

Distr.  
RESTRINGIDA

LC/R.825  
30 de noviembre de 1989

ORIGINAL: Español

---

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

RESTAURACION Y MANTENIMIENTO DE LOS EQUILIBRIOS  
MACROECONOMICOS BASICOS

Joseph Ramos y Nicolás Eyzaguirre

\* Las opiniones expresadas en este estudio, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

89-11-1830

## I N D I C E

	<u>Página</u>
EQUILIBRIOS MACROECONOMICOS BASICOS	
MENSAJES CENTRALES . . . . .	iii
A. DIAGNOSTICO. . . . .	1
1. Hechos: Tres desequilibrios y tres fases. . . . .	1
2. Causas . . . . .	2
a) La Aguda contracción económica 1982-1983 . . . . .	2
b) Aceleración inflacionaria y estancamiento a partir de 1984 . . . . .	5
3. Lecciones. . . . .	9
B. ORIENTACIONES. . . . .	12
1. Aprovechamiento del margen de capacidad ociosa . . . . .	12
2. Exportaciones e inversión como dos factores claves . . . . .	15
C. POLITICAS. . . . .	18
1. Control de la inflación. . . . .	18
a) Orientación: Ajuste fiscal sin Recesión . . . . .	18
b) Instrumentación. . . . .	21
- Control de Demanda Agregada. . . . .	21
- Control de las Expectativas. . . . .	26
- Corrección de Precios Relativos. . . . .	29
- Reformas Institucionales . . . . .	32
2. Ajuste Externo . . . . .	33
3. Elevación del Ahorro y la Inversión. . . . .	39
4. La Reducción en la Transferencia de Recursos . . . . .	41
Anexos: 1 - Transferencia de Recursos y Brecha Externa. . . . .	44
2 - Costos de la Inflación y Riesgos Recesivos de la Estabilización . . . . .	46
3 - Programas Heterodoxos de Estabilización. . . . .	49
4 - Déficit Nominal, Operacional e Inflación Inercial . . . . .	53
Cuadros: 1 - AMERICA LATINA: INFLACION, DESEQUILIBRIO EXTERNO Y CRECIMIENTO 1950-88. . . . .	55
2 - AMERICA LATINA: INFLACION Y CRECIMIENTO POR PAIS 1980-89 . . . . .	56
Gráficos: 1 - PIB per cápita, Inversión/PIB y Transferencia. . . . .	57
2 - Saldo Primario del Sector Público 8 Países . . . . .	58
3 - Variación Mensual Inflación, Argentina y Brasil . . . . .	60
4 - PIB/cápita Tendencial, Potencial y Efectivo 1979-88 . . . . .	61

EQUILIBRIOS MACROECONOMICOS BASICOS  
MENSAJES CENTRALES1. Restauración de macroequilibrios, condición sine qua non para la recuperación económica y un crecimiento sostenido

La necesidad de recuperar y de mantener dentro de márgenes prudentes los desequilibrios macros es una de las grandes lecciones de los ochenta. Esta comprobación no implica adherir a alguna ideología conservadora ni ortodoxa. Significa tan sólo reconocer que la gestión económica tropieza con limitaciones reales y financieras que no pueden ser sobrepasadas voluntaristamente.

2. Hay margen para que una acertada política económica logre restaurar los macroequilibrios perdidos

El aprovechamiento de la capacidad ociosa y de los beneficios de una renegociación con los acreedores que rebajara, al menos en una primera fase, el peso del servicio de la deuda externa permitiría elevar:

- el producto y el empleo
- el consumo y la inversión
- los ingresos fiscales (y, por ende, contribuiría a reducir la inflación)

3. Para que esta recuperación sea sostenida, debe ser encabezada por las exportaciones y la inversión

a) Un aprovechamiento de la capacidad ociosa encabezado por la demanda interna agudizaría la estrechez de divisas. La capacidad ociosa debe volcarse entonces preferentemente hacia transables, sobre todo las exportaciones, de modo de aliviar la brecha externa y permitir así una posterior expansión de la demanda interna. Habría que vincular el servicio de la deuda a la expansión de las exportaciones y al crecimiento de las importaciones, condición esta última imprescindible para el logro de una expansión económica siquiera satisfactoria.

b) Un crecimiento sólido y sostenido requiere elevar el coeficiente de inversión. Esto se logrará tanto en virtud del propio crecimiento, como de la asignación de proporciones crecientes del ingreso adicional a inversión. Ello implica moderar el crecimiento del consumo por debajo de la producción y/o reducir el servicio de la deuda.

4. Dos prerrequisitos: ajuste del sector público y reducción de la transferencia externa de recursos

- a) Más que a la atenuación de la brecha de divisas o al incremento del ahorro y la inversión pública, la recuperación de la economía latinoamericana depende en el corto plazo del control del proceso inflacionario, lo que requiere un definitivo ajuste fiscal.
  - b) Debido a la incidencia de los intereses externos en las cuentas fiscales, a la falta de divisas y al insuficiente ahorro nacional, habrá que reducir la transferencia de recursos al menos por algún tiempo (mientras las demás cuentas fiscales se equilibran y las exportaciones crecen), si no en forma definitiva (para permitir mayor inversión).
5. Para minimizar los riesgos recesivos de este nuevo ordenamiento fiscal, deben atacarse tanto los factores causales (el déficit) como los que rigidizan el ajuste (indización, expectativas, problemas de coordinación). Se postula entonces:
- a) El incremento de la recaudación, más que una rebaja adicional del gasto público;
  - b) La contracción de gasto corriente, más que de la inversión pública;
  - c) Dada su complementariedad con la inversión privada, elevar la inversión pública en infraestructura y capital humano, a expensas, en el corto plazo, de la inversión pública en equipos intensivos en divisas.
  - d) Para que el ajuste fiscal sea duradero, deben implementarse reformas institucionales, sobre todo en lo que se refiere al proceso presupuestario y a la autonomía y responsabilidad financiera de los organismos descentralizados del sector público.

## RESTAURACION Y PRESERVACION DE LOS EQUILIBRIOS MACROECONOMICOS BASICOS

### A. DIAGNOSTICO

#### 1. Hechos: Tres desequilibrios y tres fases

El análisis de la evolución económica de la región durante los años ochenta pone de manifiesto la ocurrencia de tres hechos fundamentales. En primer término, los desequilibrios macroeconómicos alcanzan magnitudes sin precedentes. Segundo, tales desajustes se dan en forma simultánea en los planos externo, fiscal y productivo, manifestándose en estrechez de divisas, altas tasas inflacionarias y subutilización de la capacidad subutilizada y baja inversión. En tercer lugar, tanto los desbordes como el intento de restaurar los equilibrios han significado ingentes costos, al punto que la corrección del desajuste externo que se suscitara en 1979-1981 significó el fin de un periodo de más de tres décadas de expansión iniciado en la posguerra, sumiéndose la región en su conjunto en el estancamiento y la inestabilidad.

Los desequilibrios externo, fiscal y productivo están estrechamente interrelacionados, aunque su importancia relativa es variable en el transcurso del tiempo en cada país. En una primera fase, que abarca el trienio 1979-1981, emergen inusitados déficit en cuenta corriente, --sobre 4% del PIB-- los cuales son financiados mediante insostenibles ritmos de endeudamiento externo. La segunda fase, que se inicia con el abrupto recorte en la entrada de capitales en 1982, se caracteriza por una contracción económica (1982-83), que es la manera en que se "resuelve" la aguda estrechez de divisas. El desequilibrio fiscal es el elemento predominante en la tercera fase, a partir de 1984, en la cual el estancamiento es atribuible en la fundamental al efecto de los agudos procesos inflacionarios o a los intentos por ponerlos bajo control.

## 2. Causas

Una combinación de choques externos --entre ellos el vuelco o reducción en la transferencia de recursos-- contribuyeron, en el contexto de la vulnerabilidad estructural de nuestras economías, al estallido de la crisis, a la contracción económica y a la escalada inflacionaria. Tales choques fueron acompañados las más de las veces por políticas económicas inadecuadas, las cuales agravaron los efectos derivados del deterioro del marco externo y restringieron todavía más el margen de maniobra de las autoridades.

### a) La aguda contracción económica 1982-1983

Múltiples factores contribuyeron a generar el desequilibrio externo inicial. Entre ellos figuran el alza en el precio del petróleo en 1979; la aplicación simultánea, por parte de los países de la OCDE, de políticas antiinflacionarias basadas mayoritariamente en el control de la expansión monetaria, con lo que las tasas de interés se elevaron a niveles sin precedentes; y, finalmente, deterioros significativos de los precios de los productos básicos (aparte del petróleo) al menos durante la primera mitad de la década.

No obstante, la causa principal e inmediata de la contracción estriba en el virtual corte, a partir de la moratoria mexicana en agosto de 1982, de la hasta entonces abundante entrada de capitales. Entre 1979 y 1981 ésta había permitido no sólo servir la creciente deuda externa, sino que dejó un remanente que permitió que las importaciones excedieran las exportaciones en un monto equivalente a 2% del PIB. Con el vuelco en la transferencia, Latinoamérica, que al igual que otras áreas en desarrollo era hasta entonces importadora neta de recursos, se transformó en exportadora de capitales, por un monto del orden de 4% de su PIB. A partir de entonces la región tuvo que importar

mucho menos que lo que exportaba para poder financiar la diferencia entre el servicio de su deuda y la entrada de nuevos capitales. La magnitud de este vuelco (o reducción) en la transferencia de recursos (aproximamente 6% del PIB) fue el detonante de la aguda recesión de 1982-1983 y del colapso (- 40%) de la inversión (véase el gráfico 1).

Por otra parte, la estrategia de sustitución de importaciones seguida en la posguerra había dejado a América Latina en una condición muy vulnerable a los choques externos, al inducir una baja en la significación de las exportaciones respecto del producto. Esta llegó a tan sólo 15%, coeficiente conformado de manera abrumadora por bienes primarios, que debido a su baja elasticidad de demanda y oferta son de difícil expansión. Todo esfuerzo por aumentar en breve plazo las exportaciones debía basarse entonces en las no tradicionales, que representaban apenas poco más de 4% del PIB regional. Asimismo, debido a lo avanzado que se encontraba el proceso de sustitución, menos de 15% de las importaciones (o 2% del PIB) correspondía a bienes de consumo, por lo que su eventual compresión no tenía por qué afectar el nivel de actividad interna. Para evitar una recesión habría sido necesario que el vuelco (6% del PIB) operado en la transferencia de recursos se hubiese traducido en una compresión total de las importaciones de bienes de consumo (2% del PIB) y una duplicación (4 a 8% del PIB) de las exportaciones no tradicionales. Dada la escasa viabilidad de esta fórmula, era previsible que el vuelco en la transferencia de recursos se manifestara en una costosa compresión (-40%) en el volumen de importaciones de insumos intermedios y bienes de capital, lo que se tradujo en una contracción del producto y en el deterioro de las posibilidades de crecimiento futuro. (Véase el Anexo 1.)

La recesión de 1982-83 se vio agravada por una serie de deficiencias en la instrumentación del ajuste, entre las que destacaron la inestabilidad de las políticas, sobre todo las

cambiaría y salarial; la laxa regulación del sistema financiero, agravada por la existencia, explícita o implícita, de una garantía estatal para los depósitos; y la aplicación de políticas menos dolorosas a corto plazo, pero a la larga costosas, por ejemplo, recortando la inversión antes que el gasto corriente, o bien los gastos en no transables, antes que los subsidios al consumo de transables --como energéticos y alimentos-- que podrían haber sido comprimidos y focalizados. No obstante, el principal error de política económica en que incurrieron durante este periodo los países importadores de petróleo fue haber desaprovechado el endeudamiento previo a la crisis, el cual les hubiera permitido iniciar ya en 1979 un ajuste paulatino. El error de los exportadores de petróleo, a su turno, fue el haberse endeudado en exceso, para gastar anticipadamente de acuerdo con lo que percibían como su nuevo y mayor ingreso permanente.

Por ello, el endeudamiento previo a la crisis se destinó en medida apreciable a mantener o incluso a elevar el consumo, en lugar de incrementar la capacidad de servir esa deuda por medio de inversiones productivas. Otra fracción, especialmente elevada en Argentina, México y Venezuela, alimentó la fuga de capitales; y una parte no despreciable del saldo fue invertida en proyectos especulativos, alentados por un sistema financiero pobremente regulado, y en proyectos de baja rentabilidad, sobre todo en no transables, inducidos por un tipo de cambio sobrevaluado, cuyo fin era frenar la inflación en vez de mantener el equilibrio externo. Cuando el flujo crediticio cesó, el ajuste tuvo que ser recesivo, sobre la base primordialmente de la compresión de las importaciones --que puede ser todo lo rápido necesario-- y no de la expansión de exportaciones o de la sustitución adicional de importaciones, procesos lentos, que demandan grandes inversiones.

Sólo unos pocos países ocuparon los cuantiosos créditos de pre crisis para expandir la capacidad productiva de sus actividades de exportación y sustitutos de importaciones. Entre



ellos destacan Brasil (energéticos, productos químicos, metales pesados y fertilizantes) y Colombia (carbón, petróleo y níquel), debido a lo cual los ajustes que estos países debieron introducir fueron poco (Brasil) o nada (Colombia) contractivos.

b) Aceleración inflacionaria y estancamiento a partir de 1984

Como la mayor parte de la deuda externa contratada antes de la crisis era pública o contaba con garantía pública y mucho de la deuda privada fue asumida posteriormente por el sector público, el grueso (del orden de 70%) de la transferencia de recursos al exterior efectuada desde 1982 le ha correspondido al sector público. Así, el problema de la deuda generó un segundo problema de transferencia: el de movilizar internamente recursos hacia el sector público, lo que representó un vuelco del orden de 4% del PIB en las finanzas públicas, a fin de sustentar su esfuerzo en materia de transferencia de recursos al exterior. La aceleración inflacionaria que ha vivido la región durante los años ochenta obedece a que en la mayoría de los países el sector público ha sido incapaz de movilizar estos recursos, salvo por el expediente de la emisión. Esta ha suscitado efectos particularmente explosivos en países con un largo historial inflacionario, donde la indización y las expectativas multiplicaron los efectos del déficit público sobre la evolución de los precios.

Típicamente, los ingresos del sector público en los países de la región significan entre 15 y 30% del PIB. El desafío de movilizar recursos internos para sustentar una transferencia externa equivalente a 4% del PIB exigiría un ajuste fiscal de enorme envergadura, como es elevar los ingresos reales o reducir sus gastos en 15 a 25% (es decir, 4%/15% a 30% del PIB).

Países con mercados de capitales más desarrollados (Argentina, Brasil, Chile y México, entre otros) pudieron posponer o graduar el ajuste fiscal mediante el expediente de

cubrir el déficit público vía endeudamiento interno. Sin embargo, en ausencia de un ajuste fiscal estable, esta salida se agota rápidamente. Los aumentos en el peso de la deuda pública interna presionan al alza la tasa interna de interés real, lo que tiende a incrementar el déficit u obliga a acortar los plazos de los títulos de deuda pública --en Brasil hay algunos a 24 horas--, los cuales se transforman así en sustitutos cada vez más cercanos del dinero y ejercen un efecto similar sobre la emisión.

La reversión (o reducción) en la transferencia de recursos del exterior genera fuertes presiones sobre el presupuesto fiscal, pero no llega a anular por completo los grados de libertad de la política económica para controlarlas. Por consiguiente, la merma de la magnitud de la transferencia no constituye condición suficiente para aminorar la inflación. La rebaja en el servicio de la deuda fue funcional a los intentos estabilizadores acometidos en Costa Rica y en Bolivia, a partir de 1982 y 1985, respectivamente, debido a que en ambos casos fue acompañada por un programa de control de la demanda agregada. En cambio, cuando la reducción en el servicio de la deuda fue usada para expandir otros gastos fiscales --o sea, para persistir en una política de desajuste fiscal, como sucedió en Brasil a fines del Plan Cruzado y en Perú a partir de 1986--, el abuso de esta holgura llevó a que la presión inflacionaria se mantuviese, aunque ahora su origen se trasladó desde el plano externo al interno.

Por otra parte, los ajustes fiscales que intentaron otros países fueron insuficientes (Argentina 1985-1986) o efímeros (Perú y Venezuela a partir de 1985, Brasil en 1986-1987), debido a lo cual la aceleración inflacionaria no se detuvo. (Véase el gráfico 2.) En lugar de la escasez de divisas, los factores determinantes en el estancamiento económico observado a partir de 1984 pasaron a ser el elevado ritmo de crecimiento de los

precios, los fracasos de los intentos de contención --que se traducían, como en Argentina y Brasil, en reducciones cada vez más transitorias en la tasa inflacionaria (gráfico 3)-- y la inestabilidad general resultante.

Sin embargo, no todos los ajustes fiscales han fracasado. Colombia, Chile, Bolivia y México protagonizaron significativos esfuerzos, a cuyo éxito ha contribuido el hecho de que en todos ellos el sector público suele tener un superávit en divisas, al ser propietario del principal recurso natural transable o derivar parte importante de su recaudación de éste. Así, la devaluación necesaria para cerrar la brecha externa ha servido también para aminorar el déficit fiscal. Por otra parte, la fuerte dependencia de las finanzas públicas respecto de los vaivenes del precio de un producto clave de exportación hace que las brechas externa y fiscal se retroalimenten, positivamente cuando la cotización internacional mejora (el cobre en los años ochenta), negativamente cuando sufre un deterioro (caso de los energéticos)<sup>1</sup>.

Particularmente impresionante fue la reducción del déficit fiscal en Bolivia a fines de 1985, después del desborde hiperinflacionario. El 75% de la reducción operada en el déficit fiscal (sobre 7% del PIB) fue fruto de la decisión de vender combustible en el mercado interno al precio internacional

---

<sup>1</sup> La volatilidad del precio del petróleo en especial sus abruptas caídas en 1982 y 1986, ha dificultado el cierre del déficit en México. A la baja consiguiente en los ingresos fiscales, se ha agregado la desconfianza suscitada respecto a la estabilidad del tipo de cambio y a la trayectoria de la tasa de interés real interna, que debe elevarse para evitar o limitar la fuga de capitales. De ahí que la brecha externa y el desequilibrio fiscal se retroalimenten: negativamente cuando hay desconfianza en cuanto a la brecha externa, como antes del acuerdo con la banca acreedora en 1989; y positivamente en un contexto promisorio, como sucedió después del acuerdo, cuando la tasa de interés interna descendió, aliviándose así el servicio de la deuda interna y la externa).

valorado al nuevo (maxi devaluado) tipo de cambio y, posteriormente, a la aplicación de un impuesto a los combustibles. El resto provino de un recorte en los gastos (inversión y gasto corriente), que significó incluso la moratoria en el pago de intereses sobre la deuda externa. El ajuste ganó credibilidad al aplicarse el criterio de que los gastos se cancelaban en la medida en que la caja dispusiere de recursos (ingresos). La reforma tributaria introducida en 1986<sup>2</sup> permitió consolidar la reducción del déficit, merced a un mayor flujo permanente de ingresos, y no a meras reducciones transitorias en los egresos, algunos de las cuales, como las que afectaban los gastos sociales y de inversión, hubiese resultado contraproducente tratar de mantener por un período prolongado.

El ajuste fiscal chileno impresiona porque, pese a los importantes déficit en 1982-1985, en ningún año de la década la inflación es superior a 30%. Ello se debió en buena parte a que las reformas tributarias, la disminución del gasto corriente y el mejoramiento de la gestión de las empresas públicas, entre otras medidas impulsadas en los años setenta, hicieron que el país entrara a la crisis con superávit fiscal, muy baja inflación y escaso endeudamiento interno del sector público. El fisco pudo entonces endeudarse fuertemente en el mercado interno, ganando tiempo para que los efectos de las restantes políticas llegaran a materializarse. Particularmente importante resultaron las devaluaciones a partir de 1982 --impuestas por la estrechez de divisas-- que elevaron automáticamente los ingresos fiscales derivados del cobre. De hecho, las demás medidas posteriores a la crisis tuvieron un impacto neto menor. Es cierto que se recortaron gastos corrientes, incluyendo educación y salud, y que el rescate del tambaleante sistema financiero se hizo sin liberar a éste de posteriores obligaciones con el fisco, es decir, a

---

<sup>2</sup> Esta incluyó el reemplazo del impuesto a la compraventa por uno al valor agregado y la ampliación de la base tributaria.

diferencia de lo sucedido en otros países, no se llegó a la total licuación de la deuda privada. Sin embargo, buena parte de estos esfuerzos fueron anulados por la expansión de otros gastos, entre los que destacaron los derivados de la puesta en marcha de la reforma previsional, y la reducción de impuestos con el propósito deliberado de reducir el tamaño del Estado, aprovechando en este último caso la holgura proveniente de la vigorosa alza del precio del cobre entre 1987 y 1989.

### 3. Lecciones

Una lección central que emerge de la experiencia de la región durante los años ochenta es que en la práctica es imposible crecer en forma sólida y sostenida si los desequilibrios macroeconómicos no se mantienen dentro de márgenes tolerables.

El alcance práctico del concepto de tolerable es, sin duda, materia de discusión. Por ejemplo, entre 1950 y la primera crisis del petróleo la región soportó inflaciones crónicas del orden de 20% anual --eso sí, con déficit en cuenta corriente inferiores al 1% del PIB-- sin que ello impidiera un crecimiento sólido y sostenido de 2½% anual del producto por habitante (véase el cuadro 1). Sin embargo, déficit de cuenta corriente superiores a 4% del PIB (1980-81) y tasas de inflación de tres y hasta cuatro dígitos --como los que se vivieron en algunos países en los años ochenta-- son desequilibrios que a todas luces exceden lo tolerable, tanto económica como socialmente. Estos desbordes y los intentos por corregirlos explican la recesión y el estancamiento que ha sufrido la región en la década, pues frenan la inversión así como virtualmente imposibilitan los procesos racionales de cálculo o evaluación económica necesarios para realizar transacciones.

En efecto, costosos resultan no sólo los desbordes macroeconómicos, sino también los intentos de restaurar los

equilibrios. Primero, aunque es teóricamente posible diseñar programas de estabilización y ajuste no recesivos, en la práctica éstos resultan contractivos demasiado a menudo, lo que es particularmente claro en el caso de los desequilibrio externos, ya que mientras más se posterga, más abrupto debe ser el ajuste. Segundo, la confianza y credibilidad necesarias para retomar un crecimiento sólido no se recuperan en forma instantánea con la restauración de los equilibrios básicos, sino que requiere que éstos se consoliden, según lo comprueban, a vía de ejemplo, las experiencias de Bolivia después de 1985 y de México después de 1987. Tercero, cuando un intento de estabilización fracasa, es probable que el próximo sea aún más costoso, como lo sugieren los diversos intentos de estabilización aplicados con posterioridad al fracaso de los planes Austral, Cruzado e Inti en Argentina, Brasil y Perú, respectivamente.

Por cierto, la mantención de los equilibrios macroeconómicos básicos no es condición suficiente para el crecimiento. (piénsese, por ejemplo, en el estancamiento de Haití pese a su baja inflación); no obstante, sí es condición necesaria. Su mantención dentro de márgenes prudentes equivale simplemente a reconocer que la capacidad productiva y disponibilidad de divisas de una economía imponen límites reales a la gestión de carácter macro. No se trata de ideologismo ni de apego irrestricto a la ortodoxia, sino de una realidad ampliamente comprobada por la experiencia de los años ochenta.

De hecho, si bien todos los países de la región fueron golpeados por la crisis, el crecimiento se resintió en menor medida en aquellos donde la inflación fue más moderada o menos variable. En esta categoría relativamente privilegiada se ubican pues no sólo Colombia, Chile y Paraguay, países de inflación baja, sino también aquellos, es el caso de Costa Rica, que han logrado controlar rápidamente eventuales desbordes o, como Ecuador y República Dominicana, que han soportado fluctuaciones

menos intensas. (Véase el cuadro 2.)

## B. ORIENTACIONES

1. Aprovechamiento del margen de capacidad ociosa

No obstante los agudos desequilibrios actuales en las finanzas públicas y las estrecheces del presupuesto en divisas, persiste un considerable margen de expansión del producto, materializable mediante una adecuada combinación de ordenamiento económico interno y potenciación de la capacidad de las economías de generar y/o ahorrar divisas.

El diseño de la política económica debe partir de la consideración de tres hechos centrales. El primero reside en la aguda escasez de divisas derivada del vuelco que la crisis provoca en materia de transferencia de recursos y que fuerza a las economías de la región a ajustar sus cuentas externas por la vía, preferentemente, del ahorro en importaciones, aun a costa de un descenso en el nivel de actividad interna. En los últimos años los perniciosos efectos del desequilibrio fiscal, con la escalada inflacionaria consiguiente se han constituido en el rasgo macroeconómico dominante detrás del estancamiento, pero cabe tener en cuenta que algunas holguras registradas en el balance de pagos de ciertos países son de carácter transitorio; es posible entonces que en breve plazo la brecha externa reaparezca como factor limitante del crecimiento.

Fluye de lo expuesto que la promoción de un sólido desarrollo exportador constituye uno de los ejes de cualquier estrategia de recuperación y crecimiento. Los eventuales logros en materia de limitación de la transferencia negativa de recursos al exterior han de ser visualizados como un complemento indispensable del esfuerzo interno en favor de la generación y el ahorro de divisas. Sin embargo, dada la magnitud de la reversión en el financiamiento externo neto y las proyecciones más razonables acerca de su evolución en el futuro previsible, parece evidente



que la tarea de retomar el desarrollo carecerá de viabilidad en ausencia de un esfuerzo interno de gran envergadura en favor de las exportaciones.

El segundo hecho está dado por los agudos desequilibrios fiscales. El estancamiento reciente de muchas economías obedece, según se ha señalado, a escaladas de los precios o bien a recesiones asociadas a los planes de estabilización aplicados para detener inflaciones que se habían tornado descontroladas. La rigurosa preservación de una sana situación fiscal constituye pues el segundo componente central del diseño de una estrategia macroeconómica de recuperación y crecimiento. El desequilibrio fiscal imposibilita el crecimiento, y no sólo a causa de la adversa incidencia que las elevadas tasas de inflación tienen sobre el nivel de actividad. El financiamiento del déficit público entraña además un efecto particularmente negativo sobre la demanda por inversión. De esta forma, el nivel del producto se estanca y su composición se ve alterada, en términos de una caída del coeficiente de inversión. Así, con posterioridad a la crisis el coeficiente regional medio de inversión se sitúa en torno a un 16%, bastante por debajo del que se verificara (22%) en la segunda mitad de los años setenta.

El déficit público deprime la inversión por distintas vías. El expediente de financiarlo con emisión de deuda pública presiona hacia arriba el costo del crédito, lo que, sumado a la merma en el nivel de actividad, inhibe la materialización de potenciales planes de inversión. Algunos países han intentado controlar el efecto inflacionario del déficit público por la vía de incrementar las tasas de encaje del sistema financiero, pero ello ha redundado en desintermediación financiera y encarecimiento del crédito. Una tercera variante, conocida como represión financiera, ha consistido en la fijación de tasas de interés, a menudo en niveles reales negativos. Se busca asegurar así la disponibilidad de crédito barato para cubrir el déficit

público, o evitar que el alza de las tasas de interés, consecuencia de la colocación de títulos gubernamentales, profundice aún más el déficit, a causa del desborde del monto del servicio de la deuda interna pública. Al deprimir la tasa de interés, empero, la represión financiera incentiva la fuga de capitales y desincentiva el ahorro financiero, con severo perjuicio para la inversión privada. Por último, si el déficit es cubierto simplemente con emisión tiende a precipitarse un desborde inflacionario. La enorme variabilidad de precios relativos asociada a este fenómeno alienta las maniobras especulativas, en detrimento de la producción y la inversión.

El tercer hecho central tiene que ver con el importante margen de capacidad instalada ociosa y la elevada tasa de subutilización de la fuerza de trabajo. Si se lograra sortear los estrangulamientos provenientes de las áreas externa y fiscal, habría pues considerable margen para el crecimiento de la economía. El gráfico 4 describe esta situación.

La tendencia que acusa el producto interno bruto por habitante (PIBH) representa el producto de pleno empleo de la capacidad que se habría alcanzado, de haberse mantenido las tasas de inversión vigentes en la segunda mitad de los años setenta. Por su parte, el PIBH potencial representa la producción por habitante que sería posible generar si se utilizaran plenamente los recursos disponibles. Por último, la curva de PIBH efectivo corresponde al producto por habitante que de hecho se logró.

La disímil evolución de estas variables pone de manifiesto dos elementos principales. La apreciable caída de la tasa de inversión con posterioridad a 1982 determina que el producto potencial por habitante virtualmente se estanque, alejándose cada vez más del PIBH tendencial. Por consiguiente, si se desea lograr un crecimiento sostenido es fundamental incentivar una elevación del coeficiente de inversión, de forma paralela a la

recuperación económica. El segundo elemento lo configura la enorme distancia entre el PIBH potencial y el PIBH efectivo, brecha que representa el grado de subutilización de los recursos disponibles. En consecuencia, la instrumentación de un conjunto de políticas que condujera a las economías a sus producciones de plena capacidad redundaría en mayores niveles de producto por habitante, inversión, ahorro y consumo, así como en mejores salarios. Ello requiere, naturalmente, la cuidadosa administración de algunos precios y gastos claves, pero ofrece una perspectiva promisoría en medio de la ya insoportable frustración en que se debate la región en su conjunto.

## 2. Exportaciones e inversión como dos factores claves

El concepto de recuperación es asimilable a aquella fase en que el producto efectivo se acerca al producto potencial; y el de crecimiento, a la posterior expansión de ambos. La senda de la recuperación debiera cumplir dos objetivos. El primero es que la superación de las estrecheces fiscal y de divisas se haga al ritmo necesario para tornar viable el repunte de la producción. El segundo es que durante el proceso de recuperación se eleve de manera paulatina el coeficiente de inversión, de modo que cuando la economía recupere el pleno uso de su capacidad instalada el coeficiente de inversión se sitúe en torno a 22%, nivel que posibilita una expansión sostenida del producto en torno al 5 ó 6% al año.

La consecución de estos dos objetivos, recuperación de la producción y del coeficiente de inversión, exige que las brechas fiscal y externa evolucionen de manera coherente. Si se tiene en cuenta que la diferencia entre el producto efectivo y el producto potencial de la región es del orden de 15%, el primer requisito para conseguir que al término de la fase de recuperación el coeficiente de inversión haya subido a 22% es que el consumo por habitante se expanda a una tasa significativamente inferior (del

orden de dos tercios) a la del producto por habitante.<sup>3</sup> Esa es la única forma de compatibilizar los incrementos requeridos en el ahorro y la inversión. Para lograr que el consumo aumente de manera tan moderada habrá que prestar atención a la trayectoria de los salarios, a las decisiones de política monetaria y crediticia y a la evolución del consumo de los altos estratos y del gobierno. La expansión de este último concepto debiera quedar supeditada a severas limitaciones, dados los imperativos de preservar el equilibrio fiscal y de recuperar los deprimidos niveles de inversión pública, tanto en infraestructura y otros gastos complementarios a la inversión privada, como en capital humano (educación, salud). La recuperación económica permitirá al sector público acceder a nuevos recursos, merced a un previsible incremento en la recaudación tributaria, una eventual mejoría financiera de empresas estatales ligadas al mercado interno, la presunta disminución de los desembolsos por concepto de subsidios de desempleo, el señoraje derivado de la probable ampliación de la base monetaria real, etc. Dichos recursos han de ser administrados con extrema prudencia, a fin de evitar la generación de nuevos desequilibrios.

Tal vez el desafío más complejo consista en allegar los recursos externos con el objeto de financiar el volumen sin duda elevado de divisas necesarias para la recuperación y el crecimiento, sin perjuicio de los imprescindibles alivios que se logren en lo tocante al servicio de la deuda externa. La magnitud de estos requerimientos es tanto mayor si se considera que la inversión es intensiva en divisas. Aunque es posible

---

<sup>3</sup> Por ejemplo, si el PIBH potencial actual es 100, el PIBH efectivo sería 85, la inversión 12.8 (15% de 85) y el consumo 72.2. Supuesto que tomara 6 años cerrar la brecha, y que el PIBH potencial creciera 12% en el entretanto (alcanzando cerca de 112), el PIBH efectivo sería 112 al final de los 6 años, la inversión 24.6 (22% de 112) y el consumo el resto 87.4. De ahí que en 6 años el consumo por habitante habría crecido del orden de dos tercios de lo que creció el producto por habitante (87.4/72.2 vs 112/85).

avanzar en el campo de la sustitución de importaciones, parece claro que el peso de la estrategia recaerá sobre la capacidad de las economías de ampliar sus exportaciones. Sin un perseverante e intenso esfuerzo exportador, la factibilidad de la recuperación y el crecimiento sería escasa.

En suma, la reanudación del crecimiento exige, supuesto un razonable equilibrio de las finanzas públicas, el despliegue de un ciclo de expansión encabezado por las exportaciones y la inversión, con un incremento controlado del consumo y las importaciones. Este criterio general es válido para la región en su conjunto. Pero las situaciones nacionales abarcan, como se sabe, un espectro muy amplio. Hay desde economías en equilibrio y que están haciendo uso virtualmente pleno de su capacidad instalada (Colombia, Chile), hasta otras en las que prevalecen enormes desequilibrios y una aguda subutilización del potencial productivo (Argentina, Brasil, Perú). La realidad específica de cada economía determinará la adecuada ponderación de objetivos y políticas.

## C. POLITICAS

1. Control de la Inflacióna) Orientación: Ajuste fiscal sin Recesión

Más que a la brecha de divisas o a la falta de ahorro o a la insuficiente inversión pública, la recuperación inmediata en muchos países de la región --y ciertamente en las economías principales-- está sujeta al control inflacionario y su consolidación. Programas de estabilización han fracasado por dos tipos de razones: o porque resultan contractivos o, más fundamentalmente, porque no son efectivos en bajar la inflación en forma definitiva.

Como todo proceso inflacionario (sobre todo a ritmos altos) suele ser acompañado por una expansión monetaria (sea exógena o endógena), en general una condición necesaria para bajar la inflación es controlar la demanda agregada, la expansión monetaria, y el déficit público que típicamente (en los últimos años, al menos) la origina. En efecto, independientemente de sus orígenes, la inflación es un "impuesto" a los saldos monetarios, recaudado por el fisco o agente emisor, para "financiar" su déficit por la vía de la emisión. Bajar la inflación a cero<sup>4</sup> significa, pues, reemplazar el impuesto inflación por otro impuesto o reducir el gasto.

Esta reducción del déficit fiscal no requiere reducir los recursos reales disponibles a los sectores privados y públicos sino hacer explícito su modo de financiamiento. Es decir, reemplazar el "impuesto inflación" por una recaudación explícita de recursos del sector privado, ya sea mediante la colocación de títulos públicos o, más probablemente, el aumento de la

---

<sup>4</sup> Bajar la inflación, en cambio, no necesariamente requiere reducir el déficit, si es que la demanda por dinero sube más que lo que la inflación desciende.

tributación neta. Tampoco requiere cambios sistemáticos en el sector real (producción y empleo), sino simplemente que desacelere en la forma más pareja posible el crecimiento de los valores nominales de las variables principales de la economía (precios, salarios, intereses, tipo de cambio, cantidad de dinero).

No obstante lo anterior, la desaceleración en el crecimiento de la demanda agregada nominal, no sólo reduce la inflación, sino que a menudo provoca recesión. Es así particularmente en el caso de inflaciones persistentes, pues la misma indización y expectativas que hacen tolerable vivir con alta inflación, dificultan bajarla, puesto que tienden a rigidizar la inflación en torno a sus ritmos pasados, con lo que la desaceleración en la demanda agregada recaerá sobre la producción, y no sólo sobre los precios.

Por otra parte hay un problema de credibilidad. Aunque el gobierno presente un programa de estabilización sólido, coherente y comprensivo, nadie asegura que las autoridades persistirán, pese a cualquier tropiezo, en su ejecución. Ello hace que el sector suponga que la inflación desacelerará menos que la meta (provocando recesión). Así se crea un círculo vicioso: los precios no bajan --pese al control de la demanda agregada-- porque todos quieren ver los resultados antes de desacelerar sus propios precios. Con todos actuando así, el programa tiende a fracasar.

Finalmente, hay un problema de falta de coordinación (tipo "dilema del prisionero"). Aunque cada agente creyera en la coherencia del programa y su mantención, no desacelerará su precio según la inflación meta, mientras no tenga la seguridad de que los demás --sobre todo sus proveedores-- harán lo mismo. En efecto, arriesga fuertes pérdidas si desacelera sus precios según la inflación meta, y sus proveedores lo hacen más lentamente.

Frente a tal incertidumbre respecto al comportamiento de los demás, lo prudente es desacelerar sus precios pero no tanto como la inflación meta. Como el mismo raciocinio vale para todos, se puede anticipar que los precios medios quedarán por encima de los de equilibrio, induciéndose una contracción económica, ya que la demanda agregada nominal será insuficiente para mantener las ventas reales y la producción a ese nivel de precios (inflados).

Es precisamente para evitar la recesión a que dan lugar los problemas de credibilidad, indización, expectativas y coordinación que se justifican políticas de precios e ingresos y desindización en programas de estabilización, sobre todo en los casos de inflaciones persistentes, donde las expectativas están enraizadas (véase el Anexo 2). Sin embargo, si no se acompañan por políticas adecuadas de control de demanda agregada (nulo en Brasil y Perú, insuficiente en Argentina), no darán resultados duraderos (véase el Anexo 3). Su justificación no está en reprimir la inflación --un efecto pasajero-- sino en que pueden armonizar y compatibilizar las expectativas entre sí y con la política macroeconómica, y dar resultados rápidos.

De ahí que una lección de los intentos de estabilización de los últimos años es que deben combinarse políticas que ataquen los factores fundamentales (sobre todo el déficit fiscal), así como los factores de propagación o inercia derivados de la indización, las expectativas, la falta de credibilidad y los problemas de coordinación (por la vía de políticas de precios e ingresos y la desindización). Sólo Israel y, en menor medida, México, han logrado tal combinación (véase de nuevo el Anexo 3). La importancia relativa de cada uno dependerá de cada situación, sobre todo cuánto de la inflación es inercial, cuanto corresponde a factores desequilibrantes que explican el brote inflacionario (sobre todo el caso de inflaciones ocasionales). No obstante, en general, cualquier programa requerirá políticas de control de



demanda agregada, corrección de precios relativos y control de expectativas.

b) Instrumentación

- Control de Demanda Agregada

Condición necesaria para bajar la inflación y controlar la demanda agregada es efectuar un ajuste fiscal. ¿De qué magnitud ha de ser el ajuste y cómo efectuarlo para que minimice el riesgo recesivo? En la medida que el servicio de la deuda interna sea un componente importante del gasto público, la contabilidad convencional exagera el tamaño del déficit, con lo que el esfuerzo fiscal requerido será menor que el indicado por el déficit aparente. En efecto, durante altas inflaciones, el grueso de los intereses sobre la deuda interna corresponde a la pérdida del valor real del principal por concepto de inflación, por lo que representa una amortización acelerada de capital y no un gasto corriente; mientras mayor sea la inflación, mayor será el pago de intereses y mayor resultará el déficit convencional. Inversamente, mientras menor sea la inflación, menor será la tasa de interés nominal; por lo que los pagos en intereses y el déficit convencional caerán automáticamente durante un programa de estabilización. El déficit que necesariamente debe ser reducido, pues, no es el de la contabilidad habitual (el déficit nominal), sino el que excluye el componente inflacionario de los intereses (el déficit operacional), pues es este último el que explica aceleraciones o desaceleraciones en la inflación. (Véase el Anexo 4.) En efecto, los pagos por concepto del componente inflacionario de la tasa de interés corresponden a la pérdida del valor real de la deuda pública, así que normalmente pueden ser financiados vía mayor endeudamiento nominal (sin elevar la deuda real), con lo que en general no requieren mayor emisión y, por lo tanto, no aceleran los precios. La diferencia en magnitudes entre ambos conceptos puede ser grande; así, por ejemplo, mientras que el déficit nominal mexicano era del orden de 16% del PIB en 1986 (con una inflación sobre 100%), el déficit operacional era 2%;

los mismos conceptos alcanzaron 30% y 6%, respectivamente, en Brasil en 1987, con una inflación de 400%.

Por otra parte, en la medida que el programa de estabilización desacelere la inflación, tenderá a elevar los ingresos tributarios en términos reales, al reducirse la desvalorización producto del inevitable rezago entre la generación del ingreso por el cual se tributa y su recaudación (efecto Olivera-Tanzi). Así, por ejemplo, se estimó que un programa de estabilización en México podría incrementar la recaudación real en 0.7% del PIB por esta razón, con lo que el déficit efectivo por reducir en 1986 no era 16% del PIB (el déficit nominal) ni 2% (el operacional), sino un poco más que 1% del PIB.

El ajuste fiscal efectivo requerido, pues, es el necesario para reducir el déficit operacional, ajustado por el aumento en recaudación producto de la misma estabilización. La contrapartida de esa reducción en el déficit es una desaceleración en la expansión monetaria que, en efecto, servirá como una de las "anclas nominales" del programa.

Obviamente puede cerrarse este déficit elevando los ingresos o recortando los gastos. El aumento de los ingresos públicos no sólo se refiere a mayores tarifas públicas o a mayores tasas impositivas, sino a mayor recaudación sea por ampliación de la base tributaria, indización de impuestos pagados con rezago, reducción de las múltiples exenciones tributarias o reducción en la evasión. Asimismo, la reducción de gastos no sólo se refiere a menores salarios o a un menor nivel de inversión (ambos ya deprimidos), o a menor empleo público, sino también a reducciones (y focalización) de subsidios, al cobro real por créditos públicos y a la reducción en los costos financieros de la deuda, tanto interna como externa (sea por menor tasa de interés o por castigo de deuda).

Si bien el efecto de tales medidas sobre la demanda agregada nominal es similar, no lo es ni su riesgo recesivo ni sus consecuencias equitativas. Por ejemplo, es obvio que el costo para el país será menor mientras más factible sea efectuar el ajuste fiscal sobre la base de recortes en el pago de intereses sobre la deuda externa. Aunque sólo sea durante sus inicios, la reducción en la transferencia de recursos al exterior puede ser fundamental para ganar tiempo mientras las demás medidas fiscales (muchas de las cuales pueden demorar en dar resultados), surtan efecto. Así, nuevos créditos o la suspensión (total o parcial) de intereses puede dar el margen necesario para ganar credibilidad con respecto a la estabilidad cambiaria --central en todo programa de estabilización-- y evitar así una corrida especulativa contra la moneda y hacia el dólar. No deja de ser sugerente que las exitosas estabilizaciones de Bolivia (1985), Israel (1986) y Alemania (1923), se efectuaron con suspensión del servicio de la deuda o fuerte apoyo financiero del extranjero.

En efecto, la brecha externa y el déficit fiscal suelen retroalimentarse vía el tipo de cambio: una corrida contra la moneda eleva el cambio paralelo y presiona los precios en forma directa (costos) o indirecta (expectativas); por otro lado, el alza de la tasa de interés interna para contrarrestar tal presión cambiaria, eleva el gasto (y el déficit) fiscal por concepto de intereses sobre la deuda interna. Esto mismo casi hizo naufragar el programa anti inflacionario mexicano en 1988, hasta que el acuerdo con la banca acreedora devolvió la confianza de que la brecha externa era manejable, con lo que se redujo la presión tanto sobre el tipo de cambio como sobre la tasa de interés real.

Por otra parte, para evitar una recesión han de favorecerse medidas de disminución del déficit que afecten el grueso de la economía y no las que se concentran en pocas actividades (lo que virtualmente asegura ajustes en cantidad y no sólo en precios).

Ello de por sí establece una presunción a favor de reducir el déficit por medio de aumentos de ingresos más que la reducción de gastos, ya que el aumento en los ingresos públicos suele afectar a la economía en forma más pareja que un recorte en el gasto,<sup>5</sup> pues recae sobre el mismo 80% (?) de la economía (la privada) que es beneficiada por los efectos expansivos de la reducción del impuesto inflacionario, con lo que es más probable que los ajustes se hagan más por la desaceleración de los precios que de la producción. En cambio, como el gasto público se centra en servicios públicos (20% del PIB?) o en la construcción, su contracción hace recaer el ajuste sobre una fracción pequeña de la economía, lo que no sólo es poco equitativo, sino que hace más probable que la desaceleración en la demanda frene la producción y no sólo la inflación. Esto parecería haber contribuido a explicar los éxitos relativos de Israel y Bolivia, por ejemplo, ya que el 75% de la reducción de su déficit fue logrado vía aumentos generalizados de sus ingresos.

Por razones análogas, a corto plazo, es preferible frenar el gasto público en salarios más que en empleo, pues los recortes (desaceleración) en salarios reducen el gasto pero no el volumen de servicios, mientras que el recorte en empleo, y no en el salario, tiende a reducir el volumen de servicios (aparte de tener implicancias distributivas más regresivas). Asimismo, ha de evitarse recortar la inversión porque reduce el volumen tanto

---

<sup>5</sup> Importante excepción a lo anterior, por cierto, podrían ser la reducción de los costos de servir la deuda interna o de financiar subsidios (generalizados). En la medida que la posesión de esta deuda esté generalizada en la economía, su redenominación y reestructuración puede ser una medida eficaz y poco dolorosa para reducir el déficit, como contraparte de la reducción en el impuesto inflacionario. Igual argumento valdría para la reducción de subsidios relativamente generalizados.

de la producción actual, como de la futura.<sup>6</sup> En la medida que ello no pueda evitarse, los recortes en la inversión pública han de centrarse en esos usos que minimicen el efecto depresivo sobre la inversión privada (por ejemplo, vivienda), y no en esas inversiones especialmente complementarias a la inversión privada (e.g., inversión en infraestructura física, en capital humano --educación, salud-- y en ciencia y tecnología crítica para la modernización productiva). Asimismo, por problemas de divisas, a corto plazo ha de favorecerse la inversión pública menos intensiva en equipos importados --como es la de infraestructura y la de capital humano.

A todo esto se agregan dos argumentos generales en favor de cerrar el déficit más por la elevación de la recaudación tributaria que mediante la reducción de gastos. El primero atañe a la racionalidad de las decisiones colectivas implícitas en el presupuesto público. Dado que la inflación es una especie de impuesto que surgiera como necesidad de financiar gastos públicos, sería más consistente cerrar el déficit por medio de la elevación de la recaudación tributaria, en la medida en que el actual nivel de gastos --excluidos los intereses-- corresponda a necesidades colectivas insoslayables (cosa probable, después de los recortes ya realizados). Con ello, se mantendría el correspondiente nivel de "tributación" efectiva alcanzado con la adición del impuesto inflación.

El segundo argumento que sugiere el mérito de cubrir el déficit con elevación de impuestos, se basa en consideraciones de equidad. En la medida que el gasto público suele ser algo progresivo mientras que la tributación actual suele ser neutra si no regresiva --cosa que sugieren la mayoría de los estudios

---

<sup>6</sup> A no ser que la reducción en el gasto en inversión en construcción pueda centrarse en la desaceleración de los precios de sus insumos --en cuyo caso podría mantenerse el volumen real de inversión con un gasto nominal inferior.

empíricos al respecto, el reemplazo del impuesto inflacionario por mayor tributación, en lugar de por la disminución del gasto, tendría un impacto favorable sobre la equidad.

- Control de las Expectativas

Ya que, por múltiples razones antes señaladas, las expectativas inflacionarias suelen ser algo rígidas, si la desaceleración en la demanda agregada nominal no es acompañada por una política que guíe las expectativas hacia la inflación meta, la inflación desacelerará más lentamente que lo programado, generándose una recesión. De ahí que en tales circunstancias los programas de estabilización deben incluir una política transitoria de ingresos y precios claves, que guíe o controle el movimiento de los valores nominales de las variables críticas --salarios, tipo de cambio, tasa de interés, precios de productos claves-- para que éstos desaceleren en forma simultánea y pareja según la inflación meta. O sea, hay que procurar "anclar" el programa en un conjunto de variables o precios claves, y así evitar que todo el peso de la estabilización recaiga sobre una sola ancla nominal (tradicionalmente la expansión de la cantidad de dinero).

De ahí que parecería contraindicado liberalizar precios e intereses abrupta y completamente, como a menudo ocurre en programas de estabilización ortodoxos, justo al inicio de un programa de estabilización cuyo éxito es tan sensible al comportamiento de las expectativas inflacionarias. Pero, a su vez, en contraste con lo que tiende a ocurrir con los sistemas tradicionales de control de precios, éste debería efectuarse, no para reprimir la inflación, sino para acercar lo antes posible la magnitud de las variables claves a sus niveles de equilibrio final. Asimismo, a diferencia del control de precios tradicional --que se dirige preferentemente a fijar los precios de los productos agropecuarios por tener éstos una alta incidencia en la

canasta de consumo-- este control debería centrarse en los precios industriales, los que normalmente gozan de mayor margen de maniobra y, por lo tanto, son más afectados por las expectativas inflacionarias. En efecto, el objetivo es controlar las expectativas, no reprimir la inflación.

A su vez, tampoco puede fijarse cualquier meta de desaceleración inflacionaria. Esta tiene que ser consistente con el control monetario y fiscal que se está en condiciones de conseguir. Pues si no es creíble que se logre ese grado de control, el programa carecerá de coherencia, generando expectativas de que los precios aumentarán en definitiva más allá de lo programado. Por ejemplo, si la base monetaria equivale a 10% del producto interno bruto, si el déficit fiscal proyectado es de 5% del producto, y si este déficit sólo puede financiarse mediante créditos del Banco Central, la base monetaria deberá crecer 50% sólo para cubrir el desequilibrio del sector público. Así, a menos que existiese un aumento considerable en la demanda de dinero o un crecimiento muy marcado de la actividad económica, la inflación no podría reducirse a mucho menos de 50% anual. Una desaceleración mayor de los precios claves no sería consistente con el programa monetario y fiscal y, por ende, fracasaría.

Como estas políticas bajan la inflación rápidamente, ponen en marcha un círculo virtuoso mientras duran. Los buenos resultados afianzan la confianza y la credibilidad del programa, lo que reduce la demanda especulativa por dólares, eleva la demanda por dinero y mejora la recaudación real. Sin embargo, por razones análogas, el proceso puede revertirse, y generarse un círculo vicioso, si es que no se complementa con las demás políticas, sobre todo si se intenta llegar a inflación cero, pues ésta requiere un importante esfuerzo fiscal (equivalente al impuesto inflación que se pretende reemplazar).

La instrumentación de una política de precios, ingresos y desindexación varía según el grado de inflación. Por ejemplo, en situaciones hiperinflacionarias, será suficiente controlar un precio, el del tipo de cambio, para controlar y sincronizar la evolución de todos los demás precios, ya que al estar dolarizada la economía, todos los precios se ajustan según el dólar libre (caso de Bolivia en 1985). En cambio, en el caso de inflaciones altas y persistentes, pero sin llegar a la hiperinflación (10-30% al mes, como fueron en Argentina, Brasil y Perú), los precios suelen reajustarse según diferentes indicadores (índice de precios al consumidor, tasa de interés, costo unitario de la mano de obra, tipo de cambio, etc.) y no sólo el del tipo de cambio libre. De ahí que en estos casos una política de precios e ingresos deba anclar varios precios para sincronizar y compatibilizar su evolución con la inflación meta, y así evitar el atraso de precios claves y posterior fracaso del programa de estabilización. La historia de la región está repleta de ejemplos de programas de estabilización que fracasaron por centrarse en controlar la demanda agregada y sólo un precio clave, ya sea el tipo de cambio o el salario, generando un atraso cambiario que finalmente explotó (Cono Sur 1978-82), o bien un atraso salarial sumamente regresivo o recesivo (Argentina 76-78, Chile 73-75, México 82-85).

De todos modos, estos controles no deben ser de aplicación indefinida. Puesto que su objetivo es el de armonizar expectativas, idealmente deben ser redundantes, acelerando el movimiento hacia equilibrio, no reprimiéndolo. Por eso, deben durar poco; si no, aparecerán distorsiones en los precios relativos que tendrán crecientes costos en eficiencia y credibilidad. No obstante, los controles deben mantenerse el tiempo suficiente para hacer creíble que la inflación no volverá a repuntar a sus niveles históricos al proceder al descongelamiento. O sea, el arte consiste en borrar la memoria



de alta inflación sin que el bajo ritmo actual de inflación sea visto como artificial o reprimido.

- Corrección de Precios Relativos

Una dificultad real adicional que enfrentan los programas de estabilización es que en la mayoría de los procesos inflacionarios --salvo en el caso límite e improbable en que la inflación sea puramente inercial (como sería el caso con un déficit fiscal operacional cercano a cero), sin componente desequilibrador-- el aumento de los precios, si bien generalizado, no es parejo.

Se producen tales rezagos (y, en consecuencia, también adelantos) en precios relativos debido a cambios bruscos e inesperados de oferta (e.g., sequía) o de demanda (e.g., fuertes variaciones en los precios de exportación), o de política económica (e.g., políticas de ajuste). Así pueden estar significativamente rezagados respecto a los demás precios, entre otros: i) el tipo de cambio (lo que incide negativamente sobre el balance de pagos); ii) las tarifas públicas (que elevan el déficit fiscal); iii) los precios agrícolas (que frenan el crecimiento de la producción de alimentos básicos); iv) los intereses (lo que obstaculiza una asignación eficiente de la inversión y da lugar a fuertes e injustificadas redistribuciones de ingreso desde los ahorrantes hacia los deudores); v) los salarios reales (lo que redistribuye el ingreso en forma regresiva y tiende a generar una contracción de los sectores productivos que abastecen el mercado interno).

Por ello, para que el programa de estabilización sea duradero y eficaz y no se limite tan sólo a reducir transitoriamente la inflación, es necesario corregir estos desequilibrios en los precios relativos. Desafortunadamente, el reajuste de los precios anteriormente rezagados o reprimidos puede ser considerado (erróneamente) por los agentes económicos como un

indicador de la probable inflación futura y no tan sólo como un ajuste correctivo. Si así sucede, las expectativas inflacionarias pueden superar la meta de inflación implícita en la política monetaria y fiscal, con lo que, por esto, difícilmente podrá obtenerse la baja deseada en la inflación, el número, frecuencia y monto de estos ajustes correctivos se debe limitar al mínimo indispensable.

Un ajuste correctivo particularmente clave es el del tipo de cambio, pues la posibilidad de superar la brecha externa depende en gran medida de que el valor real de éste sea alto y estable. Naturalmente, alto en términos reales, no sólo nominales, lo que obviamente implica frenar el crecimiento de los precios de los no transables a ritmos menores que la devaluación. Más concretamente, el salario ha de caer en relación al tipo de cambio, para estimular la producción de transables, que así se torna más rentable; pero ha de subir en términos de productos no transables (para que la rentabilidad de estas actividades baje, induciendo así una reasignación de la inversión hacia la producción de transables). De ahí que, en términos de la canasta del IPC, el salario real no debería caer mucho; sólo lo correspondiente al efecto neto de la mejoría de precios relativos de bienes transables e importados, como consecuencia del mayor tipo de cambio real. Asimismo, no basta fijar alto el tipo de cambio real de una vez, sino que debe mantenerse establemente alto, pues la reasignación de recursos es un proceso gradual que requiere incentivos estables para surtir efecto.

La credibilidad se refuerza fijando los precios relativos claves, no necesariamente a niveles de equilibrio, sino a los niveles a los cuales el público cree que se pueden mantener y que desalentarán una estampida desde el dinero hacia los bienes o la divisa. Desafortunadamente, el "sobrepasarse" en la corrección de precios relativos también tiene sus costos --al menos si se intenta mantenerlos así por un tiempo--, pues reduce la demanda

agregada por debajo del nivel de equilibrio. Estas presiones recesivas son agravadas si, con el mismo razonamiento, se fijan tarifas públicas más altas que las necesarias, se frena la oferta monetaria más de lo necesario (descuidando el hecho de que al desacelerarse la inflación la demanda por dinero subirá) y se frenan los salarios más de lo necesario. Habrá, pues, una disyuntiva entre fijar precios de equilibrio (y correr el riesgo de que el público no crea en su estabilidad haciendo fracasar el programa) o sobrepasarse en algunos para generar credibilidad (arriesgando recesión). Lo prudente parecería ser sobrepasarse al inicio lo suficiente en dos precios claves de más rápido ajuste --el tipo de cambio y la tasa de interés-- para así desalentar una corrida desde la moneda nacional hacia el dólar o hacia bienes. Una vez que la inflación baje, y por lo tanto el programa gane credibilidad, se podrá ceder, bajando el tipo de cambio real hacia un nivel de equilibrio de más largo plazo; a su vez, la oferta monetaria se podrá expandir "pari passu" con la demanda por dinero, para bajar el interés real y así proporcionarle la liquidez necesaria al sistema. Es fácil conciliar este problema en teoría; lo difícil --el arte-- consiste en identificar los momentos clave para actuar y las magnitudes en que han de sobrepasarse en forma momentánea los valores de equilibrio. Sin embargo, la naturaleza de la disyuntiva entre credibilidad y equilibrio es la señalada, y ha de ser conciliada continuamente a riesgo de fracasar en el intento de estabilizar o de producir una costosa y prolongada recesión.

Asimismo, no se trata sólo de fijar correcta y coordinadamente los precios clave, sino de establecer una trayectoria de equilibrio. Ello implica, por ejemplo, el compromiso de mantener un tipo de cambio real alto y estable hacia el futuro; de limitar el aumento salarial a los aumentos en la productividad y de frenar el consumo en general y de los bienes prescindibles en particular; de mantener tasas de interés

real positivas, por encima de la internacional en términos reales aunque tampoco exageradas (salvo, posiblemente y en forma transitoria, en los momentos críticos, iniciales del programa de estabilización).

- Reformas Institucionales

Si bien hay margen para la política económica, este es sumamente estrecho, por razones institucionales que dificultan el equilibrio de las finanzas públicas y las hace proclive a desbordes.

En primer lugar, el gobierno central controla sólo una parte del gasto público. Sus ajustes pueden ser neutralizados por desajustes de los demás organismos del sector público que los responsables de la política fiscal no controlan directamente --gobiernos regionales, empresas públicas, bancos estatales y provinciales-- cuyos déficit suelen ser absorbidos "ex-post facto" por el gobierno central. Mientras que la autonomía de gastos de estos organismos no sea acompañada por una correspondiente autonomía en su responsabilidad financiera, habrá una asimetría desequilibrante --en que los déficit descentralizados se transmiten hacia el centro, mientras que los superavit tienden a quedarse donde se originan.

En segundo lugar, la posibilidad de aprobar gastos sin la necesidad de asegurar simultáneamente su financiamiento abre el proceso presupuestario a una presión virtualmente sin límite, pues todo gasto parece justificado, más aún cuando individualmente es pequeño en relación al total de gasto o al déficit. En efecto, todos quieren por separado mayores beneficios, menores impuestos y menor déficit. Pero no se puede tener los tres en forma simultánea. De ahí la necesidad de que el proceso presupuestario requiera aprobar en forma simultánea y conjunta los gastos y su financiamiento, como una manera de

intentar introducir contrapesos y disciplina a las finanzas públicas.<sup>7</sup>

En tercer lugar, la virtual inamovilidad del empleado público no sólo atenta contra una gestión eficiente, sino que hace que el salario pase a ser un factor central de ajuste (tanto de corto como de largo plazo). Entre otras cosas, ello impide conseguir personal idóneo para el sector público, conspirando contra la eficacia con que el estado cumple sus funciones esenciales y, probablemente, a un mayor costo global.

La lista podría alargarse (e.g., previsión, impuestos preasignados, ...). El punto central es que el ajuste fiscal no sólo debería reducir el déficit, sino correr parejo con reformas institucionales del sector público, para ampliar el margen de maniobra de la política económica y así elevar su eficacia.

## 2. Ajuste Externo

Dado el desaprovechamiento de recursos que provoca el endeudamiento y la falta de ahorro interno y externo disponibles para elevar la inversión, la expansión de exportaciones y la sustitución eficiente de importaciones habrán de iniciarse sobre la base de una reasignación y mejor aprovechamiento de la capacidad instalada y financiarse en parte importante por medio de una reducción, al menos transitoria, en la transferencia de recursos al exterior (en forma no confrontacional pero unilateral si fuera necesario).

---

<sup>7</sup> Alternativamente, la prohibición de que el Banco Central le preste al sector público, puede introducir algo de disciplina. No obstante esto puede ser eludido --como se ha visto-- vía el endeudamiento interno y la colocación de títulos a plazos cada vez más cortos con el público, con lo que en la práctica el fisco pasa a ser otro agente emisor.

Del análisis de la experiencia reciente de la región surgen dos grandes fallas en el manejo macroeconómico del ajuste. Los programas fueron recesivos en primer lugar por centrarse en forma excesiva en instrumentos que tendían a contraer el gasto y la producción. No sólo fueron contractivos los recortes del gasto, sino también las correcciones de precios relativos. En efecto, por la brevedad del plazo que se disponía para corregir el desequilibrio externo, el impacto principal inicial de las devaluaciones fue reducir el gasto interno aún más. O sea, primó el efecto ingreso (reducción de la demanda) por sobre el efecto precio (que induce reemplazar producción externa por interna y gasto interno por externo), debido a que no se tomaron medidas adecuadas para compensar tal asimetría, dando lugar a caídas exageradas en la producción. En segundo lugar, los recortes de gasto en los programas de ajuste tendieron a definirse en términos demasiado agregados, sin distinguir suficientemente si las medidas recortaban gastos en transables (lo deseado, pues puede ahorrar divisas sin afectar la producción) o en no transables (claramente recesivo); o si se reducía el gasto en consumo (lo deseado) o en inversión (lo típico).

Para superar estas fallas surgen tres directrices para la política macroeconómica:

i) Deberá igualarse el costo de ahorrar o generar divisas por medio de las políticas de reasignación ("switching") y las de reducción del gasto ("absorption"). Precisamente porque las políticas de reducción de gasto (demanda) obrarán más rápidamente que las de reasignación de producción (vía la inversión), se justificará emplear políticas transitorias de fuerte sobrerreasignación para compensar tal efecto. De hecho, en su ajuste la región siguió tanto políticas de reasignación como de gasto. Sin embargo, por la brevedad del plazo que se tenía para corregir las cuentas externas, el impacto principal, incluso de las políticas de reasignación (e.g., devaluación), fue reducir el

gasto; o sea, primó el efecto ingreso (reducir la demanda aún más) y no el efecto precio (reemplazar producción externa por interna y demanda interna por externa). Muy a grosso modo estimamos que para mejorar el balance comercial en US\$ 100 mil millones en tres años, la región sacrificó del orden de US\$ 250 mil millones en producto perdido<sup>8</sup>; o sea, se sacrificó dos dólares y medio de producción interna para ahorrar un dólar de divisas. Esto implica que habría sido preferible a la política de ajuste seguida, cualquier combinación de sobretasas arancelarias o subsidios especiales a la exportación que ahorrara o generara un dólar de divisas a un costo menor que ese monto de producción perdida. Por cierto no se trata de devaluar en esa magnitud; más bien, por ser un problema transitorio, se trata de fortalecer el efecto sustitución inmediato, y no el efecto ingreso, centrando los incentivos en esos productos con una mayor elasticidad precio de corto plazo. En efecto, los incentivos a la sobrerreasignación serían transitorios, pues aunque la reasignación vía la devaluación generalizada opera más lentamente que la reducción de la demanda, a la postre se cumple. Una vez que se hicieran sentir sus efectos con toda su fuerza, serían innecesarios los incentivos a la sobrerreasignación.

ii) El ajuste requiere no sólo incentivar la inversión en, y la mayor producción, de bienes transables --lo cual implica lograr y mantener un tipo de cambio real efectivo alto y estable-- sino a largo plazo igualar los incentivos para ahorrar divisas, ya sea por medio de la sustitución eficiente de importaciones o de la expansión de las exportaciones. En vista de la estructura de incentivos vigente en la región --altos aranceles junto a pocos incentivos especiales a las

---

<sup>8</sup> US\$ 100 mil millones fue el mejoramiento acumulado en balanza comercial entre 1981 y 1984. En ese mismo período la pérdida acumulada de producto fue 6%. Si a ello se suma que el producto habría crecido tal vez 5% al año, la pérdida acumulada alcanza 36% del PIB de la región, o sea del orden de US\$ 250 mil millones.

exportaciones-- habría una fuerte presunción de que rendirán más fruto, en términos de divisas, las políticas adicionales que fomenten las exportaciones que las que promuevan aún más la sustitución de importaciones. Dicho de otro modo, al revés de lo ocurrido en el pasado, cuando sólo se otorgaban incentivos para la producción destinada a los mercados internos (a expensas de las exportaciones y sobre todo de las no tradicionales), en el futuro deberán extenderse tales incentivos también a la producción destinada a los mercados internacionales, sobre todo cuando haya economías de escala.<sup>9</sup>

Por cierto, antes que elevar los incentivos a las exportaciones al nivel que reciben los sustitutos de importación, habría que revisar la política arancelaria. En efecto, en la práctica ésta ha resultado más bien del principio de brindar "a cada actividad la protección que necesita" --es decir, proteger a cualquier costo social-- que del intento de eliminar las divergencias entre los costos sociales y privados asociados, por ejemplo, a los procesos de aprendizaje industrial, a las externalidades del desarrollo tecnológico o a las distorsiones del mercado laboral. Ello implica la necesidad no de eliminar los aranceles sino de reducirlos a niveles proporcionados a la necesidad social (y no a la privada) y de racionalizarlos, de modo que tienda a igualarse la protección efectiva a las

---

<sup>9</sup> Tampoco bastará eliminar todos los aranceles y todos los incentivos a la exportación y reemplazarlos con un tipo de cambio más alto. De hecho, esto sería correcto si todos los sectores merecieran niveles iguales de protección y de incentivos similares a la exportación. Pero ese sería un caso extremo. Es más probable que ocurran divergencias importantes entre los beneficios sociales y privados sólo en algunos sectores, y que tales divergencias varíen en magnitud y a lo largo del tiempo. De ahí que en cualquier momento dado algunas actividades pueden estar aprovechando básicamente de protección arancelaria, al tiempo que actividades sustitutivas de importaciones maduras dispongan crecientemente sólo de incentivos a la exportación, mientras que las actividades plenamente maduras no reciban ningún incentivo especial.



distintas actividades. Por otro lado, el adecuado aprovechamiento de las oportunidades para desarrollar nuevas líneas de especialización internacional, sobre la base del logro de niveles sólidos de competitividad internacional, plantea el delicado problema de administrar selectivamente una protección diferencial temporaria a este tipo de actividades y de ir disminuyéndola progresivamente hasta el nivel medio de protección efectiva, a medida que se deban ir mejorando los niveles de competitividad de la actividad promovida especialmente.

Asimismo, si bien una reducción arancelaria ayuda a las exportaciones --pues reduce los costos de los insumos-- a corto plazo tiende a incrementar aún más las importaciones. De ahí que para que la reducción arancelaria fomente las exportaciones debe ser acompañada por una devaluación "compensatoria" que deje los sustitutos de importación con una "protección" media (incluido el tipo de cambio) similar a la vigente con aranceles.

Más aún, si algún sesgo ha de haber, ha de ser a favor de la exportación, pues si alguna "industria infante" existe hoy día, no será tanto para la producción nueva en sí sino para la penetración y conquista de mercados nuevos y externos, donde se puede aprovechar economías de escala y la plataforma industrial ya creada. Por lo tanto, así como el arancel era el instrumento idóneo para sustituir importaciones, la promoción de exportaciones --particularmente durante esta etapa crítica de transición y penetración-- requerirá de incentivos tributarios y crediticios selectivos, así como de un tipo de cambio alto y estable.

En el fondo, la idea sería empezar a exportar muchos transables que de hecho no se transan internacionalmente (el grueso corresponde a industrias sustituidoras de importaciones), equiparando los incentivos para la producción hacia fuera (actualmente pocos) con los fuertes incentivos actuales para el

mercado interno (a costa, por cierto, de los no transables). Así el crecimiento no sólo se orientaría más hacia afuera --lo cual es necesario para superar la débil posición comercial de la mayoría de los países de la región actual-- sino se basaría en mayores exportaciones no tradicionales, sobre todo las manufacturas, lo cual le permitiría aprovechar, en muchos casos, la amplia plataforma industrial creada por la estrategia anterior de sustitución de importaciones.

iii) En cuanto a la reducción de gastos se refiere, deberán usarse instrumentos que permitan recortes más selectivos. De ahí que han de centrarse los recortes en gastos de consumo más que en los de inversión física o social; y los recortes de consumo han de hacerse sobre todo en los transables (por ejemplo, los subsidios energéticos, mientras que los subsidios alimenticios han de focalizarse en los grupos más necesitados). Asimismo, ya que la inversión en maquinaria suele ser en equipos importados, durante un plazo breve ésta puede ser reducida, reemplazándola por una mayor inversión en obras públicas, sobre todo esa que facilita la actividad productiva.

En efecto, habrá de reconocerse que es contraindicado reducir la producción de no transables hasta que no se expanda la producción de transables. La política tradicional de ajuste (recesivo), en cambio, supone que reducir la primera casi automáticamente asegura la expansión de la segunda. De hecho, la caída de la producción de no transables suele suceder fácil y rápidamente, mientras que no es ni veloz ni segura la expansión de la producción de transables. Por ejemplo, en los primeros dos años de ajuste, la producción de no comerciables se desplomó --la construcción decayó en 30%-- sin que los recursos así liberados se ocuparan para ampliar la producción de bienes comerciables. De hecho, la producción de bienes comerciables también descendió (más de 10%). De ahí que, a diferencia de los programas tradicionales de ajuste, no parecería aconsejable cercenar la

construcción ni la inversión social ni la producción de otros bienes no transables sino cuando esos recursos fueran exigidos para la producción de transables. Hacerlo antes ahorraría divisas a un costo exagerado (del orden del recíproco de la propensión marginal a importar, o sea, aproximadamente a un costo, en términos de producción sacrificada, cuatro veces superior al tipo de cambio por dólar de divisa ahorrado).

### 3. Elevación del Ahorro y la Inversión

Aunque el uso de la capacidad ociosa crecientemente hacia exportaciones --en la medida en que la capacidad productiva existente admita ese uso alternativo-- ayudará a aliviar la brecha externa, si fracciones crecientes del nuevo ingreso no se aprovechan para ahorro e inversión, la región ocupará su capacidad ociosa pero sin poder alcanzar (debido a la transferencia) niveles adecuados de inversión en el PIB (sobre 20%). Ello implicaría conformarse con ritmos de crecimiento tendenciales bastante inferiores al 5.5% al año logrado durante 1950-80. (Véase de nuevo el Gráfico 4.) Si bien elevar el ahorro e inversión es normalmente considerado un problema de mediano y largo plazo, la política macroeconómica puede ser decisiva en la elevación de ésta última, sobre todo cuando se parte de una situación inicial de capacidad ociosa. De ahí que la recuperación deba ser liderada no sólo por las exportaciones (para superar la brecha externa), sino asimismo por la inversión (para superar esta brecha productiva).

En primer lugar, dado que la inversión privada suele ser complementaria con la inversión pública (sobre todo con la inversión en infraestructura), el ajuste del sector público debe centrarse en el gasto corriente, no en la inversión. Asimismo, en la medida en que la recuperación haga repuntar los ingresos públicos, estos recursos financieros habrán de destinarse

preferentemente hacia la inversión pública, lo que traerá consigo mayor inversión privada.

En segundo lugar, dado que la productividad de la inversión física depende de adecuados niveles de inversión en capital humano, cualquier recorte del gasto público debe evitar reducir los ya deprimidos niveles reales de inversión social.<sup>10</sup> Por cierto, consideraciones sociales y distributivas fortalecen este punto.

En tercer lugar, en la medida que el ajuste fiscal haga necesario recortar algún gasto en inversión, sería preferible --dada la estrechez de divisas-- que éste se concentrara en las inversiones intensivas en divisas. Ello establece una preferencia fuerte, a corto plazo, en contra de la inversión en maquinaria y a favor de las inversiones en infraestructura (que son en buena medida construcción) y en capital humano, por ser ambos más bien intensivos en recursos nacionales disponibles o inclusive no transables.

Cuarto, la necesidad de fomentar el ahorro y la inversión sugiere tanto los méritos de desalentar el consumo como los de fomentar la inversión. Ello apunta a una política tributaria que favorezca la reinversión de utilidades más que su distribución, así como impuestos progresivos a la renta que eximan los montos destinados a la inversión directa o financiera. Asimismo, y mientras no se superara la crisis, debería esforzarse para

---

<sup>10</sup> Conste sí que los salarios a los profesores, médicos y paramédicos podrían caer transitoriamente durante un ajuste sin afectar el nivel real efectivo de esta inversión social. No así a largo plazo, por cierto, pues entonces la calidad de ese servicio muy probablemente se deterioraría, como ha sido la triste experiencia de muchos países de la región.

limitar el aumento salarial general<sup>11</sup> al crecimiento de la productividad.

Finalmente, será necesario tomar medidas para sanear los debilitados sistemas financieros actuales, así como fortalecer la regulación de su gestión, para que éstos cumplan su función de captar ahorros y canalizarlos hacia la expansión de actividades productivas rentables (y no a salvar las empresas de rentabilidad insegura que conforman su cartera morosa y dudosa).

#### 4. La Reducción en la Transferencia de Recursos

El pago de intereses sobre la deuda externa presiona el déficit fiscal, agudiza la estrechez de divisas y reduce el ahorro e inversión nacionales. La reducción de su servicio es contrapartida indispensable para cualquier programa de ajuste. En países de alta inflación esto será necesario al menos por un tiempo para facilitar el equilibrio de las cuentas fiscales, y así permitir que se retome el control de la política económica. Sólo una vez controlada la inflación, será posible determinar cuánto puede ser servido permanentemente.

Así, hay países, como Brasil, con inflación de cuatro dígitos sin mayor estrechez de divisas, en que tal restricción en el

---

<sup>11</sup> Sin embargo, dado lo grave que la crisis ha golpeado los grupos de más bajos ingresos, los esfuerzos de austeridad han de eximir el 25% más pobre de la población que no sólo vive en pobreza abyecta sino que suelen recibir apenas 4% del ingreso nacional. Por el contrario, esfuerzos han de hacerse para que ellos recuperen lo perdido, para que se restaure este desequilibrio social junto a los demás equilibrios macroeconómicos. Mejorar su situación significará un esfuerzo de austeridad adicional pero no imposible de parte del 75% menos pobre de la población: por ejemplo, implica reducir la participación de estos últimos en el ingreso nacional de 96% a 95 ó 94% para elevar la del 25% más pobre en 25 a 50% (de 4 ó 5 ó 6% del PIB).

servicio puede ser más que nada transitoria, mientras se logre transferir recursos hacia el sector público en forma permanente. Otros países requerirán reducir el servicio por más tiempo para poder superar la estrechez de divisas y así evitar contraer más el producto, al menos hasta que las exportaciones crezcan en forma suficiente que permitan tanto importar lo suficiente para mantener un crecimiento mínimo como dejar un remanente para servir los intereses. Finalmente, otros necesitarán no sólo una reducción transitoria en la transferencia de recursos al exterior (mientras las cuentas fiscales se equilibren y las exportaciones crezcan) sino una reducción permanente, que permita que los niveles de inversión superen 20% del PIB y así permitan crecer a ritmos superiores a 5% al año.

Idealmente, tal reducción en la transferencia habría de ser convenida por todas las partes, dando mayor estabilidad y coherencia al programa de ajuste. Faltando eso, puede vislumbrarse que el FMI determinara cuánto sería el desequilibrio permanente al cual los países deberían ajustarse y exigir financiamiento a la banca por el resto (en lugar de, hasta ahora, obligar al país a ajustarse al financiamiento que la banca estuviese dispuesta a hacer); de no conseguirlo, el FMI comprometería sus recursos condicionándolos a un programa de ajuste razonable, en que los recursos no fuesen usados para pagar intereses sino para elevar la inversión, avalando de ese modo moratorias parciales.

Tal reordenamiento de prioridades permitiría un ajuste no recesivo, con costos menores y más simétricos entre deudores y acreedores, y devolvería al FMI su papel histórico de salvaguardar los intereses mayores de un comercio internacional más fluido, y no de subordinarlos a los intereses de los acreedores. Este reordenamiento de prioridades no será del agrado de los bancos acreedores, pero sólo un enfoque más simétrico permitirá solucionar el problema de la deuda y realizar

un ajuste en forma mínimamente costosa y conflictiva. Requiere que los participantes principales reconozcan que el problema de la deuda es un problema sistémico, y no sólo un problema específico de acreedores o deudores individuales.

### Anexo 1 - Transferencia de Recursos y Brecha Externa

Se transfieren recursos hacia el país (TR positivo) cuando la entrada neta de capitales, EK (nuevos créditos más inversión extranjera menos amortizaciones y ayuda externa) es superior al pago de factores, PF (intereses sobre la deuda externa más remesas de utilidades), como fue el caso hasta 1981. Inversamente, la transferencia es hacia el exterior (TR negativo) cuando la salida de divisas por concepto de pago de factores es superior a la entrada neta de capitales, como fue el caso, en general, desde 1982 en adelante.

La dirección y magnitud de la transferencia condiciona la disponibilidad de divisas, y por ello la capacidad de importar y crecer. Salvo a corto plazo, cuando el déficit de divisas puede saldarse con el uso de reservas debe cumplirse la siguiente relación:

(1) Divisas que Entran = Divisas que Salen

O sea, en términos prácticos (excluyendo partidas menores):

(2) Exportaciones(X) + Entrada Neta de Capitales(EK) = Importaciones(M) + Pago de Factores(PF)

∴ (3) (EK-PF) = (M-X) = TR (transferencia)

O sea, cuando hay una transferencia hacia el país,  $EK > PF$ , se puede importar más que lo que se exporta (por ejemplo, el déficit comercial alcanzó casi US\$13 000 millones en 1981); inversamente, una transferencia hacia el exterior ( $EK < PF$ ) obliga a importar menos de lo que se exporta (a partir de 1983, el balance comercial es superavitario del orden de US\$30 000 millones). Se desprende que de reducirse la transferencia desde el exterior deben caer las importaciones y/o aumentar las exportaciones:

(4)  $\downarrow TR = \downarrow (EK-PF) \implies \downarrow (M-X) \implies \downarrow M \text{ y/o } \uparrow X$

Mientras mayor y más abrupta la reducción en la transferencia, mayor tenderá a ser el recorte en importaciones,



pues se puede reducir el gasto de inmediato todo lo necesario, (mientras que la expansión de exportaciones requiere tiempo (para que puedan madurar las inversiones y penetrar nuevos mercados).

En 1982-83 la región sufrió una fuerte reducción en la transferencia de recursos, la mayoría de países pasando a transferir recursos al exterior (sólo en cinco se elevó la transferencia hacia el país --Guatemala, Haití, Perú y, en forma significativa, El Salvador y Nicaragua). Sin embargo, como en 1982-83 los términos de intercambio también cayeron en casi toda la región, todos menos Colombia fueron obligados a ajustarse. Por la magnitud y lo abrupto, el grueso del ajuste se hizo por medio de una reducción en el cuántum de importaciones ( $\nabla TR \approx \nabla M$  quantum), con un efecto contractivo más severo mientras mayor el recorte en importaciones ( $\nabla PIB \approx \nabla M$  quantum). Pese a la simpleza del argumento --pues muchos factores inciden tanto en la caída del cuántum de importaciones (los términos de intercambio, los stock de importaciones anteriores...) como en la caída del producto (en especial, la inflación desatada con la crisis...)-- ambas relaciones son estadísticamente significativas. (Ver el Cuadro.)

VUELCO EN LA TRANSFERENCIA, CAIDA DEL QUANTUM DE IMPORTACIONES E IMPACTO SOBRE LA PRODUCCION, 1982-83(a)

	var TR/PIB		var Mq		var PIB
Chile	-18.9	México	-39.5	Uruguay	-16.6
Uruguay	-18.0	Chile	-27.7	Argentina	-14.9
Venezuela	-10.3	Uruguay	-26.0	Chile	-14.1
México	-9.3	Argentina	-24.0	Perú	-11.7
Paraguay	-8.2	Ecuador	-21.2	Bolivia	-11.1
Costa Rica	-8.1	Guatemala	-20.9	Venezuela	-6.7
Ecuador	-7.8	Perú	-16.7	Guatemala	-6.1
Rep. Dominicana	-7.4	Venezuela	-15.6	El Salvador	-5.1
Argentina	-5.2	Paraguay	-15.0	México	-4.9
Brasil	-4.5	Brasil	-14.1	Costa Rica	-4.7
Colombia	-4.2	Nicaragua	-10.9	Paraguay	-3.6
Honduras	-0.8	Bolivia	-10.5	Haití	-2.6
Bolivia	-0.2	Haití	-7.9	Honduras	-1.8
Perú	0.5	El Salvador	-7.0	Brasil	-1.4
Haití	1.0	Honduras	-6.1	Ecuador	0.0
Guatemala	1.6	Rep. Dominicana	-5.8	Colombia	3.0
El Salvador	4.6	Costa Rica	-4.6	Nicaragua	4.0
Nicaragua	5.8	Colombia	3.8	Rep. Dominicana	6.5

$$\text{var } Q \text{ Imp} = -11 + 0.7 \text{ var TR/PIB}$$

$$r^2 \text{ ajustado} = 18\%$$

$$t = 2.2 \text{ (significativo al } 5\%)$$

$$\text{var PIB} = 0.13 + 0.35 \text{ var } Q \text{ Imp}$$

$$r^2 \text{ ajustado} = 26\%$$

$$t = 2.6 \text{ (significativo al } 5\%)$$

(a): Se relacionan la variación en la transferencia entre 1981 y 1983 con la variación en el quantum de importaciones y del producto interno bruto para el mismo período, salvo para Argentina en que el período de referencia es 1980-82 por iniciarse la crisis un año antes

Anexo 2 - Costos de la Inflación y Riesgos  
Recesivos de la Estabilización

Tanto los costos de la inflación como los riesgos recesivos de un programa de estabilización varían según la inflación, sea ésta ocasional, persistente o aguda en vías de hiperinflación. (Véase el Gráfico.)

Los costos de la inflación suelen tener una forma sinusoidal. Son proporcionales a la tasa, mientras ésta sea inesperada. En cambio, en la medida que la inflación se hace persistente, las expectativas inflacionarias generan mecanismos de indización que en gran parte eliminan la caída salarial, déficit en balance de pagos y merma del ahorro normalmente asociados con la inflación (ocasional). En efecto, estos impactos negativos sobre la asignación de recursos y la distribución de ingresos se deben no tanto a la tasa de inflación en sí, sino a la diferencia entre la esperada y efectiva. Por ello, la inflación persistente y alta, incluso a ritmos cercanos a los tres dígitos, puede ser compatible con un crecimiento satisfactorio, y en ese sentido ser tolerable, siempre que sea relativamente estable (y así baja la brecha entre la inflación esperada y efectiva). Sin embargo, los costos se hacen intolerables si la inflación es aguda en vías de hiperinflación, pues se reducen los plazos de los contratos y con ello el horizonte de planificación, con lo que el cálculo económico se dificulta enormemente. Además, la huida general de la moneda nacional provoca regresión hacia el trueque (cuando se va a bienes) y un sobresalto en el tipo de cambio (cuando se va a divisas).

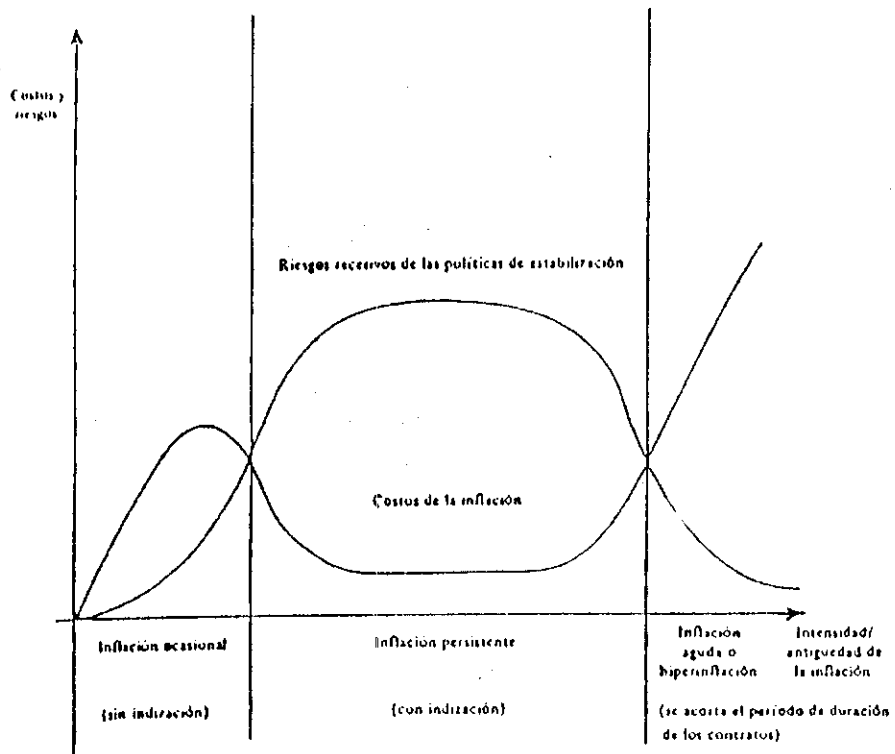
En cambio, los riesgos recesivos de un programa anti inflacionario tienen la forma de una U invertida. Puesto que las expectativas son inexistentes (en inflación ocasional) o poco consolidadas (en hiperinflación), los riesgos recesivos son

relativamente bajos. De ahí que las estabilizaciones menos recesivas (Costa Rica 1982, Bolivia 1985) han tendido a darse en estos dos tipos de inflación. Por el contrario, las mismas expectativas y mecanismos de indización que hacen tolerable una inflación persistente, rigidizan los precios frente a una desaceleración en la demanda agregada, con lo que el riesgo recesivo es alto (véanse los casos de estabilización recesiva en Argentina y Chile a mediados de los años 70).

Las implicaciones para la política económica son claras. Puesto que los costos de una inflación ocasional son altos y crecientes, mientras que los riesgos recesivos son menores, debe combatirse rápidamente antes que se prolongue y se generen mecanismos de indización que dificulten su posterior reducción. Asimismo, los enormes costos económicos que conlleva la hiperinflación, como también las amenazas que entraña para la estabilidad política, explican por qué un programa de estabilización se hace imperioso en tal situación. Por el contrario, como los mecanismos de indización hacen tolerable vivir con inflación persistente, así como hacen riesgoso de recesión un programa de estabilización, tales programas tienden a postergarse hasta no concitar el apoyo de los grupos sociales mejor organizados.

Figura 1

**COSTOS RELATIVOS DE LA INFLACION Y RIESGOS DE  
LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION**



### Anexo 3 - Programas Heterodoxos de Estabilización

#### Diagnóstico

Argentina (1985), Israel (1985), Perú (1985), Brasil (1986) y México (1987) introdujeron programas de estabilización que además de las políticas tradicionales de control de demanda agregada, enfatizaban el uso de políticas de precios, ingresos y desindización (por eso se llaman heterodoxos). Las primeras políticas atacan las presiones inflacionarias básicas o desequilibrantes, mientras que las segundas atacan los mecanismos de propagación que hacen que la inflación persista (el componente inercial o de equilibrio). A altos ritmos de inflación --y en los cinco casos la inflación superaba los dos dígitos mensuales-- el componente inercial es crítico.

En inflaciones crónicas, los productores fijan sus precios según sus costos esperados, los cuales (salarios, tasa de interés, insumos importados...) incorporan la inflación esperada directamente (vía indización) o indirectamente (vía expectativas). Así, en la medida que se espere una inflación semejante a la pasada, se reproducirá la inflación hacia adelante, obligando a las autoridades a expandir la cantidad de dinero consonante con la inflación esperada. Un control de la demanda agregada que no ataque este componente inercial --desindizando contratos y alterando expectativas-- será recesivo.

#### Instrumentación

Central en los cinco planes heterodoxos fue el control de los precios básicos de la economía, logrado por concertación social en Israel y México y por decreto en los demás; ello incluyó salarios, tipo de cambio, tarifas públicas y los precios de muchos productos específicos, especialmente industriales. Salvo

en México, en que la implementación fue más gradual, en los demás hubo un congelamiento inicial, después, sí, de un periodo previo de reajuste relativo de los precios más rezagados.

Para minimizar el impacto redistributivo aleatorio que tendría sobre contratos (financieros, arriendo, salarios) acordados días previos al congelamiento y que anticipaban la continuación de la alta inflación vigente (15-30% al mes), se efectuó una ingeniosa reforma monetaria (Argentina, Brasil y Perú) en que el valor de la moneda nueva crecía en términos de la vieja a un ritmo igual a la inflación mensual pasada. De ese modo, con una sola medida se mantenía el valor real de todos los contratos, sin necesidad de modificar cada contrato según el tiempo que le faltaba por vencer.

Finalmente, se introdujeron medidas de reducción del déficit --elevación de tarifas públicas; recorte de subsidios alimenticios y transporte; y algunos nuevos impuestos. Estas fueron insuficientes en Argentina. En Brasil y Perú fueron acompañadas por otras políticas que en neto desajustaron aún más la demanda (elevación de salarios reales y aumentos de subsidios). En parte a base de la experiencia negativa de Argentina, Brasil y Perú, México optó por controlar su déficit (el operacional) antes de "concertar" precios y salarios, en lugar de intentar hacerlo en forma simultánea como Argentina e Israel.

#### Resultados

Bajó la inflación drásticamente y de inmediato --sin mayor contracción económica--, lo que generó confianza y credibilidad en el programa. Sin embargo, los resultados fueron efímeros en Brasil y Perú por el desajuste en la demanda --que eliminó el superávit comercial inicial y eventualmente reacceleró la inflación. A la postre, fracasó también en Argentina por la insuficiencia de las medidas para controlar el déficit fiscal,

problema que fue agravado por el deterioro en los términos de intercambio y la caída en la producción de trigo y la consiguiente presión sobre el tipo de cambio. El Plan Mexicano ha sido exitoso en cuanto al control del déficit primario (exclusivo de intereses), pero su éxito definitivo parece sujeto a la estabilidad cambiaria y la superación de la brecha externa. El acuerdo con los acreedores redujo por un tiempo la presión sobre el tipo de cambio y la necesidad de una elevada tasa de interés doméstica para defenderlo (con sus consiguientes elevados gastos financieros), pero si no se logra revertir el deterioro de su balance comercial, el plan puede no resultar duradero.

	Control de Precios y Salarios	Control de la Demanda Agregada	Superación de Desequi- librio Externo	Resultados
Israel	Sí (concertado)	Sí	Sí (Ayuda U.S.A.) Duradero sin recesión.	
México	Sí (concertado)	Sí (Déficit operacional eliminado antes del Plan)	? (acuerdo con Banca)	?
Argentina	Sí (concertado)	Insuficiente	No. Insuficiente. (Shock externo negativo en 1986)	Efímeros
Brasil	Sí (concertado)	No (desajuste)	No. (Superávit inicial + mejora en términos de intercambio eliminado por desajuste en demanda)	Efímeros
Perú	Sí (concertado)	No (desajuste)	No. (La reducción unilateral de pagos de intereses ayudó pero el desajuste de demanda eliminó el superavit comercial y agotó las reservas)	Efímeros

Sólo el plan heterodoxo Israelí, pues, ha sido definitivamente exitoso en reducir la inflación sin provocar recesión. Y ello se debe no sólo a su adecuado control de la

demanda agregada y la concertación de precios y salarios sino al fuerte apoyo financiero adicional para el plan de parte del gobierno norteamericano (equivalente a más de 3½ del PIB durante tanto 1985 como 1986) --divisas que si bien no se tuvieron que usar, frenaron todo intento de corrida contra el tipo de cambio. De hecho, es sugerente que de los cinco países, es el único con una transferencia neta de recursos hacia adentro, y de magnitud importante (y que aumentó en los dos años 1985-86).

Las cinco experiencias muestran que una política de precios e ingresos puede ser efectiva en reducir la inflación (el componente inercial) sin producir recesión, pero no es duradero si no va acompañada por políticas que atacan los "fundamentales" --la demanda agregada y el desequilibrio externo. La superación de la brecha externa dependerá tanto de políticas internas como de los acuerdos logrados con la banca, el apoyo de organismos multilaterales y países centrales, y, por cierto, de la evolución favorable o no del contexto externo en general (términos de intercambio, tasas de interés internacional, depreciación del dólar...).



Anexo 4 - Déficit Nominal, Operacional  
e Inflación Inercial

El déficit público no sólo genera emisión y así presiones inflacionarias, sino la inflación también eleva el déficit (convencional), ya que en este se contabiliza el total de los intereses como gastos corrientes, lo que es válido sólo para inflación cero. En efecto, con inflación se eleva la tasa de interés, con lo que los pagos por concepto de intereses suben más rápidamente que la inflación, ampliando el déficit: así con inflación de 25% (caso 2 abajo), el déficit convencional es de 4% pero la deuda real, desciende de 20 a 16% del PIB, por lo que el déficit se origina totalmente por haber, en efecto, amortizado la deuda; y con inflación 100% (caso 3), el déficit convencional es de 10%, pero corresponde a una reducción en la deuda real de 10% del PIB. O sea, los pagos de interés tienen 2 componentes: uno, los pagos de intereses reales  $[i_r D(1+\pi)]$  que corresponde al uso de los fondos (un gasto corriente); el otro,  $\pi D$ , que corresponde a la pérdida del valor real de la deuda por inflación (o sea, representa, en la práctica, un gasto de capital en amortización acelerada de la deuda). Como, en general, el déficit que genera aceleración inflacionaria es esa parte que no puede ser financiada por endeudamiento interno --a un nivel de deuda real constante--<sup>12</sup>, el déficit que eleva la emisión y, por lo tanto, debe ser activamente reducido en un programa de estabilización es ese (el "operacional") que excluye el componente inflacionario de los pagos de intereses; pues estos últimos pagos suelen ser financiados vía mayor endeudamiento nominal, y desaparecen automáticamente en la medida que la inflación caiga. Si fuera cero, como en este ejemplo, tendríamos un caso de inflación

---

<sup>12</sup> Por cierto, el déficit operacional registra adecuadamente la presión que ejerce sobre la inflación la necesidad de financiamiento adicional del sector público, siempre que el sector privado no quiera reducir su acervo real de deuda pública.

completamente "inercial" --en que los precios, costos (salario, tipo de cambio, intereses...) y cantidad de dinero crecen en forma igual al pasado reciente, pero en que si todos los precios y costos se pararan en forma simultánea, no habría déficit, ni por lo tanto emisión, ni por lo tanto exceso de demanda, lo que igualaría la oferta y demanda a inflación cero. Obviamente, de haber un déficit operacional, habría que acompañar la política de desindexación de precios e ingresos con una reducción en el componente operacional del déficit.

	<u>Caso 1</u>	<u>Caso 2</u>	<u>Caso 3</u>
1. Inflación	0	25 %	100%
2. $i$ real ( $i_r$ )	10%	10 %	10%
3. $i$ nominal $= (1+i_r)(1+\pi) - 1 = (i_r + \pi)$	10%	37.5%	120%
<hr/>			
4. PIB	100	125	200
5. Deuda(D)	20	20	20
6. Ingresos Fiscales (plenamente indexados)	20	25	40
7. Gastos			
a) Remuneraciones	12	15	24
b) Compra de bienes y servicios	4	5	8
c) Intereses ( $i_n D$ )*	2	7.5	24
i) $\pi D$	0	5.0	20
ii) $i_r D(1+\pi)$	2	2.5	4
d) de Capital	2	2.5	4
8. Déficit Convencional=(Gastos(7)-Ingresos(6))	0	5	20
9. Déficit Convencional/PIB	0%	4%	10%
10. Deuda/PIB	20%	16%	10%
11. Déficit Operacional=Déficit Op(8)- $\pi D$	0	0	0
12. Déficit Operacional/PIB	0%	0%	0%

\*/ Como  $i_n = (1+i_r)(1+\pi) - 1 = [\pi + i_r(1+\pi)]$ ,  
 $i_n D = \pi D + i_r D(1+\pi)$

El primer término corresponde al pago que compensa la desvalorización de la deuda por inflación; el segundo corresponde al pago por intereses reales.

Cuadro 1

AMERICA LATINA: INFLACION, DESEQUILIBRIO EXTERNO  
Y CRECIMIENTO 1950-88

(Promedios anuales por período)

	1950-54	1955-59	1960-64	1965-69	1970-74	1975-79	1980-81	1982-88
1. Tasa Anual de Crecimiento del PIB/habitante	2.0	1.9	2.8	2.7	4.3	3.1	1.0	-0.8
2. Tasa Anual de Inflación	13	17	25	19	23	50	57	240
3. Déficit en Cuenta Corriente/PIB	0.3	0.7	0.6	0.8	1.5	3.2	4.6	1.2 <sub>b/</sub>
4. Entrada Neta de Capitales/PIB	0.4	0.7	0.5	1.0	2.3	4.4	4.5	1.4
5. Transferencia <sup>a/</sup> neta de recursos/PIB	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	0.3	1.4	1.5	-4.0

a/ + : transferencia hacia América Latina; - : transferencia hacia el exterior. b/ 1983-88, ya que gran parte del ajuste no estaba completo en 1982 y aún se financiaba con reservas.

Cuadro 2

AMERICA LATINA: INFLACION Y CRECIMIENTO POR PAIS  
1980-89<sup>1/</sup>

	Inflación Tasa Anual Media	Crecimiento del PIB Tasa Anual Media
Nicaragua	4 540	-1.3
Bolivia	1 110	-0.7
Argentina	640	-1.5
Perú	580	-0.8
Brasil	350	1.9
México	70	1.2
Uruguay	57	-0.4
Ecuador	40	2.1
Costa Rica	28	2.1
Venezuela	26	-0.2
Colombia	23	3.5
República Dominicana	22	2.5
Chile	21	2.7
Paraguay	20	3.0
El Salvador	19	-0.6
Guatemala	12	0.5
Honduras	6	1.8
Haití <sup>2/</sup>	5	0.5
Panamá <sup>2/</sup>	3	2.7

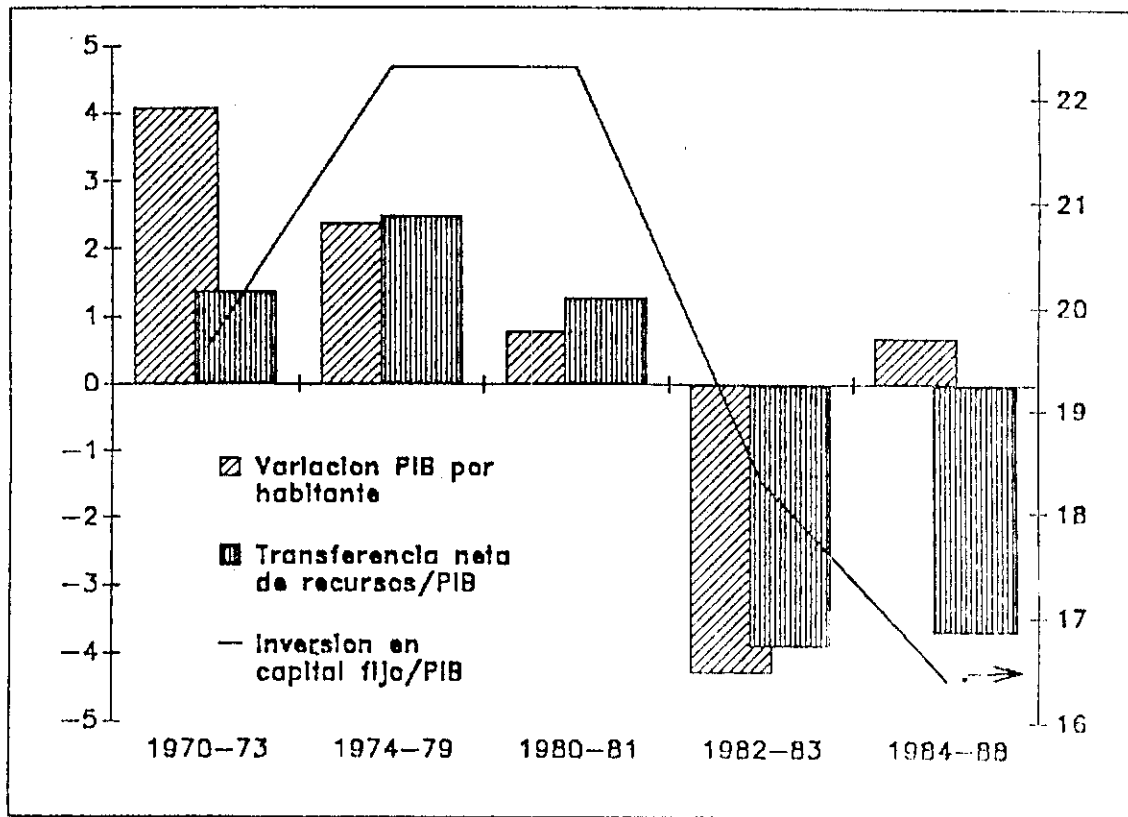
1/ Estimaciones preliminares para 1989:

2/ 1980-87, pues 1988 y 1989 fueron afectados por un factor ad hoc, el bloqueo de Estados Unidos.

Resultados de la regresión

$$\begin{aligned} \text{Crecimiento del PIB} &= 2.9 - 1.1 \log \text{inflación} \\ r^2 &= 36\% \\ t &= 3.1 \text{ (significativo al 1\%).} \end{aligned}$$

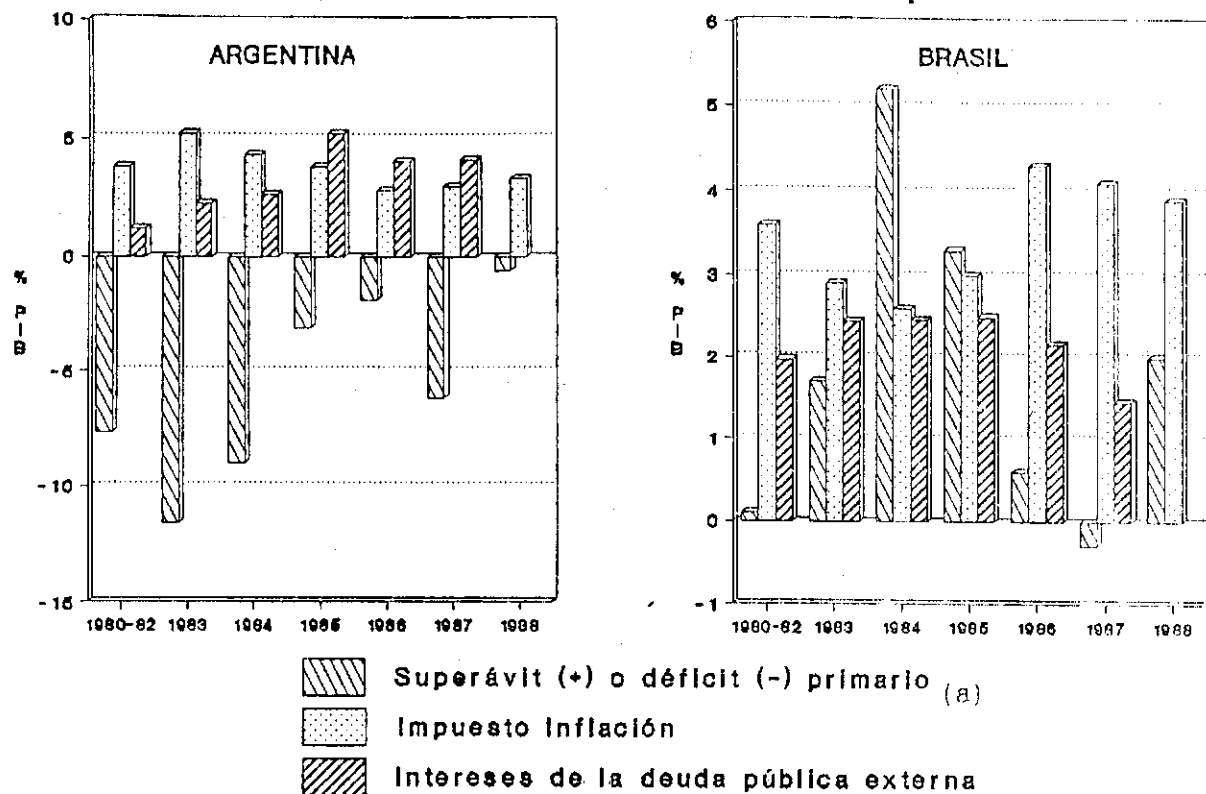
Grafico 1  
 AMERICA LATINA: PRODUCTO INTERNO BRUTO POR HABITANTE  
 TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS/PIB E  
 INVERSION BRUTA EN CAPITAL FIJO/PIB  
 (Porcentajes medios anuales)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Gráfico 2

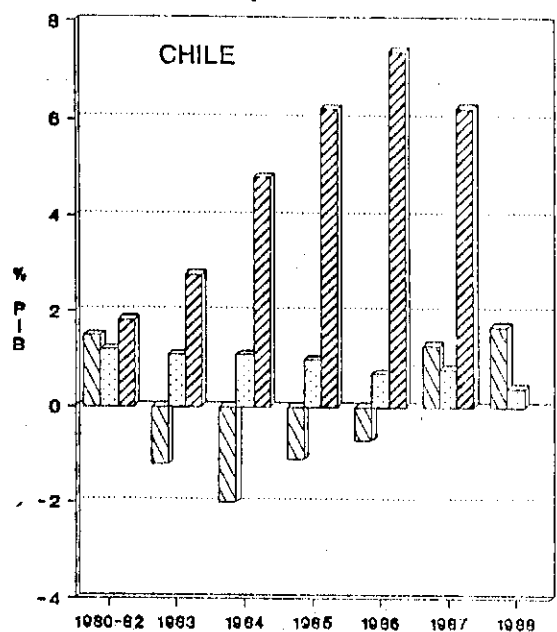
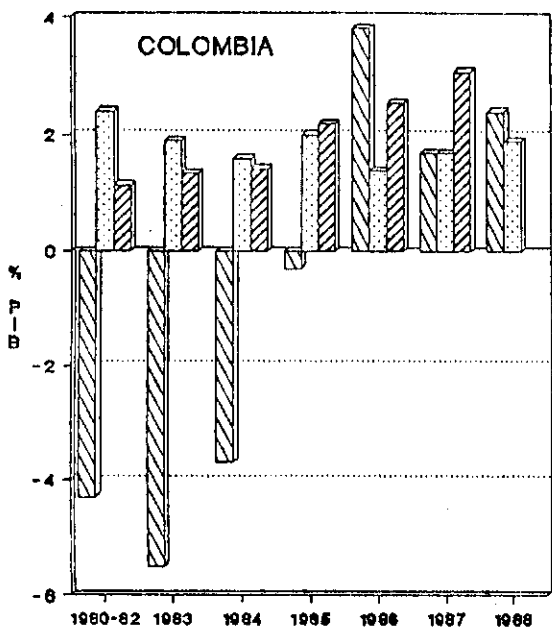
**Saldo primario del sector público no financiero consolidado  
Impuesto Inflación e Intereses de la deuda pública externa**



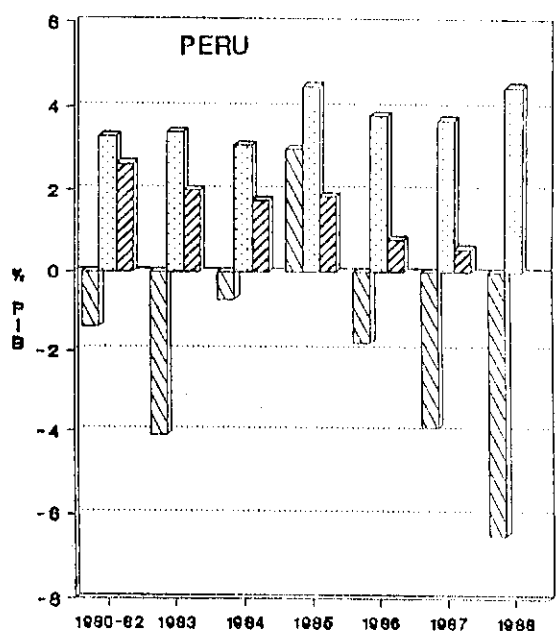
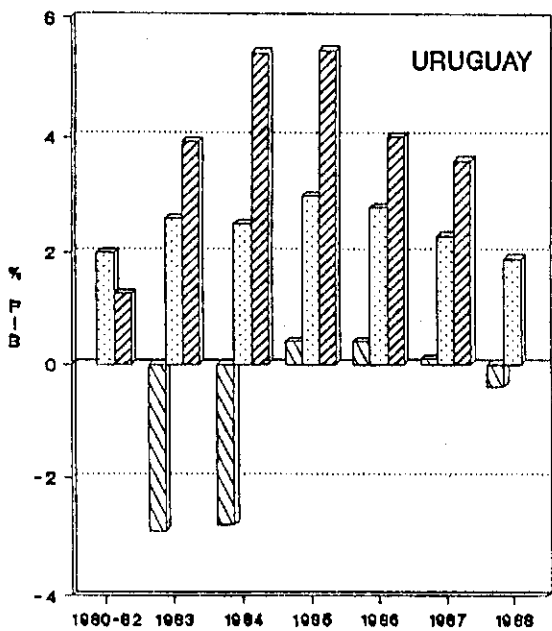
(a) El saldo primario del sector público financiero es la diferencia entre ingresos totales y gastos exclusivos del pago de los intereses, sea sobre la deuda externa o interna.

Gráfico 2 (Concl.)

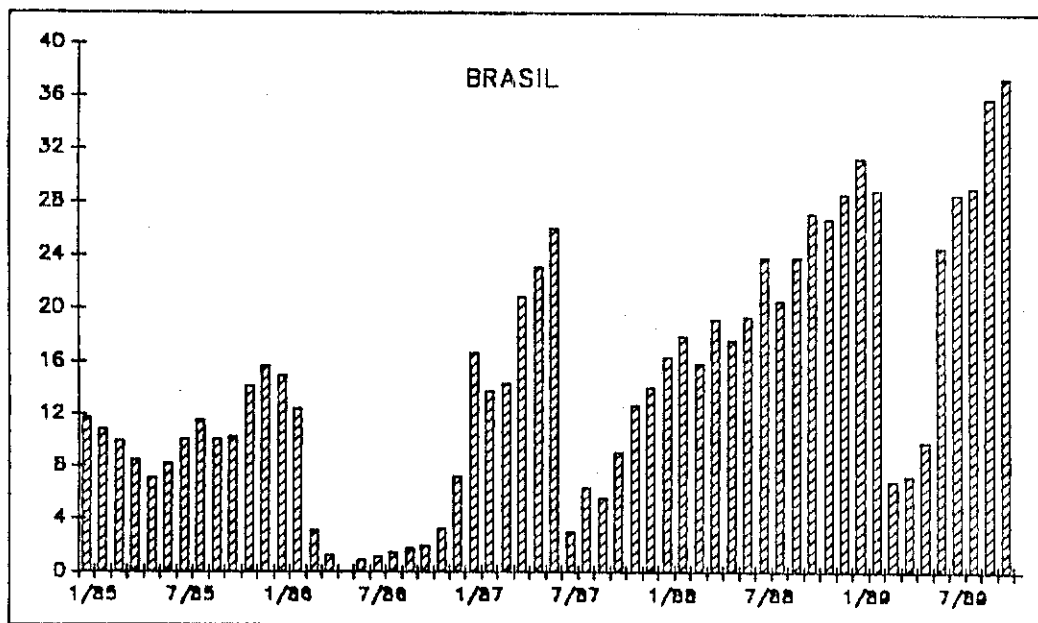
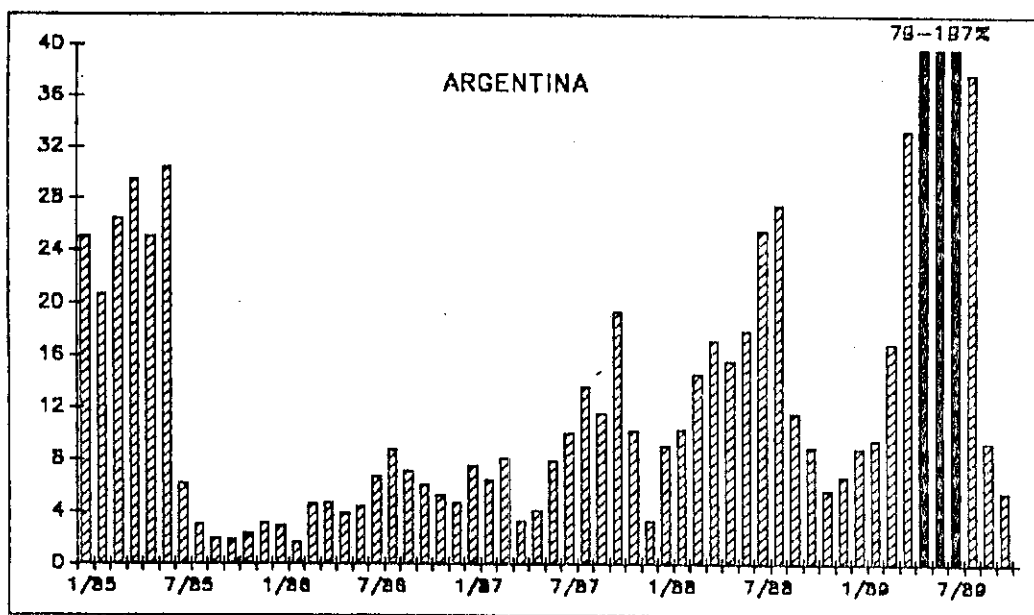
**Saldo primario del sector público no financiero consolidado  
Impuesto Inflación e Intereses de la deuda pública externa**



- Superávit (+) o déficit (-) primario
- Impuesto Inflación
- Intereses de la deuda pública externa



**Gráfico 3**  
**VARIACIONES MENSUALES DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR EN**  
**ARGENTINA Y BRASIL**  
**(Porcentajes)**



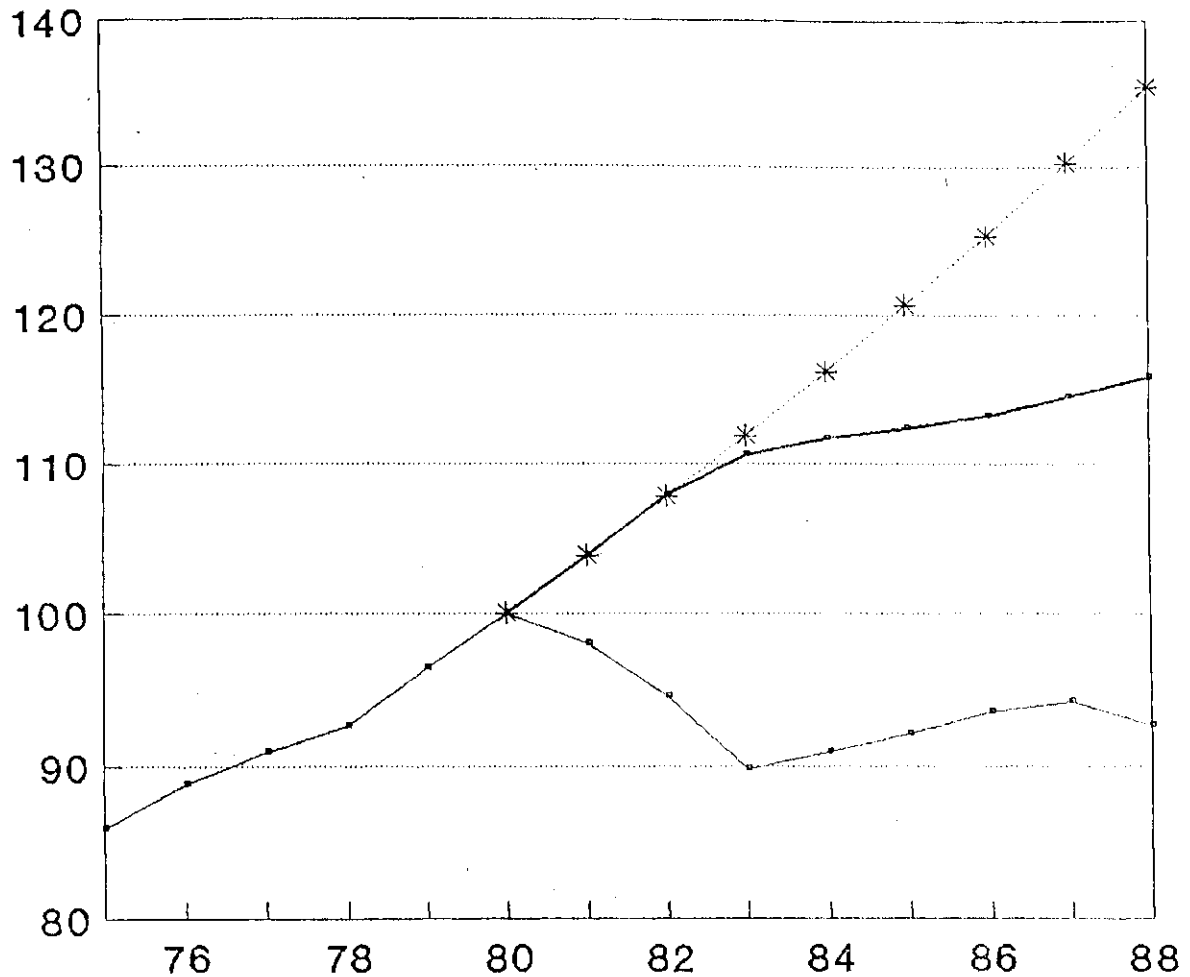
Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.



Gráfico 4

## América Latina 1975-1988

### PIB efectivo, potencial y tendencial por habitante



(1980 = 100)

—•— PIBH

— PIBH potencial

—\*— PIBH tendencial

Nota: el PIB potencial se calcula aplicando la relación marginal capital/producto de los setenta (2.03). El PIB tendencial supone se mantiene la Inv. neta del 75-80 (12.0)