empañada por el incumplimiento en muchos de sus programas. La preocupación de los países industriales respecto de un posible aumento de los impuestos y de la competencia comercial del exterior está reduciendo las opciones de política de sus gobiernos. Por último, si bien es cierto que no hay ajustes que no sean dolorosos, el problema estriba en si convendrá o no, a más largo plazo, haber incurrido en los costos sociales y económicos actuales derivados de la aplicación en los países deudores de políticas de ajuste que tienden a maximizar el costo en términos de caídas del producto, desempleo y menor inversión. Muchos países en desarrollo se están dando cuenta de que el ajuste no puede sostenerse por mucho tiempo

más y están presionando por una solución más equitativa y desarrollista de los problemas actuales. Más aún, argumentan, con toda razón, que a más largo plazo la solvencia de un país debe evaluarse sobre la base del crecimiento de su producto y sus exportaciones, y no de la reducción de su actividad económica.

Como ya se dijo, la recuperación económica y la baja de las tasas de interés y de las barreras proteccionistas en los países industriales obviamente contribuirían a mejorar la situación actual. Sin embargo, parece que aun si la economía mundial siguiera una evolución favorable, ni su rapidez, ni los valores que alcancen sus tendencias previsibles bastarían para inducir el crecimiento que necesitan en forma urgente los países deudores. Aún más, como la mayoría de estos países parten ya con un alto nivel de endeudamiento externo, es probable que no puedan volver a financiarse normalmente a través del mercado por muchos años. Por ello, junto con una economía mundial más vigorosa se necesitarán nuevos préstamos y un crecimiento adecuado de la asistencia oficial para el desarrollo a fin de que puedan llevarse a cabo los cambios de política económica interna de los países deudores en forma apropiada y más expedita.

En la medida que los bancos prestamistas estimen que es excesivo su compromiso con los países deudores, según los cánones actuales, y que la más apremiante sea la limitación financiera externa de los países en desarrollo, no parece factible ninguna solución en el futuro próximo que no implique aligerar la carga real de la deuda. En este contexto, se han elaborado varias proposiciones con relación al problema de la deuda, que incluyen un trato especial tanto de los pagos de amortización como de intereses. (Véase M. Guerguil, "La crisis financiera internacional: diagnósticos y prescripciones", CEPAL (*mimeo.*), noviembre de 1983.) Ellas van desde las compras directas de las carteras de préstamos en los bancos por gobiernos o instituciones oficiales, al establecimiento de largos períodos de gracia y sistemas de garantía que permitirían tanto a los acreedores como a los deudores ganar tiempo para aliviar sus problemas, a la solución extrema de transferir activos reales por deuda.

Los problemas principales que plantea la aplicación de la mayoría de estas proposiciones son las consecuencias políticas que derivan de las pérdidas de capital asociadas con ellas. Aunque la mayor parte del problema de la deuda radica en una iliquidez transitoria y no en la insolvencia básica, y a pesar de las medidas de emergencia adoptadas recientemente y en curso, muchos países de menor desarrollo relativo no serán capaces de servir su deuda y, para ellos, el nivel de ésta debe reducirse. Alguien tiene que sobrellevar las pérdidas. En los países industriales las posibilidades se reducen a ahorrantes o depositantes, los contribuyentes o los accionistas de los bancos.

Los bancos deberán seguir prestando a los países deudores porque de otra manera ni siquiera podrían percibir los intereses, o deberán rebajar las tasas de interés y/o las comisiones y los gastos en futuras (e inevitables) reprogramaciones, reduciendo así sus ingresos. Es muy probable que se pierda determinada cantidad de recursos financieros y una posibilidad es que sea dada de baja por el acreedor a través del tiempo, de modo de mantener la confianza en el sistema bancario. En el otro extremo, algunas proposiciones sugieren que los países en desarrollo se responsabilicen de la pérdida de capital, además de las pérdidas actuales de producto y empleo, cambiando parte de la deuda vigente por acciones de empresas bajo control estatal (L.A. Metzler, *Financial Times*, 14 de diciembre de 1983). Se ha sugerido un amplio abanico de proposiciones "intermedias", entre las que figura la que asigna un papel principal a los derechos especiales de giro (D. Avramovic, "The debt problem of developing countries at end 1982", *Aussenwirtschaft*, marzo de 1983); reconversión de monedas en la reprogramación de préstamos (M. Zombanakis, "Debt: time for other currencies to help", *Financial Times*, 9 de noviembre de 1983); y congelar el valor real de la deuda expresada en dólares (S. Brittan, "World debt: a suggestion", *Financial Times*, 29 de septiembre de 1983).

Algunas de estas ideas, en el ambiente de emergencia que ha prevalecido hasta hace poco, cuando adquirió importancia abrumadora el restablecimiento de la confianza en el sistema bancario y el evitar cesaciones de pagos de los países del Tercer Mundo, no pudieron ser analizadas seriamente. Pero ha llegado la hora de que todas las partes interesadas (particularmente los gobiernos, las autoridades monetarias y los bancos comerciales de los países industrializados, todos los cuales comparten la responsabilidad y deben compartir también la carga de la deuda) estudien esas proposiciones y procedan consecuentemente.

Como se indicó, la dificultad de servir la deuda de los países en desarrollo estriba en que los tipos de interés son ahora mucho más elevados que su promedio de largo plazo, y que se aplican al grueso de su deuda. En el caso de América Latina, después de la repactación, los pagos por amortización e intereses de la deuda de mediano y largo plazo absorben más del 50% de las exportaciones de bienes y servicios, y más del 60% en cinco países de la región. La variación de un punto porcentual en las tasas de interés externas representa 2 800 millones de dólares al año, suma equivalente a cerca del 3% del total de exportaciones de la región.

Los acreedores suelen estar dispuestos a reprogramar y refinanciar los pagos de amortización, pero sólo en contadas ocasiones ello se extiende a los pagos de intereses. Una reducción de los pagos de intereses por debajo de las tasas comerciales reduciría el ingreso operacional de la institución prestamista sin la correspondiente reducción de sus costos de operación.

Las tasas de interés escapan al control de prestamistas y prestatarios. Son el resultado de políticas macroeconómicas y, como esas no son estables, no puede esperarse que se estabilicen a corto plazo las tasas de interés. Más aún, el nivel real de dichas tasas es hoy cinco a seis veces superior a los promedios de plazos más largos (10 ó 20 años).

Pero si las tasas de interés no pueden estabilizarse a niveles normales, sí lo pueden los pagos de intereses. La siguiente es una proposición alternativa (C. Massad, *Una proposición para la solución de los pagos por intereses*, CEPAL (mimeo.), noviembre de 1983):

- a) Se establece una tasa de "referencia" real a un nivel similar al promedio de largo plazo de las tasas de interés reales internacionales más los *spread* normales.
- b) Los deudores originales pagan los intereses en sus propias monedas a su Banco Central respectivo, a las tasas de mercado originalmente pactadas.
- c) El Banco Central paga a los acreedores los intereses hasta un máximo equivalente a la tasa de referencia. La diferencia, si es positiva, se acumula en cuentas especiales en el Banco Central del país deudor a nombre de los acreedores originales.
- d) Si es negativa, la diferencia sería pagada a los acreedores por el Banco Central, girando contra los fondos acumulados en estas cuentas especiales en tanto existan recursos remanentes. Tales recursos se acumularían cuando las tasas de mercado sean superiores a la tasa de referencia y se desacumularían en caso contrario.
- e) El Banco Central asumiría el riesgo cambiario, pero no el riesgo comercial.
- f) Los acreedores podrían presentar contablemente los montos acumulados en las cuentas especiales del Banco Central como crédito garantizado por el Banco Central respectivo.
- g) El sistema operaría mientras hubiera recursos en las cuentas especiales.
- h) Este mecanismo se aplicaría al acervo de deuda existente a una determinada fecha.

Esta proposición podría ser útil para fortalecer la cartera de los bancos acreedores y normalizar la situación en los mercados financieros. Desde luego, el problema de liquidez implícito para los acreedores (los bancos pagan intereses a las tasas vigentes, pero los recuperarían prorrateados en el tiempo) podría ser enfrentado con la ayuda de su propia

autoridad monetaria. Sería una contribución mínima a la solución de un problema en el que todas las partes involucradas tiene alguna responsabilidad.

Hay dos aspectos en que se requieren acuerdos internacionales: el uno es el apoyo necesario de las autoridades monetarias nacionales de los países acreedores a las instituciones acreedoras; el otro se refiere a las características y condiciones generales de aplicación del sistema. El FMI podría encabezar el esfuerzo por lograr tales acuerdos. La proposición no requiere el establecimiento de nuevas instituciones o transferencias de activos entre acreedores o entre ellos y las organizaciones internacionales. Establece un mecanismo sencillo para el subsidio del interés, si se desea. Si hubiese recursos para tal subsidio, los Bancos Centrales podrían utilizarlos para reducir los montos acumulados en las cuentas especiales.

Otros aspectos, como el radio de acción preciso del sistema, las tasas y *spreads* implícitos, los fondos acumulados en la cuenta especial y no girados antes del pago de la deuda, etc., son materia de negociación, pero será fácil proponer algunas opciones posibles si es necesario.

Por último, el proyecto podría funcionar paralelamente con la reprogramación de las amortizaciones de la deuda sin interferir con ella.

Es muy probable que después de la emergencia los países deudores todavía encuentren serias restricciones que limitarán el alcance de políticas expansivas y complicarán el logro de tasas de crecimiento como las registradas en el decenio de 1970. La restricción más importante será el financiamiento externo. En general, no será fácil para los gobiernos o los Bancos Centrales de los países industriales o para las instituciones multilaterales oficiales suplir la menor tasa de crecimiento del financiamiento bancario privado. Será necesaria una mejor administración financiera por parte de los países en desarrollo, consistente por ejemplo, en diversificación de la composición de monedas de la deuda y empleo de instrumentos y técnicas financieros modernos para optimar el uso del limitado financiamiento externo disponible. Además parece que la importancia relativamente menor de los créditos financieros debiera compensarse con una transferencia de recursos desde los países industriales en otras formas, principalmente inversión directa, cuya importancia relativa disminuyó abruptamente en los años sesenta en favor de los créditos bancarios; se hace necesario un nuevo enfoque en esta materia a fin de evitar los errores del pasado.

En el frente interno, las medidas de política y de ajuste en los países deudores debieran diseñarse y ponerse en práctica con un horizonte de más largo plazo que el que se está considerando en la actualidad. Se necesita una mayor confianza en el ahorro interno y una asignación eficiente de recursos orientados a incrementar el empleo y la tasa de crecimiento del producto y de las exportaciones. La experiencia reciente de América Latina, así como de algunos países del sudeste asiático, sugiere que debe prestarse una atención mucho mayor a la administración macroeconómica de ciertos precios "claves", v.g. las políticas de tipos de cambio, tasas de interés y salarios. La coherencia de las políticas en estos ámbitos puede ser decisiva para aumentar el ahorro y asignar más eficientemente la inversión. Esto, junto a políticas de precios adecuadas y reformas que persigan la flexibilidad del mercado y de la administración, en un esfuerzo conjunto del gobierno y el sector privado, debiera ser el motor primario que empuje a estos países por una senda de mayor crecimiento económico basado en un sector dinámico de bienes transables (exportables y sustitutivos de las importaciones) en el que, al mismo tiempo, podría instarse a emplear tecnologías de uso intensivo de mano de obra.

NOTAS

¹Naturalmente, al plantear distintas hipótesis para explicar esos desequilibrios, se han propuesto también distintas "reformas estructurales", que afectan la naturaleza y ritmo del proceso de industrialización, las economías de la oferta, la redefinición del papel del Estado en el ámbito económico, las consecuencias del tamaño y características del "Estado benefactor" sobre la eficiencia económica global, etc.

²Se supone implícitamente que las autoridades neutralizan los efectos monetarios del aumento neto de la deuda externa; en caso contrario, la caída de la oferta monetaria generada por el ingreso neto de divisas provocaría cierto proceso de ajuste endógeno por sus efectos depresivos sobre la demanda agregada y el gasto.