

Distr.  
RESTRINGIDA

LC./R.1469  
30 de diciembre de 1994

ORIGINAL: ESPAÑOL

---

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

SHOCK EXTERNO Y DESEQUILIBRIO FISCAL.  
LA MACROECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA EN LOS OCHENTA.  
LOS CASOS DE ARGENTINA, BOLIVIA, BRASIL, COLOMBIA, CHILE Y MEXICO\*

\* Este documento fue elaborado por los consultores de la División de Desarrollo Económico señores Mario Damill, José María Fanelli y Roberto Frenkel. Las opiniones expresadas en este trabajo, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

94-12-1593

**SHOCK EXTERNO Y DESEQUILIBRIO FISCAL.  
LA MACROECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA EN LOS OCHENTA.  
LOS CASOS DE ARGENTINA, BOLIVIA, BRASIL, COLOMBIA, CHILE Y MEXICO\***

\* Este documento fue elaborado por los consultores de la División de Desarrollo Económico señores Mario Damill, José María Fanelli y Roberto Frenkel. Las opiniones expresadas en este trabajo, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

94-12-1593

## ÍNDICE

	<i>Página</i>
PREFACIO .....	1
<b>I. LA MACROECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA: DE LA DEUDA A LAS REFORMAS ESTRUCTURALES .....</b>	<b>3</b>
A. Introducción .....	3
B. Shock externo y desequilibrio fiscal: la macroeconomía de América Latina desde la crisis de la deuda .....	6
C. La crisis de la deuda y las restricciones para los noventa .....	31
D. A modo de conclusión: los desafíos macroeconómicos para los noventa .....	40
Anexo estadístico .....	49
<b>II. EL CASO DE ARGENTINA .....</b>	<b>67</b>
A. Introducción .....	67
B. Las condiciones macroeconómicas a comienzos de los ochenta y las etapas de la evolución posterior .....	67
C. La brecha externa .....	73
D. La brecha fiscal .....	76
E. Ahorro, inversión y financiamiento .....	79
<b>III. EL CASO DE BOLIVIA .....</b>	<b>93</b>
A. Introducción .....	93
B. Las condiciones macroeconómicas al comienzo de los ochenta ..	94
C. La brecha externa .....	96
D. La brecha fiscal .....	102
E. Ahorro, inversión y crecimiento .....	108
Anexo I - Comentarios sobre la información utilizada en el trabajo .....	133
<b>IV. EL CASO DE BRASIL .....</b>	<b>135</b>
A. Introducción .....	135
B. Las condiciones macroeconómicas a comienzos de los ochenta y las etapas de la evolución posterior .....	135
C. La brecha externa .....	141

	<i>Página</i>
D. La brecha fiscal .....	145
E. Ahorro, inversión y crecimiento .....	151
V. EL CASO DE COLOMBIA .....	173
A. Introducción .....	173
B. Las condiciones macroeconómicas a comienzos de los ochenta y las etapas de la evolución posterior .....	173
C. La brecha externa .....	179
D. La brecha fiscal .....	182
E. Ahorro, inversión y crecimiento .....	187
VI. EL CASO DE CHILE .....	203
A. Introducción .....	203
B. Las condiciones iniciales y las etapas del ajuste en los ochenta .....	203
C. Restricción externa y desequilibrio macroeconómico .....	210
D. La brecha fiscal, las políticas públicas y el ajuste macroeconómico .....	213
E. Una evaluación macroeconómica del proceso de ajuste chileno .....	218
VII. EL CASO DE MÉXICO .....	231
A. Introducción .....	231
B. Las condiciones iniciales y las etapas del ajuste en los ochenta .....	231
C. Restricción externa y desequilibrio macroeconómico .....	242
D. La brecha fiscal, las políticas públicas y el ajuste macroeconómico .....	244
E. Ahorro, inversión, financiamiento y equilibrio macroeconómico .....	246
BIBLIOGRAFÍA .....	257

## **PREFACIO**

Los trabajos compilados en este volumen constituyen estudios de casos realizados por un equipo de investigadores del CEDES, formado por Mario Damill, José María Fanelli y Roberto Frenkel, para la CEPAL sobre la evolución macroeconómica de Argentina, Brasil, Bolivia, Colombia, Chile y México, en la década de los años ochenta y al iniciarse la de los noventa.

Los estudios fueron realizados siguiendo un esquema conceptual común, que destaca las relaciones entre las brechas externa, fiscal y de ahorro-inversión. Se analizan, en todos los casos, las condiciones macroeconómicas a comienzos de los ochenta, para examinar luego en detalle los procesos de ajuste externo, la evolución de la brecha fiscal y la de la inversión, el ahorro y las relaciones de financiamiento entre los sectores público, privado y externo.

En el curso del análisis, se estudia la manera en que la estabilidad y el crecimiento fueron afectados por los desequilibrios abiertos por la crisis de la deuda y por los mecanismos de amplificación de los mismos. El objetivo final fue el de identificar las restricciones que la crisis y el ajuste posterior dejaron para la potencialidad de crecimiento en los años noventa, tanto en términos de estructura como de la dinámica macroeconómica.

## I. LA MACROECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA: DE LA CRISIS DE LA DEUDA A LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

### A. INTRODUCCIÓN

En este trabajo analizamos la evolución macroeconómica de la región latinoamericana en la década pasada y en los primeros años noventa, considerando los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica y México. En primer lugar, luego de esta introducción, se examina el comportamiento de los desequilibrios externo y fiscal en las economías mencionadas. Posteriormente, en la sección tercera, se estudia la manera en que la estabilidad y el crecimiento fueron afectados por la persistencia y la amplitud de dichos desequilibrios -abiertos por la crisis de la deuda- y por los mecanismos de amplificación de los mismos. El objetivo es identificar las restricciones que la crisis y el ajuste posterior dejaron para la potencialidad de crecimiento en los noventa, tanto en términos de estructura como de dinámica macroeconómica. En la cuarta sección, a modo de conclusión, se hace una evaluación de la pertinencia de las reformas actualmente en curso para reestructurar las economías, desactivar los factores de inestabilidad y recuperar el crecimiento.

Como es bien conocido, la dinámica macroeconómica de los países latinoamericanos fue profundamente afectada por una sucesión de shocks externos negativos a fines de los años setenta y comienzos de los ochenta. Al impacto de la acentuada suba de las tasas de interés internacionales a partir de 1979 se sumó una fuerte y generalizada declinación de los términos del intercambio, que adquirió marcada intensidad entre 1980 y 1982.

Tales shocks gravitaron en forma perceptible en los balances de pagos y también en las cuentas fiscales de la región: los requerimientos de ahorro externo se incrementaron en forma acentuada, al tiempo que las cuentas públicas tendían a desmejorar generalizadamente<sup>1</sup>. La notoria ampliación de los desequilibrios externo y fiscal dificultó grandemente o hizo inviable la continuidad de las estrategias basadas en la acción del estado como "locomotora del crecimiento", que habían estado vigentes desde mediados del siglo.

Las respuestas iniciales consistieron en general en medidas de política comercial, orientadas a mejorar el saldo del intercambio de bienes y compensar de ese modo el deterioro del balance de pagos originado en la cuenta de servicios financieros. Estas incluyeron con

---

<sup>1</sup> La tasa Prime en los EE.UU., por ejemplo, que había fluctuado entre 6 y 8% anual hasta mediados de 1978, subió abruptamente, superando el 20% hacia fines de 1980. Se ubicó por sobre 18% anual, en promedio, en 1981. La LIBOR siguió una trayectoria semejante. Los países latinoamericanos fueron, además, afectados por caídas significativas de la relación de precios del intercambio de bienes y servicios, las que con frecuencia oscilaron en torno de 20% entre 1980 y 1982, o fueron aún más intensas, como en el caso de Chile (-25%). Como consecuencia de las subas de las tasas de interés, el saldo (negativo) de la cuenta de pagos al exterior por servicios de factores se amplió fuertemente: entre 1980 y 1982 lo hizo en cifras del orden de 4 puntos del PBI en Chile y en Argentina, de alrededor de 3 puntos en México, de 2% del PBI en Bolivia, 2% en Brasil, 1% en Colombia, y de 15% en Costa Rica. De este modo, la relación entre el ingreso nacional y el PBI sufrió en todos los casos declinaciones significativas. El efecto impacto de las subas de las tasas de interés gravitó además en forma directa sobre las cuentas fiscales, al incrementar la carga de los servicios de la deuda pública.

frecuencia restricciones a las importaciones, que se combinaron con medidas monetarias y de manejo de la deuda pública dirigidas a facilitar la financiación de los desbalances fiscal y externo antes que a ajustar el nivel de la absorción doméstica al sendero declinante del ingreso nacional.

Sin embargo, el nuevo shock que siguió a la cesación de pagos de México en agosto de 1982, en la forma de un marcado racionamiento del crédito voluntario hacia la región, impidió que la estrategia de financiar dichos desequilibrios recurriendo a fuentes externas de fondos pudiese sostenerse. Las economías latinoamericanas se vieron entonces forzadas a ingresar, de manera casi simultánea, en una segunda fase en los ochenta: iniciaron drásticos procesos de ajuste, basados generalmente en masivas devaluaciones y medidas dirigidas a reducir la absorción doméstica, en particular el gasto público. En esta nueva etapa las economías de la región alcanzaron grados de éxito diversos, tanto en lo que se refiere a la medida en que lograron recomponer los equilibrios macroeconómicos básicos cuanto al costo del ajuste (en términos de recesión, inflación, desintermediación financiera, desempleo, caída de salarios) y a la persistencia de los logros. Así lo revelaría la multiplicidad de senderos macroeconómicos observables en la segunda mitad de los ochenta.

Más tarde, en los primeros años noventa, esta diversidad se manifestaría también en diferentes formas de respuesta ante el giro favorable del contexto financiero internacional y el cambio de signo de los flujos de capitales.

Dos características distintivas de los desequilibrios presupuestarios y de balance de pagos de las economías latinoamericanas en los ochenta fueron la amplitud y la persistencia. El concepto de "brecha", que se utilizará en las secciones siguientes para el análisis de los distintos casos nacionales, trata de resaltar justamente esas características. Una brecha es una situación de desequilibrio que tiende a permanecer en el tiempo debido a la debilidad de los mecanismos económicos que deberían producir su autocorrección. De tal forma, la utilización del concepto indica que no se supone *a priori* la estabilidad en el funcionamiento de la economía a nivel agregado. Que los desequilibrios asuman o no el carácter de explosivos -que perduren o se amplíen en el tiempo o bien que, por el contrario, tiendan a desaparecer- depende de las propiedades estructurales particulares de cada economía, de las políticas específicas que las autoridades pongan en práctica para "cambiar los parámetros del modelo" a fin de desactivar las fuentes de inestabilidad (vgr. reforma fiscal o monetaria para evitar la hiperinflación) y del contexto internacional exógeno (condiciones de la negociación con los organismos internacionales, grado de acceso a los mercados de capital foráneos, evolución de los términos del intercambio).

Mientras las brechas fiscal o externa están "abiertas", los impulsos desestabilizadores que se originan en ellas tienden a transmitirse al resto de la economía. De tal forma, la persistencia de los desbalances no sólo se explica por su magnitud sino también porque mediante los mecanismos de transmisión que operan a través del sistema de precios y de las relaciones financieras tienden a producirse desequilibrios adicionales en la estructura económica; es posible que los impulsos desestabilizadores originados en esos nuevos desbalances realimenten los factores de amplificación de las brechas. Ejemplos típicos de esta clase de dinámica "perversa" son el efecto Olivera-Tanzi o la creciente desmonetización que la inflación y la incertidumbre suelen producir, tornando infinanciables aún déficit fiscales muy pequeños.

Los desequilibrios transitorios, usualmente del tipo flujo/flujo (vgr. excesos de absorción doméstica), generan desbalances macroeconómicos de corto plazo. Los que persisten, que

típicamente toman la forma de stock/flujo (vgr. entre el stock de deuda acumulado y el flujo de ingreso nacional), afectan además la capacidad de crecimiento en la medida en que producen mutaciones en la estructura de la economía y gravitan marcadamente en las decisiones intertemporales de los agentes como el ahorro y la inversión. Mientras el primer tipo de situación se puede afrontar con políticas de estabilización tradicionales, la segunda necesita de reformas estructurales y de un monto adecuado de crédito para financiar un período de transición que suele ser más prolongado que el requerido por un ajuste tradicional entre el ingreso y la absorción.

En realidad, uno de los problemas básicos en los ochenta fue el error de diagnóstico respecto de la gravedad de los nuevos desequilibrios. Los países y los organismos que los asesoraban trataron de abordarlos, en un primer momento, con el instrumental tradicional de estabilización. Esto es, con programas diseñados para tratar desequilibrios flujo/flujo transitorios entre el ingreso y la absorción, apoyados por montos de crédito externo insuficientes, apropiados quizás para situaciones transitorias de iliquidez pero no para financiar prolongados procesos de cambio estructural. Hubo excepciones, como Chile y Costa Rica; pero en los países más grandes de la región, como Brasil, Argentina y México, ésa fue estrictamente la regla. Posteriormente, el diagnóstico fue cambiando y se generalizó la idea de que para cerrar definitivamente las brechas -y con ello las fuentes de desequilibrio- era necesario imponer reformas estructurales y ampliar el acceso al crédito durante la transición. Iniciativas como el Plan Baker y el Plan Brady, así como el enfoque de la estabilización y la reforma presentes en el Consenso de Washington dan testimonio de esta evolución. Para el tiempo en que ello ocurrió, sin embargo, la persistencia misma del desequilibrio había ya avanzado en su trabajo de erosión de la estructura existente, con diferentes intensidades en los distintos países. En función del mayor deterioro, las reformas a encarar debieron ser más profundas y radicales y sus posibilidades de éxito fueron encontrando mayores restricciones, sobre todo por la inestabilidad macroeconómica, la escasez de financiamiento externo y la debilidad de las tasas de ahorro nacionales. De hecho, la mayor parte de los países latinoamericanos sólo estuvo en condiciones de estabilizarse y volver a crecer (aunque modestamente en la mayor parte de los casos) cuando el vuelco operado en los mercados de capital internacionales en los noventa hizo posible el acceso a volúmenes de financiamiento que eran impensables en términos del Plan Brady, para no mencionar el Baker.

Las reformas siguieron, en general, los lineamientos del Consenso de Washington<sup>2</sup>. El mayor ahorro externo disponible y las reformas, no obstante, no parecen haber sido suficientes para reinstaurar un proceso vigoroso de crecimiento. Importantes secuelas de la crisis y otros desbalances estructurales de más vieja data todavía no han podido ser superados por las reformas estructurales en curso y, según se argumentará en la sección final del trabajo, es posible que ellas no sean totalmente apropiadas para lograrlo.

---

<sup>2</sup> Sobre el Consenso de Washington ver Williamson (1990); Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1992) y Fanelli, Frenkel y Taylor (1992).

## B. SHOCK EXTERNO Y DESEQUILIBRIO FISCAL: LA MACROECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA DESDE LA CRISIS DE LA DEUDA<sup>3</sup>

### 1. La evolución de la brecha externa

Es posible identificar un conjunto de factores que explican las diferencias más importantes entre las distintas experiencias nacionales, al considerar la evolución de la brecha externa en los ochenta. Son básicamente los siguientes: a) el grado de endeudamiento de cada país al comienzo del período, b) la evolución de la relación de precios del intercambio, c) el monto relativo de financiamiento externo recibido en un comienzo y a lo largo del proceso de ajuste, d) el grado de apertura inicial de la economía, y e) la consistencia y el grado de éxito de las políticas orientadas a promover exportaciones o sustituir importaciones. La política cambiaria está comprendida en este último ítem.

La magnitud inicial de los shocks y la naturaleza de los diversos senderos seguidos con posterioridad dependen de esos factores, de modo que la historia de cada país, en lo que se refiere a la brecha externa, puede ser narrada en términos de una particular combinación de los mismos. El mayor o menor éxito alcanzado en la recuperación del crecimiento puede considerarse además como un factor adicional, que se refleja en los indicadores de solvencia financiera, al afectar por ejemplo la trayectoria de la relación "deuda externa/PBI".

Entre los países aquí examinados, es posible concluir que Colombia, Chile y Brasil alcanzaron situaciones de cierre perdurable de la brecha externa en los ochenta. Las dos economías de menor tamaño entre las consideradas, Bolivia y Costa Rica, pueden también incluirse en este grupo, aunque ambas han dependido en medida considerable de un sostenido apoyo externo. Todas estas experiencias difieren considerablemente en la combinación de factores "de éxito" que se observa en cada caso particular.

Colombia se destaca claramente del resto, en primera instancia, por el mucho menor grado de endeudamiento inicial y, por ende, por una menor vulnerabilidad ante shocks externos de naturaleza financiera. La deuda neta del país apenas equivalía a 3% del PBI en 1980, y el cociente "deuda externa bruta/exportaciones" (de sólo 1.3) era el más bajo de la región.

La solidez financiera externa colombiana se debió en parte al efecto de la "bonanza cafetalera" iniciada en 1975. Los elevados ingresos en divisas generados por las exportaciones de café, combinados con los efectos de una política de austeridad fiscal, hicieron que la cuenta corriente del balance de pagos fuese superavitaria año tras año en la segunda mitad de los setenta, aún cuando la economía crecía a un ritmo aceptable, por sobre el 5% anual. En claro contraste con la mayor parte de los países de América Latina, en consecuencia, Colombia registró un flujo de ahorro externo sistemáticamente negativo (1% del PBI al año, en promedio) en el quinquenio anterior a la crisis de la deuda.

Pese a la solidez de su posición financiera, la economía colombiana no fue inmune a la sucesión de shocks negativos de comienzos de los ochenta. A partir de 1980 el comportamiento del sector externo cambió abruptamente; el ahorro absorbido del resto del mundo pasó a ser

---

<sup>3</sup> El análisis de esta sección se basa en Damill, Fanelli y Frenkel (1992, 1992a, 1992b, 1992c, 1992d), en la bibliografía citada en esos trabajos, y en García (1993). La información utilizada en el texto se incluye en el Anexo Estadístico.

positivo y en 1982 llegó a casi 6% del PBI. Sin embargo, esa trayectoria se debió en mucho mayor medida al deterioro del saldo comercial que al aumento del flujo de intereses sobre la comparativamente reducida deuda externa.

La crisis del mercado internacional del café, iniciada en 1980, pesó decisivamente en esa evolución de la cuenta de comercio; fue causa principal de una declinación de los términos del intercambio de 15% entre 1980 y 1981. Las exportaciones cayeron en más de 5 puntos del PBI, a precios corrientes, en sólo dos años.

Si bien hacia 1982 el desequilibrio externo de flujos en Colombia (reflejado por la relación "cuenta corriente/PBI", por ejemplo) había crecido hasta hacerse comparable al de Brasil -o al de México en 1981- y resultaba incluso superior al de la Argentina, el desequilibrio stock-flujo (medido por la relación "deuda externa/PBI" o, principalmente, por el cociente "deuda/exportaciones") era notoriamente más moderado en el caso colombiano. La situación era, por ende, más tratable con los instrumentos característicos de los programas de ajuste de tipo ortodoxo tradicional, diseñados para lidiar con niveles excesivos de absorción doméstica.

Además de los cambios en la escena internacional, ciertos factores domésticos gravitaron en el deterioro del sector externo colombiano en los primeros años ochenta. Cabe mencionar, por una parte, un proceso gradual -y muy moderado- de apreciación cambiaria que distó mucho, sin embargo, de adquirir una magnitud comparable a la que tenía por los mismos años en países que habían optado por la utilización del tipo de cambio como ancla nominal, en intentos de estabilización basados en el enfoque monetario del balance de pagos, como era el caso de las naciones del Cono Sur. También gravitaron sobre las importaciones diversas medidas de política comercial de sentido liberalizante, y un giro expansivo de la política fiscal, a partir de 1979. Desde ese año el gobierno encaró un proceso intensivo de inversiones, centrado en varios proyectos de magnitud en áreas de generación de energía, infraestructura de transportes y minería, particularmente exigentes en materia de requerimientos de bienes importados. Estas iniciativas contribuyeron a que las tasas de inversión de Colombia fueran más elevadas en los primeros años de la década pasada de lo que habían sido en promedio en los setenta. El financiamiento obtenido de fuentes externas para los programas de inversión pública aportó a la cobertura del creciente desequilibrio en cuenta corriente entre 1980 y 1983.

Con un menor desequilibrio stock-flujo, una buena posición inicial de reservas y acceso a ciertas fuentes de financiamiento externo, Colombia pudo postergar el proceso de ajuste, que sólo se iniciaría con intensidad en 1984. Recién en ese año, y luego de una fase en que la política comercial (vía reintroducción de restricciones cuantitativas a la importación y suba de aranceles) y la monetaria habían jugado un rol central, se inició una nueva etapa signada por los componentes básicos de los programas de ajuste ortodoxo: devaluación de la moneda y reducción de la absorción, particularmente por vía del gasto público.

En 1985 se firmó un acuerdo *stand-by* con el FMI. El tipo de cambio real (peso/dólar de EE.UU.) se incrementó sostenidamente entre 1983 y 1986, a una tasa promedio de 16,5% anual, y continuó elevándose posteriormente, aunque a un ritmo mucho menor, hasta 1991. Al final de la década, la paridad real frente al dólar duplicaba a la de 1980.

En esta fase el ajuste externo fue relativamente rápido y podía considerarse completado ya hacia 1986, cuando (merced, en parte, a la fuerte suba del precio del café) el ahorro externo volvió a asumir valores negativos.

Los efectos domésticos del ajuste en Colombia fueron notoriamente menos distorsionantes que en cualquier otra de las economías consideradas. La inflación se aceleró muy moderadamente (sólo en 1990 superaría el 30% anual) y el PBI no registró un sólo año de declinación. Ello se debió en buena medida al carácter relativamente moderado y gradual de las políticas aplicadas, vinculado a su vez a la menor magnitud de los desequilibrios. Cabe remarcar el hecho de que el sector público siguió teniendo acceso a fuentes de financiamiento externo, lo que sumado a la continuidad de los flujos de inversión directa (dirigidos en particular al sector minero) contribuyó a aliviar el peso de la restricción externa durante el ajuste.

En el comportamiento muy dinámico mostrado por las exportaciones colombianas se destacan dos aspectos. Primeramente, la fuerte respuesta de algunos rubros -como el de las exportaciones "menores"- al tipo de cambio. En segundo lugar, el notorio incremento de las ventas externas de productos mineros, que en gran medida reflejan la maduración de los proyectos de inversión encarados directamente por el sector público o apoyados por éste en los primeros años ochenta. Estos esfuerzos de inversión generaron, al aportar a la expansión de actividades con un muy activo desempeño exportador, un cambio estructural en el balance de pagos colombiano a lo largo de la segunda mitad de la década pasada. Uno de los rasgos de esta transformación es la notable diversificación de las ventas externas, que a comienzos de los ochenta estaban aún concentradas en pocos productos entre los que se destacaba el café, con más de 50% de las exportaciones totales. Por contraste, al inicio de los noventa la estructura del comercio exterior colombiano era mucho más equilibrada, con un fuerte peso de las exportaciones mineras y de las "menores".

De este modo, Colombia logró alcanzar una situación de equilibrio de largo plazo en su sector externo y redujo su vulnerabilidad ante los vaivenes del mercado de café (a lo que contribuyó también la operación del mecanismo regulador operado por el Fondo Nacional del Café). Los indicadores de solvencia financiera externa se mantuvieron estables desde mediados de los ochenta (es el caso de la relación "deuda externa/PBI") o han mejorado (como se observa con el cociente "deuda/exportaciones"). El ahorro externo tendió a ubicarse en niveles negativos desde 1986, y esto se acentuó a comienzos de los noventa, no sólo por el buen desempeño de las exportaciones, sino también merced al creciente peso en la cuenta corriente de los ingresos por cuenta de "transferencias unilaterales privadas" (los que pueden en parte provenir de actividades ilegales). A partir de 1985 estas transferencias han sido siempre superiores a los 2 puntos del PBI, promediando 2.5% al año entre 1986 y 1990. Esto equivale a la mitad del saldo neto de pagos de factores al exterior en el mismo período, lo que indica que esta cuenta ha jugado un papel que no puede ser subestimado en el cierre de la brecha externa en Colombia.

El cambio en el contexto financiero internacional de comienzos de los noventa encontró a este país con una situación externa holgada. A ello se sumó el descubrimiento de nuevos e importantes yacimientos petrolíferos. El cuadro de holgura externa complicó el manejo monetario y tornó crecientemente dificultosa la preservación del nivel real del tipo de cambio. Colombia fue uno de los países de la región que reaccionaron ante el cambio del contexto externo tratando de limitar en alguna medida los ingresos de capitales de corto plazo y de esterilizar parcialmente el efecto monetario expansivo de los flujos de fondos externos, con el objetivo de limitar el deterioro de la paridad.

La abundancia de divisas alentó una marcada aceleración del proceso de apertura comercial, en particular luego de 1991. Esto, sumado a una moderada apreciación del peso,

produjo un fuerte crecimiento de las importaciones y la cuenta corriente se deterioró rápidamente, volviendo a registrar un saldo negativo en 1993.

El segundo de los procesos exitosos de ajuste externo considerados es el de Chile. Este contrasta marcadamente con el caso colombiano en diversos aspectos, entre los que sobresalen el grado de endeudamiento inicial, por un lado, y la intensidad del impacto recesivo del proceso de ajuste, por otro. En este último plano la experiencia chilena se asemeja más a la del resto de la región.

Las condiciones iniciales fueron muy diferentes, en particular porque el grado de endeudamiento de Chile era muy elevado. La relación "deuda externa/PBI", con mucho la más alta entre los casos aquí examinados, superaba el 70% en 1980. Sin embargo, en contraste con ello y debido a la mayor apertura comercial de la economía chilena, la relación "deuda/exportaciones" (de 1.9 en 1980) era comparativamente baja en el contexto regional, sólo superior a la colombiana.

Desde 1977 hasta 1981 Chile atravesó un período de fuerte crecimiento con elevada absorción y un saldo comercial negativo en sostenido aumento. El ahorro externo tendía a superar los 5 puntos del PBI al año a fines de los setenta, colocando a la economía en una situación de creciente fragilidad frente a shocks de origen externo. A comienzos de la década pasada el desequilibrio del comercio crecía abruptamente, impulsado por el intenso proceso de apreciación real generado por las políticas de estabilización aplicadas desde comienzos de 1978, con eje en la utilización del tipo de cambio nominal como instrumento antiinflacionario. En el mismo sentido actuaron la muy fuerte declinación de los términos del intercambio y el también abrupto incremento de los pagos netos de factores al exterior luego de 1979 (aumento equivalente a casi 5% del PBI entre ese año y 1982). Estos sucesos generaron un salto extraordinario de la absorción de ahorro externo, el que promedió aproximadamente 12 puntos del PBI en 1981-1982. Ese pronunciado desequilibrio, que hacía muy problemática la continuación de la estrategia de alta absorción-con-endeudamiento, se combinó a partir de este último año con el nuevo cambio desfavorable del entorno financiero internacional, para hacerla definitivamente inviable.

En junio de 1982 una devaluación dio fin a esa fase e inició un período de ajuste errático, vacilante, caracterizado por una fuerte inestabilidad e incertidumbre, que se extendería desde 1982 hasta mediados de 1985<sup>4</sup>. Abandonada la política basada en la fijación del tipo de cambio nominal, y a pesar de varias modificaciones del régimen cambiario producidas en un corto lapso, sucesivos ajustes llevaron la paridad real (peso/dólar) a niveles más de 60% por sobre el mínimo registrado en 1981. El nivel de actividad cayó abruptamente (alrededor de 15% en dos años) y se produjo una notoria suba del desempleo abierto. El efecto combinado del cambio de precios relativos y la recesión fue una marcada declinación de las importaciones, que -a precios constantes- se redujeron en más de 9 puntos del PBI entre 1980 y 1983.

Sin embargo, pese a ese comportamiento de las importaciones y al repunte de las ventas al resto del mundo, el ahorro externo continuó en niveles elevadísimos, debido al notable incremento de los pagos a factores del exterior. Estos se ubicaron en torno de 10 puntos del PBI

---

<sup>4</sup> Entre los hechos de mayor importancia en este lapso hay que mencionar la crisis del sistema financiero, que había sido drásticamente liberalizado en la segunda mitad de los setenta. Este fue uno de los factores fundamentales en la determinación de la persistencia y profundidad de los efectos de los shocks externos negativos de 1981-82.

en 1984-1985. En este lapso, la relación "deuda externa/PBI" pasó a situarse bastante por sobre el 100% y el ahorro externo rondó los 10 puntos del PBI.

En este último aspecto el caso chileno se diferencia marcadamente del patrón dominante en la región: mientras que hacia 1985 casi todos los países del área, particularmente los de mayor tamaño relativo, habían conseguido reducir a niveles mínimos su absorción de ahorro externo, Chile continuaba financiando un desequilibrio de magnitud extraordinaria. Lo destacable es que logró hacerlo sin incurrir en ningún momento en mora en sus pagos externos. Es decir, contó con crédito externo obtenido de manera negociada, en la magnitud requerida para viabilizar su ajuste sin una caída dramática de importaciones. Por el contrario, mantuvo una razonable capacidad de importar, imprescindible ante la necesidad de reconvertir la economía para recuperar el sendero de crecimiento<sup>5</sup>.

En este lapso comenzaron además a aplicarse planes acordados con el FMI y se llevaron a cabo negociaciones con los bancos comerciales. En éstas se reestructuraron los vencimientos de la deuda y el gobierno acabó además haciéndose cargo de los pasivos del sector privado que, en principio, no contaban con aval estatal. El apoyo recibido de los organismos multilaterales habría de resultar crucial y no únicamente porque facilitó la negociación con la banca comercial: la participación de los organismos en el total de la deuda externa chilena creció de menos de 5% en 1980-1982 a más de 25% hacia fines de la década. El mayor respaldo crediticio externo significó que Chile debió efectuar una transferencia neta de recursos al exterior significativamente inferior a la realizada en promedio por América Latina, sobre todo al principio del proceso de ajuste.

Es indudable, por otro lado, que el financiamiento ordenado del desequilibrio externo chileno fue un factor importante también por su efecto favorable sobre las expectativas, al atenuar el grado de incertidumbre. Esto contribuiría a la progresiva recuperación de los niveles de inversión privada así como a la mejora del balance de pagos, a través de la captación de flujos crecientes de inversión directa.

La economía de Chile ingresó en una nueva fase a comienzos de 1985. En ella el proceso de ajuste ganó en coherencia, se consolidó y, articulado con una serie de importantes reformas estructurales (que incluyó una nueva onda de privatizaciones de empresas públicas), dio lugar a la recuperación del sendero de crecimiento de la economía. En los primeros años de esta etapa, de todos modos, el desequilibrio externo se mantuvo en niveles elevados.

Entre 1986 y 1990 el producto creció a una tasa anual media superior a 7% y la tasa de desocupación cayó rápidamente desde sus elevados niveles previos. La absorción de ahorro externo tendió progresivamente a declinar, pero aún así el desequilibrio de la cuenta corriente fue superior a 5% del PBI en promedio, en 1986-1987. Sin embargo, a lo largo de esta fase, el muy fuerte y sostenido incremento de las exportaciones en volumen y la mejora de los términos del intercambio a partir de 1987 -merced a una situación muy propicia del mercado internacional del cobre- permitieron a Chile consolidar el ajuste. A ello contribuyó también la decisión gubernamental de invertir en forma intensa en la minería de cobre. El tipo de cambio, luego de un nuevo "salto" al inicio de esta etapa, se mantuvo en un nivel elevado, alrededor de 45% por

---

<sup>5</sup> En este sentido debe tomarse en cuenta que la caída de la relación importaciones/PBI se da, luego de 1981, a partir de los niveles "inflados" por el acentuado proceso de apreciación cambiaria. De cualquier modo esa relación se ubica, luego de 1983, en niveles más elevados que los de la segunda mitad de los setenta.

sobre el promedio del lapso 1982-1984, lo que indudablemente contribuyó también a la consolidación del cierre externo. Este fue apuntalado además por un importante flujo de inversión directa. Chile pudo entonces, del mismo modo que Colombia, volver a crecer sin enfrentar el freno impuesto por la restricción de divisas.

La fuerte expansión económica, liderada en esta fase por la inversión y las exportaciones, permitió una rápida y marcada declinación de los indicadores de fragilidad financiera. En el mismo sentido actuó el éxito de los programas de conversión de deuda, que indujeron una fuerte disminución en el nivel del endeudamiento. Entre el año 1985 -en el que los programas de conversión fueron implementados- y junio de 1990 se retiraron 9600 millones de dólares de deuda. La inversión extranjera directa no sólo fue decisiva para reducir la carga del endeudamiento a través de los mecanismos de conversión, sino también para afrontar las necesidades financieras provenientes de la cuenta corriente. Entre 1987 y 1991, la IED dio cuenta de entre 50 y 60% de los ingresos brutos de capitales, lo que significa que asumió en el financiamiento el papel que en las fases previas del ajuste habían cumplido las entidades multilaterales.

A comienzos de los noventa, los indicadores de fragilidad financiera externa de Chile eran incluso más favorables que en 1980. El peso de los pagos netos de factores al resto del mundo declinó drásticamente. En 1991, la relación "deuda externa/exportaciones", por ejemplo, se ubicaba en 1.6. Es la más baja en el conjunto de países aquí considerados, levemente inferior a la de Colombia, inclusive. Al igual que Colombia, Chile reaccionó ante el cambio de la situación financiera externa a comienzos de los noventa tratando de limitar los ingresos de capitales especulativos de corto plazo y alentando los flujos de largo. Sufrió también, de todos modos, un proceso de paulatina apreciación cambiaria y de deterioro progresivo de la cuenta corriente, como la mayor parte de los países de la región.

La tercera de las experiencias de cierre perdurable de la brecha externa es la del Brasil. Los indicadores de endeudamiento no eran, en este caso, tan favorables como los colombianos a comienzos de los ochenta. Reflejaban el prolongado período de "crecimiento con endeudamiento" que había permitido a la economía brasileña expandirse a un ritmo acelerado pero absorbiendo ahorro externo en magnitudes relativamente elevadas, del orden de 4 puntos del PBI al año en la segunda mitad de los setenta. Pese a ello, la relación inicial "deuda externa/PBI" era muy inferior a la de Chile, por ejemplo. Tratándose de una economía comercialmente mucho más cerrada, el cociente "deuda externa/exportaciones" del Brasil era sin embargo el más elevado de los tres casos exitosos considerados hasta aquí: superaba el 300%.

Al igual que en las otras experiencias examinadas, los primeros años ochenta se caracterizaron por un desequilibrio externo elevado; el ahorro del resto del mundo promedió 5.2% del PBI en 1980-1982. Hasta la crisis de 1982 éste pudo financiarse en forma voluntaria; la política monetaria procuró inducir a las empresas privadas a la obtención de crédito externo y se sustituyó deuda interna de las empresas públicas por crédito internacional a fin de contribuir al financiamiento de la cuenta corriente. Pero luego de la crisis mexicana de 1982 la política de "financiar los desequilibrios" no pudo ya sostenerse y, a partir de 1983, bajo el monitoreo del FMI (con el que el gobierno brasileño suscribió ese año una Carta de Intención) se inició la fase más intensa del ajuste, que se extendería a lo largo de ese año y el siguiente. Ya venían desarrollándose, por otra parte, ingentes esfuerzos para consolidar el proceso de sustitución de

importaciones. También se procuraba mejorar el saldo del comercio a través de medidas de política comercial (controles, licencias de importación, tributos sobre las compras externas, incentivos fiscales y créditos a la exportación). Como consecuencia de estas acciones, el saldo del intercambio de bienes tendió rápidamente a mejorar, aún antes del lanzamiento del plan ortodoxo convenido con el FMI. Parte de la caída de importaciones durante el período de ajuste resultó sin dudas del efecto ingreso de la recesión causada por las políticas contractivas, así como de la política comercial, pero se debió también a la maduración de grandes proyectos productivos en áreas como papel, celulosa, fertilizantes, metales no ferrosos y siderurgia, que se completaron por aquellos años. En muchos de ellos la inversión pública había tenido un papel central. Como consecuencia, la participación de las compras externas de insumos intermedios (distintos de combustibles y lubricantes) cayó de manera significativa (y permanente) en la primera mitad de los ochenta.

El proceso de ajuste iniciado en 1983 incluyó una considerable devaluación real. La paridad de la moneda doméstica frente al dólar de los EE.UU. se ubicó, considerando el promedio 1983-1984, alrededor de 46% por sobre el valor observado en 1982. Luego del pico alcanzado en 1985 tendió a declinar, en los últimos años de la década, para recuperarse nuevamente en 1991. Debe tomarse en cuenta, además, que el Brasil no había atravesado un proceso de intensa apreciación cambiaria como sucediera en otras economías de la región antes de la crisis. El tipo de cambio de 1980 era relativamente elevado en términos históricos.

El ajuste externo y fiscal iniciado en 1983 produjo una caída del PBI de 3.6% en ese año, acumulándose así una declinación superior a 7% en el lapso 1981-1983, la primera recesión en el Brasil en la posguerra. En esta fase de ajuste ortodoxo, el efecto de las devaluaciones reales, sumado al proceso de cambio de la estructura de importaciones del país que ya se ha mencionado, permitió alcanzar un rápido equilibrio de balance de pagos. En sólo dos años, entre 1982 y 1984, el ahorro externo absorbido por la economía brasileña se redujo en casi 6 puntos del PBI, alcanzándose una situación equilibrada de la cuenta corriente. A ello contribuyó la muy intensa respuesta de las exportaciones (particularmente las industriales) al incentivo cambiario. Entre 1980 y 1983 las exportaciones a precios constantes aumentaron en alrededor de 3 puntos del PBI. La caída de las importaciones fue de magnitud similar.

A partir de 1984, y a despecho de ciertas fluctuaciones coyunturales, la situación balanceada de la cuenta corriente del Brasil se mostraría perdurable y ésa es la razón por la que se incluyó a este país como el tercer caso de cierre externo de largo plazo. Los indicadores de fragilidad financiera mejoraron leve y paulatinamente y las relaciones "deuda externa/PBI" y "deuda/exportaciones" retornaron a comienzos de los noventa a niveles muy similares a las que presentaban a comienzos de la década pasada.

Sin embargo, en un sentido importante este cierre fue incompleto si se compara con la situación equilibrada alcanzada por Chile y Colombia. A diferencia de estos países, que consiguieron mantener relaciones de normalidad con los acreedores externos y con los organismos multilaterales, sin incurrir en mora en los pagos, el Brasil -pese al equilibrio de largo plazo de su cuenta corriente- no lo logró. Desde 1984, luego de alcanzada una situación balanceada de la cuenta corriente, predominó la propensión a desprenderse de la tutela del FMI y tratar directamente con la banca comercial los pagos de intereses y las renegociaciones del

principal. Más allá de las razones plausibles que puedan haber fundamentado esa actitud, la misma no dio los frutos que de ella se esperaban<sup>6</sup>.

Así, en 1986 se logró un acuerdo con la banca acreedora en el que la "novedad" fue la ausencia del Fondo. El acuerdo entró en crisis junto con el propio plan de estabilización, el Plan Cruzado, conduciendo a una moratoria parcial en 1987, en la que los pagos de intereses a la banca comercial fueron suspendidos. Una situación semejante se produciría en 1989, el último año de la administración Sarney, signado por la incertidumbre y una marcada inestabilidad macroeconómica. Estas dos moratorias en los pagos de intereses a la banca, en 1987 y 1989, constituyen momentos particularmente críticos en lo que respecta a las relaciones financieras externas del Brasil, que contrastan con el aparente equilibrio de largo plazo de la cuenta corriente del balance de pagos<sup>7</sup>.

En los primeros años de la presente década, pese al cuadro de inestabilidad de la economía del Brasil, el país se convirtió en receptor, como el conjunto de la región, de importantes flujos de capitales externos. Sin embargo, en tanto la política de preservación de la paridad cambiaria real y la continuación del cuadro recesivo preservaron el "megasuperávit" de la cuenta de comercio, los ingresos de capitales tuvieron contrapartida principalmente en una muy intensa acumulación de reservas. Esto dio lugar a su vez a un muy rápido crecimiento de la volátil y costosa deuda pública interna, dada la colocación de títulos con el fin de esterilizar el impacto monetario de la cuenta de capitales. De este modo, los problemas monetario-financieros que fueron a lo largo de los ochenta una dificultad mayúscula para sucesivos intentos de estabilización seguían operando, en los primeros noventa, como un factor de inestabilidad de difícil desactivación.

Las dos economías de menor tamaño entre las consideradas, las de Bolivia y Costa Rica, alcanzaron también a establecer cuadros sostenibles en materia de sector externo, si bien en ninguno de los dos casos fue posible lograr, en ningún momento posterior a la crisis de la deuda, un resultado equilibrado en la cuenta corriente del balance de pagos. Aunque la evolución macroeconómica de estas economías presenta diferencias marcadas a lo largo de los ochenta, un trazo común a ambas experiencias de "cierre" externo fue el papel decisivo jugado por el apoyo crediticio recibido de los organismos multilaterales. En ambas, además, fue también de gran importancia el flujo de "transferencias unilaterales", que mitigó sensiblemente el desequilibrio de la cuenta corriente.

Bolivia y Costa Rica presentaban otros rasgos semejantes en las condiciones previas a la crisis. En ambos casos el grado de endeudamiento era muy elevado, medido por la relación "deuda/PBI". Sólo Chile, entre los países aquí considerados, enfrentaba una situación aún más desfavorable. Sin embargo, debido a que se trataba de economías relativamente abiertas, las

---

<sup>6</sup> Véase al respecto, por ejemplo, IPEA/INPES, 1989, cap. 3.

<sup>7</sup> La virulencia de la crisis cambiaria que puso fin al Plan Cruzado muestra con claridad la estrechez con la que operó la restricción externa de los ochenta, en condiciones de estricto racionamiento del crédito internacional. La expansión económica generada por el plan produjo un rápido deterioro del balance de comercio y pérdida de reservas, que llevaron al quiebre de la política cambiaria y dieron paso a una importante aceleración inflacionaria. El desequilibrio de cuenta corriente en 1986 fue relativamente modesto si se compara con los observados a lo largo de los setenta. Sin embargo, en ausencia de financiamiento externo voluntario, esta situación devino rápidamente explosiva.

relaciones "deuda externa/exportaciones" (de 1.8 en Costa Rica y 2.2 en Bolivia, en 1980) no eran de las más altas: su orden de magnitud era semejante al de Chile o México. Por otro lado, tratándose de economías en que el sector privado es relativamente débil y tiene limitada capacidad de endeudamiento, la participación de la deuda pública en la deuda externa total era, en los dos casos, notoriamente más elevada que en las restantes experiencias analizadas.

En Costa Rica, el flujo de servicios financieros al exterior era, en 1980, equivalente a casi 5% del PBI. Además, el fuerte déficit en la cuenta comercial elevó en ese año a casi 15% del PBI el requerimiento de ahorro externo. La combinación de las subas de las tasas de interés internacionales y una marcada declinación de los términos del intercambio (superior a 15% en 1981) llevó, en este último año, al abandono del régimen de tipo de cambio fijo vigente hasta entonces, sustituyéndolo por uno de paridad flotante. Frente a la magnitud del desequilibrio del balance de pagos, la flotación produjo una fuerte depreciación de la paridad nominal y real. Esta última prácticamente duplicaría, en 1982, a la vigente dos años antes. La fuerte depreciación cambiaria condujo a una marcada aceleración inflacionaria: medida por el IPC, la inflación pasó de 18% en 1980 a 82% en 1982. Pero además generó una notable mejoría del saldo del comercio, que de un déficit de 10 puntos del PBI en 1980 pasó a un superávit de casi tres puntos en 1982. Esta mejora fue motorizada principalmente por la muy fuerte declinación del volumen de las compras externas, a causa del cambio de precios relativos y de la recesión: la contracción de la demanda agregada llevó a una declinación del producto que fue del orden de 10% en 1981-1982. En valores corrientes, impulsadas por la devaluación, tanto las importaciones cuanto las exportaciones aumentaron sensiblemente su participación en el PBI. Las ventas al exterior alcanzaron a 45% del PBI en 1982.

Pese a la mejora del saldo comercial, sin embargo, el ahorro externo absorbido por la economía costarricense superó los 15 puntos del producto en 1981 (año en que la crítica situación del sector externo llevó al país a una moratoria en los pagos de la deuda) y continuaría por sobre los 10 puntos del PBI hasta 1983, debido al notable aumento de los pagos de servicios al exterior, impulsado por la suba de las tasas de interés internacionales, el elevado endeudamiento y el aumento del valor de esos flujos a causa de la masiva devaluación del colón.

A mediados de 1982 se inicia otra etapa, extendida hasta 1985, en la que una nueva administración procura recuperar los equilibrios macroeconómicos básicos a través de una profundización del ajuste fiscal -iniciado ya con anterioridad-. Pero los cambios más notables se verifican en el tratamiento del desequilibrio del sector externo: el nuevo gobierno restablece las relaciones con los organismos financieros internacionales y en 1982 se reinicia el pago de una parte de los intereses. En diciembre se firma un acuerdo con el FMI y se inician negociaciones con el Club de París. En 1983 se restablecen también las negociaciones con la banca comercial, las que permiten recomponer el acceso al financiamiento externo. Debe resaltarse, además, el hecho de que la conflictiva situación de crisis política y económica (y bélica) de la región centroamericana posibilitó que Costa Rica recibiera un importante apoyo externo, particularmente del gobierno de los EE.UU.. Sumado a la recomposición de las relaciones con los organismos financieros internacionales y con la banca comercial, ese respaldo constituyó una señal favorable para la reducción del grado de incertidumbre y del riesgo para la inversión extranjera (García, 1993).

En este cuadro, la nueva administración pudo lograr la estabilización del mercado cambiario, abandonando la flotación. El mercado fue unificado a fines de 1983,

institucionalizándose una política de minidevaluaciones periódicas. El "overkill" cambiario de 1981-1982 facilitó la viabilidad del nuevo esquema, dando margen para que la paridad real pudiese declinar moderadamente sin comprometer el ajuste alcanzado en la cuenta de comercio. La estabilización del tipo de cambio permitió también contener la tasa de inflación, que retornó a niveles inferiores al 10% anual, y contribuyó a la declinación de la carga real de los servicios financieros al exterior.

Un aspecto importante de las políticas de esta etapa en relación con el sector externo es el de la continuidad del apoyo por diversos mecanismos a las actividades de exportación tradicional y a las sustitutivas de importaciones, al tiempo que se fomentaban nuevas exportaciones no tradicionales, particularmente a mercados extra-regionales.

En la etapa subsiguiente, a partir de 1985, la economía recupera un sendero de crecimiento relativamente estable, con tasas de crecimiento que oscilan moderadamente en torno a un promedio de 4.4% a lo largo de la segunda mitad de los ochenta. En esta fase, la política de apoyo a las exportaciones se mantuvo, reforzada por una política cambiaria orientada a mantener el tipo de cambio real alcanzado a fines de la etapa anterior, objetivo en el cual fue visiblemente exitosa. Se avanza además, por etapas y con el apoyo del Banco Mundial a sucesivos programas de ajuste estructural, en la apertura comercial.

En esta fase la importancia de las transferencias unilaterales recibidas por Costa Rica se hace muy visible (superan el 2% al año, en promedio), pese a lo cual el ahorro externo absorbido continúa en niveles elevados (promedia 7.5% del PBI en la segunda mitad de la década). Sin embargo, la posibilidad de financiar este desequilibrio de fuentes externas permitió a Costa Rica mantener la estabilidad y, al mismo tiempo, retornar a niveles de inversión próximos a los que se observaban antes de la crisis de la deuda.

A comienzos de los noventa, este país se constituyó también en receptor de flujos de capitales relativamente importantes, que al igual que en la región en su conjunto, tendieron a deprimir el tipo de cambio real (a partir de 1991) y a dificultar el manejo monetario, al tiempo que facilitaron un sustancial incremento del flujo de importaciones y dieron lugar a un nuevo deterioro de la cuenta corriente.

En Bolivia, por su parte, la crisis cambiaria estalla en 1981, cuando la combinación de las mayores tasas de interés externas y una caída de casi 10% en los términos del intercambio lleva el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos a cifras del orden de 8 puntos del PBI. A comienzos de 1982, poco después de una maxidevaluación que no logró evitar el colapso del régimen cambiario, se instaura un régimen dual, con tipo flotante para la mayor parte de las transacciones. Sin embargo, habría aún varios regímenes cambiarios entre ese año y 1985, manifestación de sucesivos intentos fracasados de estabilizar la paridad y detener el proceso de aceleración inflacionaria. La explosividad de este proceso se asocia directamente a la marcada restricción del financiamiento externo. En este punto, la experiencia boliviana contrasta claramente con la de Costa Rica. Enfrentando mayores limitaciones en su acceso a recursos financieros externos, la economía boliviana no pudo evitar un prolongado período de inestabilidad -marcado por aceleraciones inflacionarias que concluirían en la hiperinflación de 1985- y una sostenida declinación del producto, cuyas tasas de variación fueron negativas por cinco años consecutivos.

A diferencia de lo que se observó en Costa Rica, esta situación forzó a Bolivia a un mayor ajuste del sector externo: los saldos del comercio fueron positivos entre 1982 y 1984,

período en que las transferencias financieras del exterior fueron consecuentemente negativas. En ese último año el ahorro externo absorbido por Bolivia fue inferior a los 2 puntos del PBI, el valor más bajo posterior a la crisis. Sin embargo, en contraste con la mayor parte de los casos exitosos de cierre externo que hemos examinado, en Bolivia las exportaciones mostraron un comportamiento muy poco dinámico. De hecho, entre 1981 y 1985 el valor de las ventas externas se redujo en forma continua, cayendo en una magnitud equivalente a alrededor de 6 puntos del producto. La reducción de la producción y de las exportaciones de minerales constituye la principal explicación de dicha caída.

En 1984, Bolivia suspendió los pagos a la banca comercial. Los atrasos en los pagos de la deuda externa constituirían una fuente de financiamiento importante del nuevo programa de estabilización, lanzado en 1985, que dio inicio a una nueva etapa. Al inicio de ésta, la estabilización cambiaria en un mercado libre fue un elemento clave de la estabilización. Como parte del paquete de medidas de corto plazo y reformas estructurales que constituyó la llamada Nueva Política Económica se instituyó un régimen de flotación controlada. El esquema cambiario atravesó varias etapas, incluyendo una fase de estabilidad del tipo nominal, sostenido por el gobierno y, desde marzo de 1987, una fase en que se siguió una regla cambiaria no explicitada de "*crawling-peg*" mediante minidevaluaciones periódicas que mantuvieron la paridad real en un nivel elevado.

A partir de 1986 el déficit de cuenta corriente sin transferencias unilaterales representó unos 10 puntos del PBI, más del doble que en el período 1982-1984. El financiamiento de este déficit y la acumulación de reservas provino inicialmente de la suspensión de pagos a la banca comercial, pero luego adquirió relevancia el crédito bilateral y multilateral, cuyo papel fue entonces decisivo para consolidar la estabilización.

La continuidad del apoyo multilateral en la segunda mitad de la década implicó una creciente transferencia positiva. Así como la desestabilización estuvo asociada a la transferencia financiera negativa (y a la generación de superávit comerciales), la estabilidad se asocia con una transferencia financiera positiva (y la generación de déficit de comercio). Comparada con la transferencia del período 1982-1985, la de la segunda mitad de los ochenta implica un incremento anual de recursos de casi cinco puntos del producto. A éstos deben agregarse los resultantes del aumento de las transferencias unilaterales corrientes, que aportaron anualmente recursos del orden de los 3 puntos del PBI.

Hacia el final de la década las exportaciones bolivianas tendieron a recuperar cierto dinamismo. Sin embargo, la fragilidad del sector externo y la dependencia del financiamiento y las transferencias siguieron siendo elevadas. El cambio de la coyuntura financiera externa a comienzos de los noventa, entre tanto, permitió también a Bolivia financiar, al costo de un desequilibrio de cuenta corriente nuevamente creciente, una recuperación de los niveles de inversión, tanto pública como privada, aunque eso no se reflejara en lo inmediato en tasas de crecimiento más elevadas. La inversión extranjera ha venido teniendo un papel relevante, puesto que constituyó en los últimos años casi la mitad del total de la inversión privada, orientándose en especial hacia la minería.

México y Argentina, por su parte, presentaban a comienzos de la década pasada niveles de endeudamiento intermedios entre los de Colombia y de Brasil<sup>8</sup>. Pero a diferencia de estos países y a pesar de los importantes esfuerzos que realizaron para cerrar la brecha externa en los ochenta, registraron avances y retrocesos, sin alcanzar situaciones de cierre perdurable.

Hasta 1981 la economía mexicana continuó en el sendero de rápida expansión con endeudamiento de la segunda mitad de los setenta (alimentada también por los ingresos generados por la bonanza petrolera). En contraste con el caso colombiano, la situación de bonanza se conjugó en México con políticas domésticas de claro signo expansionista; de modo que a pesar de los fuertes ingresos de divisas obtenidos mediante las exportaciones petroleras, el ahorro externo promedió 4.2% del PBI al año entre 1975 y 1979. Impulsado por la suba de las tasas de interés internacionales y por el debilitamiento del mercado petrolero en 1981, superó los 5 puntos del producto en el bienio 1980-1981. El desequilibrio de la cuenta corriente determinó que la deuda externa se duplicara entre 1978 y 1981, alcanzando los 72 mil millones de dólares. Las crecientes dificultades de México para sostener esa situación financiera frágil en un contexto de tasas de interés internacionales muy elevadas alimentó la incertidumbre cambiaria y dio lugar a fugas de capitales. En 1982 el déficit de cuenta corriente se redujo, pero las referidas fugas impidieron que esa mejora se reflejara en un cuadro macroeconómico más equilibrado: provocaron una sustancial caída de reservas y llevaron a la moratoria en los pagos externos. En ese contexto se introdujeron controles de cambio y se reimplantaron los permisos previos de importación.

Se inició a partir de entonces una fase de ajuste externo y fiscal a cualquier costo, en la que la devaluación real y reducciones drásticas del gasto público, particularmente de inversión, jugaron roles centrales. A fines de 1982 se lanzó un plan de estabilización, el Programa Inmediato de Reordenamiento Económico -PIRE-, al tiempo que se llegaba a un acuerdo de facilidades ampliadas con el FMI. El programa produjo un ajuste externo muy significativo, si bien al costo de profundos desequilibrios domésticos, en un cuadro de gran inestabilidad e incertidumbre. El PBI declinó alrededor de 5% en 1982-1983. Con la recesión, las importaciones se contrajeron. La fuerte devaluación real actuó en el mismo sentido, y contribuyó también a generar una rápida y notable expansión de las exportaciones. El tipo de cambio real medio (peso/dólar de los EE.UU.) de 1983-84 superó en alrededor de 60% a la paridad real promedio de 1981. En 1983, las importaciones a precios constantes fueron inferiores a las de 1980 en casi siete puntos del PBI. Las exportaciones entre ambos años habían aumentado en más de cinco puntos del producto.

Esas cifras revelan claramente la extraordinaria magnitud del ajuste del balance de pagos de México. El ahorro externo dio un vuelco notable, pasando de casi 6% del PBI en 1981 a -4% en 1983, una variación de diez puntos del producto. A partir de entonces el saldo favorable alcanzado en la cuenta corriente tendió a declinar, pero aún así el ahorro externo promedió -2%

---

<sup>8</sup> La relación "deuda externa/exportaciones" era en ambos casos algo más favorable que la brasileña, pero mucho mayor que la colombiana e incluso algo superior a la de Chile. La economía mexicana era comercialmente algo más abierta que la del Brasil, de modo que si bien la relación "deuda/exportaciones" de México era más favorable, el cociente "deuda/PBI" era muy próximo al brasileño. En el caso argentino, la relación "deuda externa/PBI" de 1980 era relativamente baja en el contexto regional, aunque indudablemente ese cociente se encontraba distorsionado por el muy bajo nivel del tipo de cambio real en ese año.

del PBI entre 1983 y 1987. Entre los costos del proceso de ajuste se contó una fuerte aceleración de la inflación, que de niveles anuales inferiores a 30% a comienzos de la década, pasó a promediar aproximadamente 90% en el bienio 1982-1983.

Sin embargo, en 1985 y pese a la significación del ajuste alcanzado previamente, la tendencia a la desmejora paulatina de las cuentas externas, en un contexto de progresiva revaluación del peso y acentuada incertidumbre macroeconómica -vinculada al elevado ritmo inflacionario- dio lugar a una corrida cambiaria y a una significativa pérdida de reservas. A partir del año siguiente la situación se tornó aún más difícil debido al comportamiento desfavorable de los términos del intercambio, que en 1986 cayeron más de 25% en relación con los ya deprimidos niveles precedentes.

Se inició entonces una nueva fase de ajuste dentro del ajuste. Merced a una sucesión de devaluaciones que elevaron perceptiblemente la paridad real en 1986-1987 (más de 30% por sobre el nivel de 1985), se obtuvo un importante aumento de las exportaciones no petroleras (y cierta caída de las importaciones, en términos reales). Esto permitió recomponer un significativo superávit en cuenta corriente en 1987 y acumular reservas, aunque nuevamente con un costo en términos de producto (el PBI declinó casi 4% en 1986) y de una nueva aceleración de la inflación, la que superó el 100% anual en el bienio 1986-1987.

La acumulación de reservas a causa del "sobreajuste" producido en este lapso fue muy importante para apuntalar el lanzamiento, a fines de 1987, de un nuevo plan de estabilización, el Pacto de Solidaridad Económica (PSE). A diferencia de Chile y también de Bolivia y de Costa Rica, México no contó con ayuda externa significativa de los organismos multilaterales para llevar adelante la estabilización. Así, la disponibilidad inicial de divisas permitió financiar el sector externo en la primera etapa del plan, hasta tanto el mismo fue ganando en credibilidad y pudo lentamente recomponerse el financiamiento externo voluntario.

El PSE consiguió alterar de manera muy clara, en sentido favorable, el comportamiento dinámico de la economía mexicana de finales de los ochenta y comienzos de los noventa. Transcurrida la fase de afianzamiento del programa, el éxito de la estabilización fue favorecido por la disponibilidad creciente de ahorro externo. Este permitió financiar un desequilibrio comercial en expansión, originado en un conjunto de factores que incluye el sostenido nivel de demanda doméstica, el proceso de apertura comercial y la progresiva apreciación real asociada a la utilización del tipo de cambio como una de las anclas nominales del proceso de formación de precios. Los saldos de la cuenta de capital del balance de pagos pasaron a arrojar abultadas cifras positivas desde 1989. El acuerdo Brady alcanzado en 1990 y los avances en materia de privatizaciones contribuyeron en el mismo sentido, de modo que México pudo beneficiarse a tasa creciente con el giro favorable de la situación financiera internacional. Al punto que en 1991 absorbió ahorro externo en una magnitud de casi 5 puntos del PBI, flujo semejante al observado en los primeros años de la década pasada, a pesar del menor peso de los pagos netos a factores del exterior. La expansión del desequilibrio en la cuenta corriente fue configurando, entre tanto, una situación de creciente fragilidad financiera.

La Argentina, por su parte, presentaba a comienzos de los ochenta un grado de endeudamiento sólo levemente menor al del Brasil, medido por el cociente "deuda externa/exportaciones". Esto se daba a pesar de tratarse de una economía algo más cerrada comercialmente (de acuerdo con la reciente revisión de las cuentas nacionales) y también pese al hecho de que el flujo de ahorro externo había sido negativo en la segunda mitad de los

setenta. En esto el presente caso se diferencia también de lo observado en la mayor parte de las experiencias ya analizadas, particularmente las del Brasil, Chile y México. El ahorro externo se tornó positivo recién en 1979, y en 1980 superó los 2 puntos del PBI.

En verdad, el fuerte endeudamiento del país se vinculó en mayor medida con fenómenos de naturaleza financiera, antes que con la generación de niveles de absorción superiores al ingreso nacional. En un principio, tuvo origen en movimientos especulativos de los portafolios privados durante la vigencia del plan de estabilización aplicado desde fines de 1978, y en la sustitución de crédito interno por crédito externo por parte de empresas y organismos públicos. Posteriormente, el aumento de la deuda neta fue alimentado por las masivas fugas de capitales que siguieron a la crisis de ese programa. De todos modos, la cuenta corriente del balance de pagos se había deteriorado con rapidez a lo largo del proceso de apreciación cambiaria iniciado en 1978. En 1980 el tipo de cambio real era un 45% menor al de 1977, y se registraba por entonces el primer déficit comercial desde 1975. A comienzos de 1981, la pérdida de reservas puso fin a la política de estabilización basada en la prefijación de las tasas de devaluación y comenzaron los esfuerzos de ajuste del balance de pagos, a través de una sucesión de maxidevaluaciones. El tipo de cambio promedio de 1981 (peso/dólar de EE.UU.) superó en más de 50% al del año previo, en términos reales. Se adoptaron además diversas medidas de subsidio al endeudamiento privado y se forzó el endeudamiento del sector público (como se había hecho en la fase anterior para apuntalar la política de prefijación de la tasa de cambio), con el objeto de financiar el desequilibrio en cuenta corriente, que crecía ahora en función del súbito incremento de los servicios financieros.

Las devaluaciones produjeron una caída importante del producto, de casi 9% en el bienio 1981-1982, contribuyendo a la reducción del flujo de importaciones. En 1982 la situación de la Argentina cambió radicalmente, antes de la crisis mexicana, como resultado del conflicto bélico por Malvinas. El crédito externo voluntario desapareció, se restableció el control de cambios y se aplicaron numerosas restricciones a la importación. Las devaluaciones masivas continuaron. El tipo de cambio promedio de 1983 casi triplicaba en términos reales al vigente en 1980. Al precio de una fuerte aceleración inflacionaria y de la recesión, en esta fase de "ajuste caótico", extendida hasta 1984, se consiguió alterar significativamente el resultado del comercio con el resto del mundo. Para ello fue fundamental el comportamiento de las importaciones, que a precios constantes declinaron en casi 6 puntos del PBI entre 1980 y 1983. El saldo del balance comercial pasó de deficitario en 1980 (-1.4% del PBI) a valores positivos que promediarían casi 4 puntos del producto entre 1983 y 1985.

Sin embargo, debido al simultáneo y muy marcado incremento de los flujos de pagos netos a factores al exterior, que entre 1980 y 1985 fue de más de 5 puntos del PBI, la Argentina no pudo alcanzar el equilibrio de la cuenta corriente del balance de pagos. Por el contrario, el ahorro externo absorbido año a año continuó rondando, en la primera mitad de los ochenta, los dos puntos del PBI, con excepción de 1985, cuando cayó a apenas medio punto del producto.

Debe resaltarse el hecho de que si bien la absorción de ahorro externo por parte de la economía argentina era comparativamente mucho menor que la recibida en el mismo período por Chile, por ejemplo, a diferencia del caso chileno estos flujos distaron de ser el resultado de las negociaciones externas o de decisiones voluntarias de los acreedores. Reflejaron, en lo sustancial, la "captación" de ahorro externo involuntario en la forma de atrasos en los pagos de intereses a la banca acreedora.

Desde mediados de 1985 la dinámica macroeconómica de la Argentina cambió, luego de la instrumentación del Plan Austral. Este no se proponía profundizar el ajuste externo parcial alcanzado hasta entonces, sino desactivar la amenaza hiperinflacionaria, recuperando equilibrios domésticos y recomponiendo las relaciones con los acreedores externos y con el FMI. Su efecto impactó favorable fue muy notable, en particular sobre el proceso inflacionario y sobre las cuentas fiscales.

El éxito antiinflacionario del Plan Austral dio lugar a una rápida expansión económica. El aumento de las importaciones asociado a ésta produjo desde un comienzo una desmejora del balance de pagos. Pero posteriormente gravitó de manera perceptible en la reapertura de la brecha externa la fuerte caída de los términos del intercambio entre 1985 y 1987. Las exportaciones declinaron y el saldo favorable del balance de comercio prácticamente desapareció.

Así, como sucediera en el caso mexicano, la situación de relativo equilibrio alcanzada por Argentina a mediados de los ochenta no pudo mantenerse. Las dificultades crecientes en el frente externo de la economía desembocaron en una moratoria de hecho en los pagos de intereses a la banca comercial, a partir de abril de 1988. Desde entonces, los atrasos de intereses se acumularon con rapidez.

A ese cuadro de marcada fragilidad financiera externa se sumó, desde fines de 1988, la incertidumbre política asociada al proceso electoral que condujo a la presidencia a Carlos Menem. Este fue uno de los factores más importantes en la configuración del escenario macroeconómico que desembocaría en hiperinflación, detonada por una burbuja especulativa en el mercado cambiario, a partir de febrero-marzo de 1989.

A lo largo de 1989-1990, el saldo comercial del país mejoró notablemente. Esto fue en parte resultado del impacto de la hiperinflación sobre el nivel de actividad (el PBI declinó más de 6% en 1989) y del elevado tipo de cambio real que resultó del mismo proceso. La Argentina, en cierta forma al igual que México unos años antes, acumuló reservas como resultado del "overkill" cambiario vinculado en este caso a la violenta depreciación real que se produjo durante la hiperinflación. En 1990 se obtuvo, en efecto, un superávit en la cuenta corriente del balance de pagos por primera vez desde 1978.

Esa acumulación de reservas fue uno de los factores que hicieron posible el lanzamiento, en abril de 1991, del plan de estabilización basado en la libre convertibilidad de la moneda doméstica a una paridad fija con el dólar de EE.UU., establecida por ley. A partir de entonces la dinámica de corto plazo de la economía cambió nuevamente en forma perceptible. La inflación descendió rápidamente y el nivel de actividad se expandió a un ritmo sin precedentes en décadas. En ese contexto, una notoria apreciación de la moneda doméstica, combinada con la apertura comercial de shock que precedió al lanzamiento del plan y con la intensa recuperación económica, generó un rápido aumento de los requerimientos de ahorro externo. En dos años, la economía pasó de un nivel de ahorro externo negativo del orden de 1.4% del PBI a absorber un flujo positivo próximo a los 4 puntos del producto (y superior a 7% del PBI, en 1992, medido a precios constantes de 1986). Eso se dio a pesar de la declinación persistente de los pagos a factores del exterior debido a la baja de las tasas de interés externas; en 1992 ese flujo fue el menor, como porcentaje del producto, de los registrados desde 1980. La cuenta de comercio resultó deficitaria por primera vez desde 1981.

En los últimos años los indicadores de fragilidad financiera de la Argentina tendieron a mejorar en relación con los niveles críticos que alcanzarían en la segunda mitad de los ochenta.

Contribuyó a ello, adicionalmente, la concreción de un acuerdo de renegociación en el marco del Plan Brady, completado en 1993, y los fondos externos atraídos por el proceso de privatizaciones.

Sin embargo, cabe observar que, por un lado, la relación "deuda externa/PBI" de la Argentina está afectada por la fuerte apreciación de la moneda doméstica a lo largo de los primeros años noventa y, por otro, la relación "deuda/exportaciones", que también ha evolucionado favorablemente (si bien en forma leve), es de todos modos mucho más elevada de lo que era a comienzos de los ochenta. Es asimismo la mayor en el conjunto de países que aquí se examinan, poniendo de relieve la fragilidad que el cuadro externo del país puede presentar frente a un cambio desfavorable de las condiciones financieras externas.

A modo de síntesis, nuestra rápida revisión de las experiencias exitosas de cierre externo muestra que en todas ellas la consistencia y el grado de éxito de las políticas orientadas a incrementar las exportaciones y/o reducir importaciones ha sido muy importante para alcanzar ese objetivo. Bolivia es tal vez la única excepción en ese plano.

Además, prácticamente en todos los casos examinados fue significativa la acción estatal en esas áreas o en alguna de ellas, como sucediera con las inversiones en minería en Colombia y en Chile, con los proyectos de sustitución de importaciones de insumos industriales intermedios de uso difundido, en el caso del Brasil, y con la promoción de exportaciones no tradicionales y a mercados extra-regionales en el caso de Costa Rica.

Colombia, por otra parte, testifica la importancia del bajo grado de endeudamiento inicial como condición de su exitoso ajuste externo, así como la contribución de las "transferencias unilaterales privadas" para la consolidación de una cuenta corriente equilibrada. Como se indicó, el menor grado de desequilibrio stock-flujo inicial en Colombia posibilitó un ajuste menos traumático que en todos los restantes casos considerados, en los que el impacto recesivo del ajuste fue muy significativo y se observaron fuertes aceleraciones inflacionarias (con las excepciones de Chile y Costa Rica).

El caso chileno, por su parte, ilustra sobre la importancia de la preservación del acceso al crédito externo durante el ajuste. Ese elemento, así como una evolución favorable de los términos del intercambio y de las cantidades exportadas, y el éxito para atraer un flujo importante de inversión extranjera directa fueron otros rasgos destacados del proceso de ajuste externo de Chile en los ochenta. Hay que destacar también el exitoso desempeño exportador en rubros distintos del cobre, a lo que contribuyó la política orientada a mantener un tipo de cambio real elevado y estable.

En los casos de Costa Rica y de Bolivia, que comparten con Chile el rasgo de haber mantenido niveles de absorción de ahorro externo elevados en la segunda mitad de los ochenta, el rol del financiamiento externo proveniente principalmente de los organismos multilaterales, juntamente con las transferencias unilaterales, fueron también de decisiva importancia para la estabilización.

El caso del Brasil, por otro lado, ilustra sobre la insuficiencia del cierre de la brecha externa como condición para alcanzar un grado aceptable de estabilidad macroeconómica, aunque es sin dudas una condición necesaria para la misma. Por otra parte, muestra también que la "calidad" del cierre externo puede tener consecuencias macroeconómicas de relevancia, por sus efectos sobre las expectativas y sobre la capacidad de la economía de adaptarse ante las fluctuaciones de corto plazo de su sector externo. En relación con esto último, cabe indicar que

la inestabilidad de las relaciones financieras con los acreedores externos se convirtió en una fuente permanente de incertidumbre, que gravitó en forma negativa sobre el desempeño macroeconómico y particularmente sobre la recuperación de las tasas de inversión, afectando en consecuencia el ritmo de crecimiento.

En las experiencias de Argentina y México, por su parte, el extremo racionamiento del crédito externo, las fluctuaciones de los términos del intercambio y la tendencia a las fugas de capitales a causa de la marcada inestabilidad e incertidumbre macroeconómica se conjugaron para hacer que los logros en materia de cierre de la brecha externa no pudieran consolidarse.

## 2. La brecha fiscal

El efecto impacto de los shocks externos negativos de comienzos de los ochenta se reflejó también fuertemente en las cuentas fiscales de los países latinoamericanos. En primer lugar, por el aumento de la carga de intereses sobre la deuda pública, dado que en todos los casos el sector estatal detentaba una fracción sustancial de los pasivos externos. En algunos países (en Argentina y Chile, en particular) fue también determinante, posteriormente, el proceso de estatización de la deuda privada mediante diversos mecanismos que acarrearón fuertes transferencias de riqueza desde el sector público hacia los deudores privados favorecidos.

Además de los fenómenos de naturaleza financiera ya mencionados, en otros casos fueron de peso, en los primeros años ochenta, factores reales como las elevadas tasas de inversión estatal, tal cual sucediera en Colombia y Brasil, o los fuertes subsidios al sector privado, en este último país.

El grado de desequilibrio fiscal inicial, antes del shock, y la magnitud de este último, así como, posteriormente, las repercusiones del ajuste externo sobre las cuentas públicas, fueron condicionantes fundamentales del grado de éxito que habrían de alcanzar los distintos países en el cierre de la brecha fiscal.

Un aspecto importante de la interacción entre los procesos de ajuste externo y fiscal es el problema de la transferencia doméstica. Los procesos de ajuste externo tendieron a generar excedentes de divisas en la cuenta de comercio, de los que debía apropiarse fundamentalmente el sector público (dado que el grueso de la carga de intereses externos recayó sobre éste). En la medida en que el excedente de divisas es fundamentalmente privado, el objetivo de política fiscal debería ser la generación de un superávit primario de las cuentas públicas equivalente al superávit (privado) del comercio con el resto del mundo. De lo contrario, el sector público debería financiar la "transferencia doméstica" colocando deuda o mediante emisión monetaria, lo que tiene potencialmente efectos desestabilizantes, dada la estrechez que es típica de los mercados financieros en América Latina. Efectivamente, el grado de éxito en la resolución ordenada del problema de la transferencia doméstica, que se examinará en mayor detalle en la sección tercera del trabajo, fue uno de los determinantes fundamentales de la estabilidad/inestabilidad macroeconómica de los distintos países de la región en los ochenta.

Dos de las experiencias de ajuste exitoso analizadas más arriba al enfocar la evolución del sector externo, las de Chile y Colombia, se destacan también por el logro de cierres perdurables del desequilibrio fiscal. En ambos casos, la situación de las cuentas públicas previa al shock era más favorable que en los restantes países considerados.

En Colombia, la disciplina fiscal había acompañado a la bonanza externa de la segunda mitad de los setenta. Como consecuencia, las cuentas públicas presentaban una situación equilibrada, con un reducido déficit que rondaba el 1% del PBI en 1979. Además de un grado menor de endeudamiento global y del sector público en particular, la economía colombiana mostraba también un mayor grado de monetización, asociado a menores niveles de inflación, lo que tornaba poco dificultoso el financiamiento doméstico de un desbalance muy moderado de las cuentas públicas. Ese panorama equilibrado había comenzado a cambiar ya en 1979, cuando la política fiscal adoptó un giro expansivo que se reflejaría en el comportamiento de la inversión estatal. Entre 1980 y 1983 la misma se incrementó en más de 2 puntos del PBI, convirtiéndose en el principal factor explicativo del deterioro del resultado primario del sector público consolidado (que pasó de -2% del PBI en 1980 a -5.7% en 1983).

El deterioro de las cuentas públicas se acentuó a partir de 1980, y en él gravitó fuertemente la crisis del sector cafetalero. A ese impacto se sumó la suba de los devengamientos de intereses sobre la deuda externa, factor que de todos modos tuvo importancia moderada debido a los relativamente bajos niveles de endeudamiento. Como resultado de esta combinación de factores, el déficit consolidado sube fuertemente, promediando un 6.6% del PBI en el lapso 1982-1984, en el que el déficit primario se aproximó a los cinco puntos del producto.

Ese desequilibrio fiscal no es particularmente bajo en el contexto latinoamericano, medido como porcentaje del PBI. Es comparable al que por entonces presentaba la Argentina y mayor que el de Brasil y Chile. Como sucediera con el sector externo, sin embargo, también en el plano fiscal las relaciones stock/flujo y stock/stock de Colombia ("deuda pública/PBI", "deuda pública/monetización", por ejemplo) son en general más favorables que en las restantes economías consideradas. Frente a esta situación, una serie de medidas fiscales moderadas, aplicadas gradualmente, bastó para conducir a una rápida mejora de la situación financiera del sector público colombiano a partir de 1984. Desde el pico de 1983, el déficit primario consolidado cayó sostenidamente hasta convertirse en superávit en 1987. Como consecuencia de este comportamiento del resultado primario y del peso relativamente menor de los intereses de la deuda, el sector público de Colombia presentó una situación relativamente equilibrada y estable desde 1986 en adelante, con un déficit consolidado levemente superior a 1% del PBI en promedio entre ese año y 1990.

La recomposición del cuadro fiscal reconoce tres causas principales. En primer lugar, el comportamiento favorable de los muy importantes ingresos no tributarios, particularmente derivados de los sectores petrolero y cafetalero. Los ingresos no tributarios se ubicaron siempre por sobre los siete puntos del PBI a partir de 1986, lo que representa aproximadamente un tercio del flujo total de recursos corrientes. En segundo lugar, operó en el mismo sentido la política tributaria, a través de una reforma que incluyó la implementación del IVA desde 1983, mecanismos de ahorro forzoso, y una mejora en la administración. Y en tercer lugar, contribuyó a reequilibrar financieramente al sector público la caída de la inversión estatal, luego de concluidos los grandes proyectos energéticos y de infraestructura encarados a fines de los setenta. Pese a este descenso, la inversión pública se mantuvo en niveles que resultan comparables a los previos a la crisis: promedió alrededor de 7% del PBI en 1986-1990, cifra similar a la registrada en 1980.

Debido al grado de éxito alcanzado en el ajuste de las cuentas fiscales de Colombia, el sector público ejerció menor presión sobre los mercados financieros y monetarios domésticos

de lo que se observara en la mayor parte de los restantes casos considerados. Esto contribuyó a preservar un grado de monetización relativamente estable. Medido por la relación M2/PBI este incluso se incrementó en la fase de ajuste, alcanzando un pico superior a 32% en 1985. A fines de los noventa ese coeficiente era muy semejante al de comienzos de la década.

En el caso de Chile, la situación fiscal inicial era aún más favorable que la colombiana. En efecto, las cuentas públicas presentaban un superávit primario superior a los 6 puntos del PBI, y un superávit operativo de 5.7% del producto en 1980. Sin embargo, el impacto de los shocks desfavorables de comienzos de los ochenta fue de mucho mayor intensidad debido al mayor grado de endeudamiento, agravado posteriormente por la estatización de buena parte de la deuda externa privada.

Aunque el impacto de esos shocks de naturaleza financiera fue notorio, el abrupto deterioro de la situación fiscal chilena se debió centralmente al comportamiento del resultado primario: éste pasó de un superávit de 6.4% del producto en 1980 a un déficit de casi 4% del PBI en 1982. Como la inversión pública declinó muy moderadamente, ese perfil del resultado primario replica muy aproximadamente la trayectoria del ahorro del sector estatal chileno. Esta se debió, a su vez, a la conjugación de un incremento muy marcado del gasto corriente (superior a 6% del PBI, en dos años) con una declinación de los ingresos corrientes del orden de 3% del PBI.

Entre 1982 y 1984, en la fase de ajuste con inestabilidad e incertidumbre, el desequilibrio de las cuentas públicas se mantuvo en un nivel elevado. El resultado primario fue negativo y superior a 3% del PBI en valor absoluto, en promedio, y el déficit operativo consolidado se ubicó por sobre 6% del producto. Sin embargo, en este período, la disponibilidad de financiamiento externo permitió evitar las consecuencias desestabilizadoras sobre los mercados financieros domésticos que se observarían en otras economías de la región en el mismo lapso. Hizo incluso posible que se iniciara la recuperación de la tasa de inversión del sector público. En 1984 ésta se ubicó en 6% del PBI y superó los 7 puntos al año siguiente, ubicándose claramente por sobre los registros previos a la crisis.

A partir de 1985 el desequilibrio fiscal declinó en forma sostenida, alcanzándose una situación equilibrada hacia 1988. A esta mejora contribuyeron de manera importante los recursos generados por la explotación estatal del cobre<sup>9</sup>.

Otro factor que favoreció el equilibrio fiscal a partir de 1985 fue el ingreso de fondos a partir de la nueva onda de privatizaciones. Estos fueron en parte utilizados para el financiamiento de gasto corriente.

En este período, no sólo mejoraron las cuentas públicas, sino que esta mejoría se dio juntamente con el ya referido incremento de la inversión pública, que se ubicó, en promedio, en torno de siete puntos del PBI en 1985-90, luego de haber promediado alrededor de 5% del producto en la primera mitad de los ochenta. En este plano la experiencia del ajuste fiscal chileno es manifiestamente atípica. En las otras experiencias consideradas la inversión pública tendió a declinar, y lo hizo muy abruptamente en México y Argentina. El único otro caso entre los examinados en que la inversión pública retornó a los niveles pre-crisis a fines de los ochenta es el de Bolivia.

---

<sup>9</sup> La participación del cobre en las exportaciones totales pasó de 5.2% del PBI en 1981 a 14.1% en 1987-1988.

De las restantes economías aquí examinadas, el ajuste más completo de la brecha fiscal en los ochenta fue el alcanzado por México, país que puede incluirse, en este aspecto, entre los relativamente exitosos. También las economías de menor tamaño entre las consideradas, Costa Rica en particular, y en menor medida Bolivia, alcanzaron situaciones manejables en materia fiscal.

En el caso de Costa Rica, el desequilibrio financiero fiscal era elevado al comienzo de los ochenta: el déficit operativo superaba los 9 puntos del PBI. Sin embargo, aún dentro de la fase de inestabilidad extendida hasta 1982, la situación fiscal tendió a mejorar de manera más o menos rápida, a pesar del muy notable incremento de los flujos de intereses sobre la deuda. Varios factores contribuyeron a explicarlo. Entre ellos, es crucial el aumento de la recaudación de tributos sobre el comercio exterior, al calor del muy fuerte incremento de la participación de importaciones y exportaciones en el PBI, como resultado de la devaluación real. Ambos flujos, sumados, equivalieron en 1981 a 91.5% del producto a precios corrientes, alrededor de 28 puntos por sobre el valor de esa relación en 1980. En particular, mediante diversas medidas tributarias, el gobierno costarricense trató de captar una proporción de las ganancias extraordinarias que la devaluación generó al sector exportador. Como resultado de estas acciones, los tributos sobre las ventas externas proporcionaron en 1981 casi 30% de los ingresos corrientes totales del gobierno central, cuando previamente apenas superaban el 10%. Los impuestos al comercio exterior llegaron en 1982 a casi 45% de los ingresos corrientes totales de esa jurisdicción. Paralelamente, el gasto real se estaba contrayendo de manera pronunciada, en especial por el rezago de los ajustes de remuneraciones en relación con el ritmo de la inflación.

En la fase siguiente, iniciada en la segunda mitad de 1982, la continuidad de la recomposición de las cuentas fiscales de Costa Rica se asentó en aumentos de las tasas impositivas y en una reforma tributaria (llevada a cabo en 1983) que significó una elevación de la carga de tributos directos. Como resultado de las mejoras en la recaudación y de la tendencia declinante de la inversión pública (cuya participación en el PBI llegaría, a finales de los ochenta, a sólo la mitad de la observada en 1980), el resultado operativo fiscal fue superavitario entre 1983 y 1988, promediando aproximadamente 2.5% al año.

En 1989 y nuevamente en 1990, sin embargo, el sector público registra un déficit de esa misma magnitud. Este se debió en parte al rápido aumento de los incentivos fiscales a las exportaciones -a mercados extra-regionales, en especial- así como a las presiones salariales en el sector público. La respuesta frente a esta situación -que se reflejó también en un alza del ritmo inflacionario-, fue el lanzamiento de un nuevo programa de corte ortodoxo, que produjo una devaluación real importante, recomponiendo nuevamente el saldo del comercio, y que habría de incorporar un conjunto de medidas de reforma de la economía pública, incluyendo reducciones de personal, privatizaciones de empresas y reformulación de los programas de inversión estatal, entre otras acciones que permitieron reequilibrar las cuentas fiscales en 1991.

En Bolivia, por su parte, el desequilibrio de las cuentas públicas rondaba los 8 puntos del PBI al comienzo de los ochenta. La desaparición del financiamiento externo al sector estatal significó en 1982, respecto a los años inmediatamente precedentes, un shock del orden de los seis puntos del producto. La magnitud y velocidad del cambio, en condiciones de inexistencia práctica de financiamiento doméstico, fue una causa importante de la desestabilización.

En el período subsiguiente, de marcada inestabilidad macroeconómica, entre 1982 y 1985, el déficit operativo creció en forma extraordinaria, superando los 24 puntos del producto. Una partida que contribuyó decisivamente a esta apertura de la brecha fiscal fue la denominada "otros gastos", referida a erogaciones efectuadas por el Banco Central, cargadas al Tesoro y no especificadas en la hoja de balance del sector público. A esta partida, que en 1982 se elevó a 8.4% del PBI, correspondió un papel crucial en los desequilibrios financieros del período de desestabilización. Tales gastos corresponderían principalmente a pérdidas cambiarias del Banco Central, las que en consecuencia constituirían transferencias de capital al sector privado y serían consecuencia del crecimiento explosivo del tipo de cambio.

Sin embargo, el déficit primario -que no incluye los "otros gastos" mencionados- también tendió a crecer en forma descontrolada. La razón fue una contracción abismal de los ingresos públicos: los mismos declinaron en alrededor de 18 puntos del producto entre 1981 y 1984, como consecuencia del efecto Olivera-Tanzi, de la recesión y de la contracción de la recaudación por impuestos al comercio exterior y a las ventas internas de combustibles. Esta caída es atribuible a los mismos factores que explican la caída de los valores de ventas de las empresas públicas en los mercados externo e interno, a saber: atraso del precio de los combustibles, atraso de las tarifas y precios públicos, y atraso cambiario.

Por contraste, la abrupta reducción del déficit de caja que siguió al shock de estabilización de agosto de 1985 provino del aumento de los precios de los combustibles y otros precios públicos y tarifas, así como de la contracción de los gastos salariales por reducción de las remuneraciones reales y del empleo. A mediados de 1986, la aprobación de una reforma tributaria ayudó a recomponer la capacidad de recaudar impuestos sobre la renta interna.

Además de la desaparición de "otros gastos", la estabilización estuvo apoyada en un ajuste fiscal del orden de 16% del PBI, de los cuales más de la mitad correspondió al referido aumento de los precios públicos y algo menos de la mitad a la reducción de remuneraciones y jubilaciones.

Las condiciones de 1986 no fueron sostenidas en los años siguientes. Los ingresos por ventas en el exterior declinaron, se retrasaron nuevamente los precios públicos y aumentaron las remuneraciones, juntamente con la inversión pública. De modo que a fines de los ochenta el sector público boliviano tenía un déficit primario de entre un punto y medio y 2% del PBI, y devengaba intereses de deuda externa por otros tres puntos. La comparación con la estructura del sector público al inicio de la década ofrece una perspectiva de las transformaciones experimentadas a través de los procesos de ajuste y estabilización. Las tasas de inversión pública al final y al comienzo de la década son similares. Los ingresos corrientes se redujeron en unos 15 puntos del PBI, de los cuales casi dos tercios correspondieron a la reducción de las exportaciones estatales (en parte debida a la evolución de los precios externos de las ventas bolivianas). Los gastos corrientes se redujeron en unos 18 puntos del producto, de los que la mitad corresponde a las compras de bienes y servicios. Desde una perspectiva de largo plazo podría decirse que los episodios de la década de los ochenta, la desestabilización y los aspectos fiscales de la estabilización en Bolivia han sido en lo esencial resultado de un prolongado comportamiento adverso de la productividad, la producción y los precios de las exportaciones tradicionales del país.

En lo que se refiere al caso de México, se observa que hacia 1980 el desequilibrio de las cuentas públicas no era particularmente elevado en el contexto regional, al menos en la

definición correspondiente al resultado operativo. El mismo era de -2.5% del PBI en 1980. Aumentó abruptamente al año siguiente, sin embargo, aproximándose a los 11 puntos del PBI. El aumento de la carga de intereses sobre la deuda pública externa contribuyó a esa violenta apertura de la brecha fiscal, pero no fue su causa principal. Eso se constata observando el aumento del déficit primario del sector público consolidado. Este se incrementó en cinco puntos del PBI en 1981, en relación con su nivel previo. En lo fundamental esto se debió, a su vez, a la expansión del gasto público y, particularmente, del gasto de capital, que subió en más de tres puntos del PBI, mientras que el gasto corriente se incrementaba en un punto y medio. Los ingresos, por su parte, apenas variaron, medidos como porcentaje del PBI. El déficit primario se mantuvo en un nivel muy elevado en 1982, a pesar de que la inversión pública había iniciado una senda descendente que no se interrumpiría ya al menos hasta inicios de la década siguiente. Esa declinación fue más que compensada por un fuerte aumento del gasto corriente.

A partir de 1982, sin embargo, el drástico ajuste de México se hace evidente con mucha claridad en el comportamiento del resultado primario del sector público consolidado: éste pasa de un registro negativo de 7.3% en ese año a +4.2% del PBI al año siguiente, en lo que constituye el ajuste de mayor magnitud relativa entre los aquí considerados. Como consecuencia, el déficit operativo bajó en aproximadamente 10 puntos del PBI entre 1981 y 1983, a pesar de las subas de las tasas de interés. El aumento del superávit primario entre esos dos años es muy semejante a la caída correspondiente del ahorro externo, lo que revela un relativo éxito inicial en lo que se refiere a la "solución" del problema de la transferencia doméstica.

Desde entonces, la situación fiscal mostró algunas oscilaciones pero se logró preservar un resultado primario siempre positivo, con un mínimo de 2,1% del PBI en 1986. En los últimos años de la década, el mismo se ubicó sistemáticamente por sobre los 7 puntos del PBI. También el resultado operativo pasó a ser positivo luego de 1989.

La experiencia mexicana de ajuste fiscal se diferencia de los dos casos exitosos examinados previamente, el de Chile y el de Colombia, en dos aspectos principales. El primero de ellos se asocia con el hecho de que las tasas inflacionarias en México se aceleraron a partir de 1981 en forma visible. Con ellas se incrementaron también las tasas nominales de interés. Esto agravó el problema del manejo de la relativamente importante deuda interna pública a tasa flotante. Así, si bien el déficit operativo fue prácticamente controlado a partir de 1983 (promedió alrededor de 0.3% del PBI entre ese año y 1987), no sucedió lo mismo con el concepto financiero del déficit (PSBR), que incluye el total de los intereses nominales de la deuda. Este concepto del desequilibrio fiscal superó, en promedio, el 11% del PBI anual en el período 1983-1987, y en ese último año superó los quince puntos del producto. Con todo, también este concepto del desequilibrio fiscal evolucionó muy favorablemente bajo el plan de estabilización lanzado en 1987, y en 1989-1990 promedió 4,4% del PBI.

Un segundo aspecto que revela que la experiencia mexicana fue menos exitosa es el comportamiento de la inversión pública. Esta cayó muy abruptamente en la primera mitad de los ochenta, a diferencia de lo que se observa en los casos de Chile y Colombia, y continuaría bajando, aunque a ritmo menor, en los años subsiguientes. Hacia el final de la década era inferior a los cinco puntos del PBI, aproximadamente la mitad de su nivel relativo de 1980.

De este modo, en ciertos aspectos la evolución fiscal de México se ubica a mitad de camino entre los casos exitosos de Colombia y Chile y los de Argentina y Brasil, economías que al menos hasta inicio de los noventa se situaban en el otro extremo del espectro. En estos

últimos dos países se observó, a lo largo de la década pasada, una tendencia recurrente a la generación de fuertes desequilibrios macroeconómicos como resultado de las dificultades para mantener la brecha fiscal bajo control. Por diferentes razones, Brasil y Argentina no lograron alcanzar un equilibrio perdurable de sus cuentas públicas, aunque este panorama estaba cambiando considerablemente a comienzos de los noventa, particularmente en el caso argentino.

En 1980-1981 los desequilibrios (operativos) fiscales de Argentina, Brasil y México eran de órdenes de magnitud semejantes (7,6; 6,6 y 6,7% del PBI, respectivamente). En los tres casos esos desbalances se financiaban en medida importante a partir de fuentes externas.

En el Brasil ese déficit se debía por partes iguales a un resultado primario negativo superior a los 3 puntos del PBI y a un flujo de intereses de orden de magnitud comparable. Entre 1980 y 1982 el déficit primario del sector público consolidado declinó moderadamente, en el equivalente a poco más de 1 punto del PBI, debido en lo esencial a un incremento en la recaudación de impuestos directos. Pero eso no fue suficiente para compensar el creciente flujo de devengamientos de intereses sobre la deuda pública (interna y externa) de modo que el desequilibrio del sector público se mantuvo en un nivel elevado, superior a los 7 puntos del producto en 1982. A partir de entonces, en el período 1983-1984 y en el marco del programa de ajuste convenido con el FMI, se produjo un cambio importante en el panorama de las cuentas fiscales, paralelo al proceso de ajuste externo ya descrito. El resultado primario pasó a ser positivo y superó los cuatro puntos del PBI en 1984. Como consecuencia de ello, en ese mismo año se registró el menor déficit operativo de toda la década, equivalente a 2.7% del PBI.

Sin embargo, la calidad del ajuste fiscal parcial alcanzado por Brasil en este período se compara desfavorablemente con la observada en los casos exitosos examinados más arriba. En efecto, la mejora del resultado del sector público consolidado se debió a la contracción "salvaje" del gasto, al tiempo que la recaudación tributaria también se reducía<sup>10</sup>. La inversión pública, por ejemplo, se contrajo en el equivalente a dos puntos del PBI entre 1982 y 1984. Una trayectoria semejante siguió el gasto de consumo del sector público, merced fundamentalmente a una fuerte contracción de las remuneraciones reales de los asalariados del sector.

Pero a partir de entonces, coincidiendo con el fin de la administración militar y el inicio del gobierno de Sarney, en 1985, comienza una fase caracterizada, en el plano fiscal, por una tendencia recurrente al incremento de las necesidades de financiamiento. En la progresiva reapertura del desequilibrio fiscal jugó un papel central el aumento del consumo público. Este se incrementó de manera sistemática e intensa, y pasó así de 8.3 a 14.3% del PBI entre 1984 y 1989, tanto por un aumento de la masa de salarios cuanto del valor de las adquisiciones de bienes y servicios. Una de las razones del incremento del gasto corriente en esta etapa fue el movimiento hacia una mayor descentralización, dirigida a revertir los rasgos de acentuado centralismo que caracterizaran a la administración militar. Esta tendencia, en el plano fiscal, fue reforzada por disposiciones establecidas en la Constitución aprobada en 1988. La pérdida de recaudación por parte de la Administración Central, originada en las disposiciones constitucionales, se estimó en alrededor de 16% de los ingresos tributarios totales. Esta pérdida fue en favor de las administraciones de estados y municipios. Dado que no se dispuso una

---

<sup>10</sup> La carga tributaria en 1984, el mejor año de la década en lo que se refiere al resultado operativo, fue también la menor registrada en los años ochenta.

descentralización semejante de partidas de gasto, el control de las cuentas fiscales se tornó de hecho más dificultoso. Esta fue una de las razones por las que el tema de la reforma fiscal adquirió una centralidad muy clara en los últimos años.

La ampliación de la brecha fiscal en la segunda mitad de la década pasada no fue mayor merced a la tendencia declinante de las tasas de interés, que al contrario de lo sucedido en la primera mitad del decenio, se comportaron favorablemente. En el año 1989, sin embargo, los intereses sobre la deuda interna tuvieron un peso importante, debido a que las tasas domésticas se incrementaron en el contexto de marcada incertidumbre que precedió a la elección y al inicio de la gestión de Collor. En los primeros dos años de la presente década, las cuentas públicas mejoraron significativamente pero sin que se alcanzara una situación consolidada. Por el contrario, el resultado del sector público volvía a tornarse negativo hacia el final del gobierno de Collor, en 1992. Adicionalmente, el cambio de la situación financiera externa generó ingresos de capitales y un aumento de la deuda pública interna, como ya se indicó, a causa de las acciones de esterilización. De este modo el problema que el "roll-over" de una deuda costosa y de plazos muy cortos presenta al Brasil tornó a agravarse.

En la Argentina el déficit fiscal había fluctuado durante el período de posguerra entre 3 y 7% del PBI, aproximadamente. En 1980 se ubicaba en el techo de esa banda. De acuerdo con las estimaciones del PBI que surgen de la reciente revisión de las cuentas nacionales, el desequilibrio operativo en ese año se ubicó en 5.5% del producto. Luego de la crisis desencadenada el año siguiente, el déficit de las cuentas públicas dio un salto notable y se situó, en el período 1981-1984, en un nivel promedio de 9.3% del PBI. La apertura de la brecha fiscal en esta fase fue consecuencia del incremento de las tasas de interés internacionales, pero también, al igual que en el caso chileno, de la estatización, por diversos mecanismos, de buena parte de los pasivos externos del sector privado. Se observa, en particular, que el resultado primario no sufrió un deterioro significativo, puesto que promedió alrededor de -4.5% del PBI en 1981-1984, frente a un déficit de 3 puntos del producto en 1980, revelando que el peso de los mayores devengamientos de intereses sobre la deuda pública fue crucial en la determinación de la ampliación de la brecha fiscal.

En el período de "ajuste caótico" extendido entre 1981 y 1985 las autoridades no pudieron elevar la carga tributaria o reducir los gastos gubernamentales de manera consistente con los requerimientos impuestos por el mayor endeudamiento del gobierno. Posteriormente, cuando se lograron ajustes relativamente significativos en las cuentas del sector público, no se consiguió darles perdurabilidad. Este fue el caso del Plan Austral, que produjo un cambio considerable del panorama fiscal desde mediados de 1985. El déficit primario del sector público consolidado pasó a ubicarse por debajo de 1% del PBI en 1985-1986, con lo cual el déficit operativo promedió un 4% del producto, muy por debajo de los registros precedentes. Ese logro se debió fundamentalmente al aumento de la recaudación tributaria, al que contribuyeron la reducción del ritmo inflacionario y la recuperación del nivel de actividad que siguieron a la instrumentación del plan. En ese breve lapso se observó además cierta reversión, moderada, de la tendencia declinante que la inversión pública presentaba desde el inicio de la crisis. Pero los logros del plan Austral tendieron a diluirse rápidamente a medida en que la situación del sector externo empeoraba y la inflación tendía nuevamente a acelerarse, en 1987-1988. Ciertas medidas recaudatorias "por única vez" que habían formado parte del plan fueron también dando lugar, al agotarse, a la progresiva reapertura del desequilibrio fiscal.

Aun así, en el período 1986-1988 los gastos del gobierno fueron significativamente más bajos (en 4 puntos porcentuales del producto, aproximadamente) que en el período 1981-1983. El gran peso del ajuste del gasto a lo largo de los ochenta tendió a recaer sobre los salarios públicos y sobre la inversión, aunque ésta declinó más acentuadamente luego de 1988, cuando la economía ingresaba nuevamente en una fase de marcada inestabilidad, al diluirse los logros antiinflacionarios del Plan Austral. Las autoridades encontraron grandes dificultades para controlar los déficit originados en la seguridad social, en las empresas públicas y en las provincias. Las características que asumió el ajuste del gasto no sólo empeoraron la asignación de recursos; también actuaron en el sentido de deprimir directa y significativamente la tasa de crecimiento, como consecuencia de la caída de la inversión pública. Si bien el gasto se mantuvo en niveles menores a los de la primera mitad de la década, el gobierno no logró mantener la presión tributaria en el nivel requerido para hacer frente a los compromisos de pagos al exterior. El déficit fiscal tendió de este modo a retornar a niveles superiores a los alcanzados en la primera fase del intento estabilizador.

Como ocurrió con la brecha externa, la brecha fiscal argentina tendió a convertirse en un desequilibrio autoperpetuado debido a la operación de los mecanismos originados en la inestabilidad macroeconómica, como el efecto Olivera-Tanzi. Estas características de la brecha fiscal y del sector externo tendían a colocar la tasa de inflación y la evolución de los activos financieros internos en trayectorias explosivas. Este tipo de desequilibrios autoperpetuados que tienden a volverse explosivos (por ejemplo en la forma de episodios hiperinflacionarios) caracterizaron el entorno macroeconómico tanto de Argentina como de Brasil, hasta el inicio de los años 90.

Luego del giro favorable de la situación financiera internacional de comienzos de esta década, la situación fiscal de la Argentina cambió favorablemente de un modo notable, alcanzándose una situación prácticamente equilibrada en 1992. En este cambio colaboró un conjunto de factores, entre los que deben mencionarse: la reducción de la carga de intereses, debido a la declinación de las tasas de interés internacional; el menor valor real de los flujos de pagos de intereses al exterior, debido a la fuerte apreciación cambiaria producida desde 1990 en adelante; y, por el lado de los ingresos, el aporte de recursos al fisco a partir del intenso programa de privatizaciones llevado adelante por el gobierno de Menem, por una parte, y por otra el repunte de la recaudación de tributos debida a la recuperación de los niveles de actividad económica y a una mejora en la administración tributaria. Principalmente como resultado de este repunte de los ingresos, el sector público argentino alcanzó en 1992 un resultado primario positivo sin antecedentes en mucho tiempo.

El examen de la evolución del desequilibrio fiscal en los distintos casos nacionales considerados sugiere que los diferentes grados de éxito alcanzados en el correspondiente "cierre" se correlacionan con diversos factores, que incluyen, en primer lugar, el grado de exposición financiera inicial del sector público y, en consecuencia, con la vulnerabilidad relativa frente a shocks de naturaleza financiera. Colombia enfrentó un shock fiscal comparativamente más débil a comienzos de los ochenta, justamente por su bajo grado de endeudamiento previo. En segundo lugar, se observa que la capacidad del sector estatal para captar rentas generadas a partir de recursos naturales fue importante en algunos de los casos de ajuste más exitosos, en particular en los de Chile y Colombia. En el caso de Costa Rica, resalta también la capacidad del estado para captar mediante medidas tributarias una parte de las ganancias extraordinarias generadas

al sector exportador como consecuencia de las devaluaciones del período de ajuste. Es decir, este país pudo redefinir la carga tributaria de acuerdo con el cambio de composición que estaba sufriendo por entonces la composición del producto. En tercer lugar, cabe destacar la importancia del apoyo financiero recibido por el sector público; éste fue muy importante en el caso de Chile, y también en los de Costa Rica y Bolivia. Colombia también pudo suavizar el ajuste inicial merced a la continuidad que tuvo la captación de recursos externos para proyectos de inversión estatal. En cuarto lugar, debe mencionarse el grado de eficacia alcanzada en el objetivo de incrementar o al menos preservar la presión tributaria. Varios países, incluyendo nuevamente a los casos exitosos de Chile, Colombia y Costa Rica, realizaron importantes reformas tributarias que contribuyeron a la consolidación del ajuste fiscal. En quinto lugar, debe mencionarse el nivel de eficiencia de las medidas orientadas a la reducción del gasto, aspecto en el cual es crucial el sendero seguido por la inversión pública. Los casos de peor desempeño fiscal en los ochenta, como los de Argentina y Brasil, se caracterizaron precisamente porque además de reiterados fracasos en los intentos de mejorar de forma más o menos permanente el flujo de ingresos fiscales, comprimieron de manera significativa los gastos de inversión, lo que impactó muy negativamente sobre el desempeño de la economía en materia de crecimiento. México ilustra también, más allá de su mayor éxito en materia de cierre fiscal perdurable, sobre el efecto depresivo de la declinación de la inversión pública.

### C. LA CRISIS DE LA DEUDA Y LAS RESTRICCIONES PARA LOS NOVENTA

#### 1. La transferencia externa, el balance de ahorro e inversión y el crecimiento

Cuando se consideran las tasas de crecimiento promedio de los países que hemos analizado durante la crisis de la deuda -entre 1982 y 1990-, dos hechos surgen claramente. El primero es que la crisis redujo la tasa de crecimiento en forma generalizada. Los países que mejor evolucionaron a lo sumo lograron extremadamente modestos aumentos en el PBI per capita. El segundo es que existen grupos bien diferenciados en lo que hace a la magnitud de la reducción en la tasa de crecimiento y que ello se relaciona en forma estrecha con la estructura macroeconómica preexistente y las características dinámicas del proceso de ajuste (cuadro 1).

El país que mejor evolucionó fue Colombia, que -como se viera- estuvo en condiciones de limitar en forma consistente los efectos desestabilizadores provenientes de los desequilibrios externo y fiscal. Un dato a remarcar es que el promedio de 3,5% es el resultado de tasas de crecimiento dispares pero **siempre positivas**. El crecimiento colombiano fue bajo pero sostenido.

Brasil, Chile y Costa Rica conforman un segundo grupo que muestra tasas de crecimiento similares en el entorno del 2,5%. A diferencia de Colombia, en los tres casos se registraron tasas de crecimiento negativas en al menos un año. No obstante, mientras Chile y Costa Rica muestran un sendero de afianzamiento del crecimiento -las caídas del producto se dan al principio de la crisis, y hacia fines de la década su tasa de aumento es sensiblemente más alta y sostenida-, en Brasil los registros más negativos se observan hacia fines de los ochenta. En este sentido, el mejor desempeño fiscal y la habilidad en la negociación con los organismos

internacionales para "cerrar" de una forma sostenible la brecha externa, marca la diferencia específica. Aun cuando Brasil muestra desequilibrios de la cuenta corriente menores que Chile o Costa Rica y por ende un nivel de ajuste en sentido estricto mayor, su desempeño fiscal y su relación con los organismos y los bancos extranjeros fueron francamente peores.

Por último, México, Argentina y Bolivia forman parte del conjunto de países donde el proceso de crecimiento sufrió el deterioro más profundo. Los dos últimos, en particular, se destacan como los únicos países de los analizados donde el producto cayó en términos absolutos como consecuencia de la crisis. La Argentina no estuvo en condiciones de inducir un cierre relativamente sostenible de ninguna de las dos brechas; no lo logró a pesar del importante esfuerzo fiscal y de la significativa reducción de la absorción doméstica que se tradujo en un superávit comercial promedio de 3,5% del PBI (cuadro 1). Bolivia, por su parte, estuvo afectada por una profunda crisis en su economía debido al derrumbe del sector externo. Aún cuando fue uno de los primeros países que logró estabilizarse macroeconómicamente, siguió siendo dependiente del ahorro del resto del mundo para financiar tanto el déficit fiscal como el de cuenta corriente y hacia fines de los ochenta parecía haberse estancado en una situación de equilibrio de "fondo de pozo". En el caso de México, el brutal ajuste fiscal y la enorme cantidad de recursos enviados al exterior vía transferencia indujeron transformaciones de importancia en la dinámica de comportamiento de la economía. De hecho, la reducción de los desequilibrios fiscal y externo parece haberse logrado totalmente a costa del crecimiento.

En realidad, el caso de México no hace más que ejemplificar un hecho característico del período de la crisis de la deuda: si bien puede encontrarse una relación bastante estrecha entre el grado de éxito alcanzado en el manejo de los desequilibrios fiscal y externo por un lado, y la tasa de crecimiento observada por otro, ello no implica necesariamente que los países que experimentaron una mejor evolución son aquéllos que hicieron el mayor ajuste. Lograr el cierre de la brecha fiscal o de la externa no significa poner el déficit fiscal o de cuenta corriente en cero. Significa, en primer lugar, desactivar los mecanismos desestabilizadores que se alimentan de las brechas fiscal o externa. Dos países pueden tener desequilibrios similares en cuenta corriente, pero los efectos desestabilizadores serán diferentes si el financiamiento se logra forzosamente vía atrasos en los pagos externos (Argentina) o vía una negociación exitosa con los bancos acreedores y los organismos internacionales (Chile). De igual forma, una misma reducción del déficit puede tener efectos muy diferentes sobre el crecimiento según se haya logrado bajando la inversión pública (México) o no (Chile), y sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, dependiendo esto último de si el grado de profundización financiera es alto o bajo, ya que ello determina el monto de deuda pública que puede colocarse sin generar una presión excesiva sobre el sistema financiero doméstico. Del análisis comparativo de estas cuestiones pueden sacarse conclusiones muy útiles sobre la dinámica de ajuste y reforma estructural y, por lo tanto, sobre la viabilidad de las estrategias de transformación económica en contextos macroeconómicos disímiles.

En el cuadro anterior se muestra la transferencia externa promedio efectuada por cada uno de los países en el período bajo análisis, medida en función del superávit comercial<sup>11</sup>. Los datos ponen en claro que ajuste de la absorción doméstica no es sinónimo de estabilización y

---

<sup>11</sup> Esta medida muestra valores muy similares a los presentados en CEPAL (1991a).

menos aún de capacidad de recuperación del crecimiento. Dentro del grupo de países con menor crecimiento se encuentran también los que efectuaron el mayor esfuerzo de ajuste en términos del producto: México y Argentina realizaron las transferencias al exterior más altas durante la crisis de la deuda y consecuentemente los ajustes más severos de la absorción interna. Por otra parte, Colombia y Costa Rica, que son los que más crecieron, se encuentran entre los que transfirieron menos recursos al exterior. En el caso de Costa Rica la transferencia realizada fue en realidad **negativa**. Los casos intermedios de Brasil y Chile aportan también evidencia en el mismo sentido. Brasil transfirió más recursos y logró reducir mucho más su dependencia del ahorro externo que Chile. Sin embargo, fue éste último y no Brasil el que logró reinstaurar un proceso de crecimiento sostenido en un marco de creciente estabilidad.

Un factor clave que influyó sobre la capacidad para controlar y limitar los desequilibrios originados en la brecha externa fue la proporción de los ingresos por exportación absorbidos por la transferencia al exterior. La magnitud de esta proporción se correlaciona tanto con el grado de apertura al comienzo de la crisis como con el stock de deuda acumulado. Dada la exigua cantidad de reservas con que los países contaban luego de las corridas cambiarias de principios de los ochenta, la liquidez en términos de dólares de cada uno de ellos estaba dada básicamente por el flujo de exportaciones anuales. **Ceteris paribus**, cuanto más abierta la economía, mayor el flujo de exportaciones y por ende la liquidez disponible anualmente. Esto influyó seguramente en la percepción de la capacidad de repago de los países por parte de los acreedores y los organismos multilaterales y puede contribuir a explicar, por ejemplo, por qué Chile pudo manejar mucho mejor su desequilibrio externo que Brasil, aún cuando el déficit en cuenta corriente de Chile era mayor. Mientras que para Chile la transferencia representó en promedio un 8.9% de sus exportaciones, en el caso de Brasil la proporción llega a casi un tercio. Suponiendo que la balanza comercial estuviera en equilibrio antes de la transferencia, la reducción proporcional de las importaciones requerida para lograr un superávit comercial acorde con la transferencia a efectuar era mucho menor en un caso que en el otro. En realidad, en todos los países de muy bajo crecimiento -a excepción de Bolivia, afectada por una particular crisis productiva estructural- la transferencia representó una alta proporción de las exportaciones. Argentina efectuó pagos netos equivalentes a un 36.7% de las exportaciones y México 24.7%. Lo inverso ocurre con los que crecieron más. Cabe acotar, no obstante, que en el caso de Colombia la relativamente baja proporción de la transferencia en las exportaciones se debió al menor stock de deuda y no tanto al grado de apertura.

El monto de la transferencia externa influyó sobre el crecimiento porque, obviamente, cuanto mayor la transferencia mayor debía ser el superávit comercial y por lo tanto más fuerte el ajuste requerido en la absorción doméstica. Como los países que habían avanzado más en el proceso de sustitución de importaciones eran los menos abiertos, también eran los que encontraban mayores dificultades en reducir la demanda de productos importados esenciales sin afectar severamente la capacidad de producción interna. **Ceteris paribus**, cuanto más avanzado el proceso de sustitución, más inelástica era la demanda de insumos importados esenciales. Por ello, el peso del ajuste externo en esos países tendió a caer sobre el componente de bienes de inversión de las importaciones y sobre el nivel de ingreso. Este factor coadyuvó significativamente en la inducción de un "sobreajuste" de la inversión y el producto en el proceso de reducción de la absorción doméstica. En el cuadro aparece la variación en la relación "inversión/PBI" registrada entre 1980 y 1990. Resulta claro que los países que realizaron una

mayor transferencia fueron aquéllos donde la inversión cayó más. No es sorprendente, entonces, que hayan sido los que crecieron menos.

Sin embargo, no sólo la evolución de la capacidad de importar -determinada por la restricción externa y el nivel de la transferencia- tuvo importancia en la explicación de lo ocurrido con la inversión. También jugaron un papel muy importante los factores relacionados con la forma de ajuste interno porque ellos influyeron fuertemente sobre la evolución del ahorro, tanto el público como el privado. En muchos países, la disponibilidad de ahorro tendió a convertirse en una restricción operativa y, en los noventa, cuando la restricción externa se relajó, la importancia de este factor quedó claramente al descubierto. Vale la pena entonces detenerse brevemente a analizar este punto.

Durante la crisis de la deuda, la orientación general de la política económica fue la de buscar una reducción del déficit de cuenta corriente o incluso la generación de un superávit. Pero un país sólo puede reducir su déficit de cuenta corriente (o aumentar el superávit) si a nivel interno genera una diferencia creciente entre el ahorro nacional y la inversión. Las formas en que cada país enfrentó esta cuestión fueron diversas -y por lo tanto también lo fueron las consecuencias sobre el crecimiento y la estabilidad- y estuvieron determinadas tanto por la conducta de ahorro e inversión seguidas por el sector público vis-à-vis el sector privado como por la disponibilidad total de crédito externo, que definía el nivel requerido de reducción del déficit en cuenta corriente.

En todos los casos analizados, en un primer momento, la crisis indujo reducciones en la tasa de ahorro nacional. El abrupto incremento de los intereses a pagar al exterior redujo el ingreso nacional y ello tuvo consecuencias negativas sobre el ahorro. Una vez absorbido el efecto impacto, sin embargo, desde mediados de los ochenta, los países considerados mostraron capacidades muy diferentes para recomponer el ahorro nacional. Los que más crecieron son justamente aquéllos que tuvieron éxito en la recuperación del ahorro nacional, como puede verse en el cuadro 1. En un contexto donde el racionamiento del crédito externo obligaba a reducir el déficit de cuenta corriente, los países que lograron mantener o aumentar el coeficiente de inversión son aquéllos que estuvieron en condiciones de inducir un aumento de la tasa de ahorro nacional. En los casos en que la tasa de ahorro se estancó o incluso bajó, la única opción para aumentar la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión fue la de deprimir la inversión.

La dinámica de ajuste que estamos analizando -que se originó en la interacción entre la transferencia externa neta, el ahorro y la inversión- indujo fuertes cambios en las relaciones de financiamiento que ligan a los tres agentes agregados de mayor relevancia: el sector público, el privado y el resto del mundo. Tales cambios pueden "leerse" observando la evolución de los superávits generados por cada uno de ellos. En el cuadro 2 se muestra el cambio en los superávits anuales promedio de cada sector entre los períodos 1982-1985 y 1986-1990.

Entre los dos períodos considerados, todos los países -con la excepción de Costa Rica, que mostraba un superávit en el período 1982-1985- redujeron su déficit fiscal. Como la suma de los superávits de los distintos sectores debe sumar cero, la reducción del déficit público liberó recursos financieros que podían ser usados por el sector privado y/o el resto del mundo para disminuir su superávit (o aumentar su déficit). Pero, como dijimos, la política general fue la de privilegiar la reducción del déficit de cuenta corriente y, en consecuencia, con la excepción de Bolivia, en todos los casos la reducción del déficit fiscal tuvo como contrapartida una reducción del superávit del resto del mundo. Esto incluye a México, si bien no se observa en el cuadro

porque ese país logró una fuerte reducción de su déficit en cuenta corriente ya durante el proceso de ajuste caótico de 1982/1985. La reducción del déficit fiscal, por lo tanto, sirvió para disminuir la demanda de crédito externo. *Ceteris paribus* la carga de intereses a pagar, ello implica que la reducción del déficit fiscal se utilizó en primer lugar para aumentar la transferencia externa. Esto impidió que fuera la inversión privada doméstica -y por ende el crecimiento- la beneficiaria de la liberación de fondos prestables por parte del gobierno. Sin duda este hecho se correlaciona con la baja tasa de crecimiento de América Latina en este período.

A pesar de esto, sin embargo, en la segunda mitad de los ochenta hubo países que pudieron retomar una senda de crecimiento sostenido. Dos hechos están asociados con esto. Por una parte, si bien hubo una reducción generalizada de la demanda de crédito externo, también es importante la cuantía de crédito que quedó disponible luego de esa reducción. Por otra, lo mismo ocurre con el déficit fiscal, si bien se redujo en todos los países, en algunos el nivel remanente resultaba aún excesivo, dadas las condiciones macroeconómicas y financieras existentes.

Chile y Costa Rica son sin duda los casos más exitosos de estabilización y recuperación del crecimiento luego de la etapa de ajuste caótico. Entre 1986 y 1990 Chile experimentó una tasa promedio sostenida de crecimiento del 6.7 % y Costa Rica del 4.7%. Pero del cuadro surge que fueron también los países que contaron con una mayor proporción de financiamiento externo (Supe) en relación al producto durante la estabilización, tanto en la fase de ajuste caótico como en la siguiente. Los montos de apoyo financiero externo en términos del PBI recibidos por estos dos países son varias veces superiores a los destinados a cualquiera de los otros casos analizados, a excepción de Bolivia. Como el crédito externo disponible siguió siendo significativo y el déficit fiscal bajó, el sector privado se benefició de una disponibilidad de fondos razonable. Nótese que Costa Rica y Chile son los únicos casos donde el sector privado muestra un déficit tanto en el período de ajuste caótico como en el siguiente. En Chile y Costa Rica el sector privado contó con fondos para la inversión que excedieron el ahorro que generaba y, por lo tanto, no resulta extraño que estos dos países fueran aquéllos en los que la inversión privada experimentó la recuperación más importante. En Costa Rica, la inversión privada era 6 puntos del PBI más alta en 1990 que en 1980, y en Chile se recobró sensible y sistemáticamente desde mediados de los ochenta.

El caso de Bolivia es también una muestra de la importancia de que el financiamiento externo no cayera en forma pronunciada durante el período de ajuste fiscal: el déficit fiscal se redujo sustancialmente, pero se mantuvo en un nivel promedio alto y muy superior al de Costa Rica o Chile en la segunda mitad de los ochenta. Además, Bolivia tenía un problema estructural en su sector externo. Aún así, este país logró estabilizar su economía luego de 1985, en un contexto en el que el sector privado redujo espectacularmente su superávit hasta convertirlo en un déficit. La diferencia con Costa Rica y Chile es que la falta de proyectos rentables determinó que la tasa de inversión privada continuara sin recuperarse, a pesar de la mayor disponibilidad de fondos. Claramente, el mayor apoyo externo no es una condición suficiente para crecer.

Colombia, por otra parte, fue el único país que logró al mismo tiempo reducir el déficit fiscal y generar un superávit en la cuenta corriente en la segunda mitad de los ochenta. Quizás la ingente cantidad de recursos de ahorro destinados a financiar el superávit en cuenta corriente se correlacione con el hecho de que Colombia haya mostrado tasas de crecimiento mucho

menores que las chilenas, aún cuando era una economía sin excesivos problemas de inestabilidad y un nivel de endeudamiento bajo en términos latinoamericanos.

Los países más grandes y más industrializados -Brasil, México y la Argentina- redujeron el déficit fiscal pero no recibieron un apoyo externo significativo. Como consecuencia, el sector privado doméstico hubo de "cargar" con todo el peso del ajuste sin contar con la posibilidad de distribuirlo en el tiempo a través del uso del crédito. Los efectos en términos de inestabilidad macroeconómica, si bien de distinto grado, fueron enormes en los tres casos. México fue el más "exitoso" en controlar la inestabilidad. Redujo más el déficit fiscal y presionó menos sobre el superávit privado que Brasil y la Argentina. Estos dos últimos, al haber reducido menos el desbalance fiscal y haber contado con muy poco crédito externo, obligaron al sector privado a generar los superávits observados más altos (de más de tres puntos del producto en promedio). Argentina y México, no obstante, crecieron menos que Brasil y compartieron un rasgo muy negativo que estuvo ausente en este último país: obligaron al sector privado a generar superávit o no aumentar el déficit en un contexto en que el ahorro privado estaba debilitándose. La única forma de aumentar el superávit de los particulares era mediante la inducción de una caída en la inversión privada. En estos dos países es donde se observa el mayor derrumbe de esa variable. La dinámica mediante la cual el ahorro y la inversión fueron adaptados al nivel de transferencia externa requerido actuó en sentido inverso a los casos exitosos de Chile y Costa Rica.

## 2. El problema de la "doble transferencia" y la inestabilidad como restricción del crecimiento

En el anterior análisis hemos separado los períodos 1982-1985 y 1986-1990 porque representan dos fases relativamente bien diferenciadas. En la primera se dio un proceso de ajuste caótico. Ante el abrupto aumento del déficit tanto fiscal como de cuenta corriente provocado por el efecto impacto de la crisis, las autoridades reaccionaron tratando de ajustar de una manera bastante desarticulada. En la segunda, desde mediados de 1985, los países más severamente afectados por la crisis pusieron en práctica programas integrales de estabilización que luego serían seguidos por intentos de reforma estructural. Argentina implementó el Plan Austral, México primero el PIRE y luego el PSE, Bolivia el plan Sachs, Chile el Plan Büchi y Brasil el Cruzado. Estos programas compartían la característica de basarse en un diagnóstico que reconocía que la profundidad de la crisis necesitaba de herramientas de estabilización diferentes de las tradicionales y que éstas debían complementarse con medidas de reforma estructural. Sin embargo, el grado de éxito alcanzado en el control de la inestabilidad y la recuperación del crecimiento fue notablemente disímil. Argentina y Brasil fallaron completamente. Bolivia y México estabilizaron la inflación pero no lograron reinstalar un proceso de crecimiento sostenido. Chile tuvo un éxito notable en ambos frentes y en menor grado también Costa Rica. Colombia, afectada de forma menos dramática por la crisis, pudo conservar un marco de razonable estabilidad y aumentó sus tasas de crecimiento, aunque sólo de manera modesta.

Ya hemos visto que la proporción del PBI transferida al exterior jugó un rol central en la explicación del grado de éxito alcanzado. Ahora queremos analizar el otro factor que influyó notablemente: la capacidad para resolver o al menos administrar de manera controlada las

repercusiones de la transferencia externa sobre el nivel de estabilidad interna. Esto es, la capacidad para resolver lo que se dio en llamar el "problema de la transferencia doméstica".

El núcleo de las cuestiones planteadas por este problema consistía en que no sólo era necesario generar los recursos para efectuar la transferencia externa, además había que extraérselos a algún sector de la economía nacional. Más allá de los problemas distributivos que ello generó, tuvo fuertes efectos sobre la estabilidad macroeconómica, porque obligó a replantear radicalmente la estructura de gasto, tributación y financiamiento del sector público y con ello la relación entre éste y el sector privado. En lo que sigue analizamos brevemente la anatomía del problema de la transferencia doméstica y sus efectos sobre la estabilidad.

Luego de estallar la crisis de la deuda, el mercado de crédito externo pasó a estar racionado y el déficit de la cuenta corriente no podía ser superior al total del flujo de financiamiento externo disponible. Como todos los países mostraban un fuerte déficit estructural en la cuenta de servicios financieros, era necesario generar un superávit comercial igual al déficit en la cuenta de servicios, neto de la cuota de financiamiento externo asignada. Cuanto mas escasa la asignación de crédito, mayor el superávit comercial necesario y mayor la transferencia neta a realizar. Como la disponibilidad de financiamiento externo fue diferente para cada país también lo fue, como vimos, la transferencia neta realizada. Una vez establecida de esta manera la cuantía de la transferencia externa neta a efectuar quedaba definido el nivel de la absorción doméstica compatible con el cierre externo. Las políticas de ajuste tenían la misión de transformar una parte de la absorción potencial en transferencia de recursos al exterior.

Dado que la mayor proporción de deuda externa pertenecía al sector público o fue nacionalizada al comienzo de la crisis, prácticamente el total de los intereses externos se devengaban en las cuentas públicas. Por lo tanto era el gobierno el que debía realizar la transferencia externa. Para ello, debía contar con recursos suficientes para adquirir las divisas provenientes del superávit comercial y girarlas al exterior en pago de los intereses de la deuda. Para generar "genuinamente" (esto es, en el marco de un déficit fiscal global nulo) los fondos destinados a adquirir las divisas originadas en el superávit comercial, la consistencia macroeconómica marcaba que era necesario inducir un superávit fiscal primario igual a los intereses externos a pagar. Si, más modestamente, sólo se buscaba evitar la presión de la transferencia sobre el mercado financiero doméstico, el requisito era generar un superávit primario igual a los intereses a pagar netos del financiamiento externo disponible para el sector público. En cualquier caso, el problema de la transferencia y del ajuste de la absorción doméstica apareció en primer lugar como la necesidad de reducir el déficit público primario en forma pronunciada. En algunos casos -como en Brasil y México donde la deuda interna era considerable- la regla a seguir para determinar el superávit primario compatible con un déficit global igual a cero era aún más estricta porque el superávit primario debía cubrir además los intereses devengados por las obligaciones públicas domésticas.

Aunque a consecuencia de las medidas de estabilización aumentaron los superávit primarios, en general la regla antes mencionada no pudo ser cumplida estrictamente y para financiar el déficit global remanente las autoridades debieron recurrir al crédito. Tanto la forma en que se indujo el aumento del superávit primario como aquélla en la cual el déficit global remanente fue financiado fueron cruciales. Los efectos sobre la estabilidad macroeconómica y financiera fueron muy diferentes en función de si el gobierno financió la transferencia al exterior vía un aumento en la tributación, una reducción del gasto (en particular el de inversión) o un

incremento del impuesto inflacionario debido a la incapacidad para reducir apropiadamente el déficit fiscal. Un punto central fue que, frecuentemente, la forma elegida no fue tanto consecuencia de una decisión de política sino un efecto endógenamente determinado por la crisis. En realidad, las características dinámicas de los mecanismos que operaron para ajustar las cuentas públicas y la absorción doméstica en países como Argentina, México, Bolivia o Brasil generaron una inestabilidad de corto plazo tan profunda y persistente que la estabilización pasó a convertirse en un objetivo de política por derecho propio, más allá de su carácter de condición necesaria para reinstaurar el crecimiento.

Los intentos por resolver el problema de la "doble transferencia" encontraron en forma sistemática dilemas de política bajo la forma de un **trade-off** entre estabilidad doméstica y "equilibrio" externo, definido éste como la capacidad para generar el monto de transferencia determinado implícitamente por la cuota de crédito externo asignada. El grado de tensión entre ambos objetivos dependió crucialmente de los efectos de la devaluación sobre la estabilidad de corto plazo en cada economía ya que, para inducir el superávit comercial requerido por la transferencia, el instrumento privilegiado fue la corrección alcista del tipo de cambio real via devaluación nominal. Como puede verse en el cuadro 3, en todos los casos hubo un fuerte aumento en el tipo de cambio real.

La devaluación tanto nominal como real tuvo consecuencias cualitativa y cuantitativamente diferentes en cada caso, dependiendo de sus efectos sobre la inflación y el déficit fiscal. Esto, a su vez, fue una función de la estructura tributaria y del régimen inflacionario preexistentes, porque ambos contribuyeron significativamente a modelar los mecanismos dinámicos que actuarían en el nuevo contexto. Como ya se remarcará, en algunos casos la mera persistencia de la inestabilidad tendió a generar mayor inestabilidad al ponerse en funcionamiento mecanismos de realimentación de las brechas.

En relación con la estructura tributaria, como vimos al analizar la brecha fiscal, el rol central le cupo a la proporción de los ingresos públicos absorbidos por el pago de intereses externos y la medida en que tales ingresos se originaban en exportaciones de recursos naturales en manos del sector público. Cuando, como en el caso de Chile o México, una buena proporción de los ingresos públicos provenía del sector externo, la devaluación real tendía automáticamente a aumentar la recaudación. Lo inverso ocurría en los casos de Argentina o Brasil, con estructuras tributarias mucho más asociadas a la evolución del nivel de actividad interno. En estos últimos, la devaluación real aumentaba el peso de los intereses en el gasto público, sin contrapartida del lado de los ingresos. Adicionalmente, los efectos recesivos de la devaluación deterioraban la base de tributación. La corrección del tipo de cambio real tendía a cerrar la brecha externa pero al costo de empeorar la brecha fiscal.

El régimen inflacionario preexistente fue importante porque determinó los efectos de la devaluación nominal sobre la tasa de inflación. En las economías altamente indexadas, las continuas correcciones del tipo de cambio nominal repercutían rápidamente sobre el resto de los precios absolutos realimentando la inflación. De tal forma, la corrección real del tipo de cambio sólo podía lograrse al costo de una mayor aceleración de la inflación. Este fue el caso típico de Brasil y la Argentina que, como puede verse en el cuadro, fueron los países que mostraron los promedios de inflación más elevados. Asimismo, al consolidarse un régimen de alta inflación alimentado por la devaluación y la indexación, aparecieron nuevos factores de inestabilidad. Entre ellos, los más importantes fueron el efecto Olivera-Tanzi, que erosionaba los ingresos

fiscales; la reducción en la demanda de dinero; el aumento en la variabilidad de los precios relativos y el acortamiento generalizado de la duración de los contratos, tanto del lado real como del financiero. Este último factor fue particularmente negativo. El acortamiento de los períodos de indexación y recontractación reforzó la potencia de los impulsos inflacionarios originados en la devaluación.

Vale la pena remarcar, por otra parte, que los factores tributarios e inflacionarios que estamos analizando mostraron una estrecha interrelación. Fundamentalmente porque el reducido tamaño de los mercados de bonos públicos en América Latina hace que la política monetaria y la fiscal sean escasamente independientes. Si el acceso a los mercados de capital del resto del mundo está racionado y sólo se puede colocar una muy reducida cantidad de bonos internamente, la emisión monetaria tiende endógenamente a crecer a causa de la devaluación, en los casos en que ésta aumenta el déficit fiscal. De tal forma, los países en los cuales la devaluación al menos no empeoraba la situación de las cuentas públicas, pudieron ejercer un control mucho más estricto sobre la política monetaria y no se vieron en la obligación de convalidar pasivamente desde el lado monetario las presiones inflacionarias generadas por la devaluación nominal.

En realidad, este efecto desestabilizador originado en la debilidad de los mercados de bonos públicos domésticos provee un argumento adicional en favor de la tesis de que la cuota de financiamiento externo asignada tuvo un rol determinante en el grado de éxito obtenido por cada país durante los ochenta. Los países que tuvieron mayor acceso al financiamiento externo presionaron menos sobre el sistema financiero doméstico a la hora de financiar el déficit. Si se toma el ratio entre el déficit fiscal neto del financiamiento externo y M1 como una variable que muestra aproximadamente la presión desestabilizadora del déficit sobre el sistema financiero doméstico y sobre el proceso inflacionario, se encuentra una relación bastante estrecha entre ese cociente y el nivel de estabilidad. Como puede verse en el cuadro 3, la variable  $Def^*/M1$  es más alta en los países con una inflación promedio mayor.

El mejor ejemplo en relación con esto es Bolivia. Luego de implementado su exitoso programa de estabilización, entre 1986 y 1990, este país muestra un déficit fiscal similar al argentino y más alto que el brasileño y, sin embargo, logra una reducción dramática de las tasas de inflación. La diferencia específica es que Bolivia, a diferencia de Argentina y Brasil, contó con un flujo anual de crédito externo superior a las necesidades de financiamiento originadas en el déficit fiscal y evitó, así, presionar sobre el mercado financiero y la inflación domésticos. El cociente  $Def^*/M1$  que aparece en el cuadro es el promedio de un valor de 100% entre 1982 y 1985 cuando el país experimentó un proceso hiperinflacionario y otro de -23% correspondiente a 1986-1990 cuando se lograron tasas de inflación dramáticamente más bajas de entre 10% y 20% anual.

En definitiva, la peor combinación que un país podía enfrentar a la hora de resolver los problemas de inestabilidad generados por la doble transferencia era contar con escaso financiamiento externo, ingresos tributarios atados al nivel de actividad interno, bajo grado de monetización en relación al tamaño del déficit fiscal y una economía altamente indexada. Argentina y Brasil, los países más inestables, enfrentaron de hecho tal situación y los mecanismos de amplificación del desequilibrio originados en las brechas fiscal y externa actuaron con total firmeza. Con el objeto de aumentar el superávit comercial se devaluaba, la devaluación empeoraba las cuentas públicas y aumentaba la presión de la emisión monetaria sobre el mercado financiero. A su vez, la devaluación nominal permanente consolidaba un régimen de alta

inflación que, vía caída de la demanda de dinero, agravaba el problema monetario, y vía efecto Olivera-Tanzi deterioraba las cuentas fiscales. Los países que lograron estabilizar, como Costa Rica, Chile o Bolivia y en menor medida México, estuvieron en condiciones de cortar la cadena de causalidad que iba de la devaluación a la inestabilidad en algún punto. Sea porque contaron con mayor apoyo externo, u obtuvieron mayores reducciones del déficit fiscal en base a ingresos tributarios que se favorecían con la devaluación, o lograron éxitos remarcables en la desindexación o, lo que fue el caso típico, porque lograron combinar de manera razonable varios de estos factores.

#### **D. A MODO DE CONCLUSIÓN: LOS DESAFÍOS MACROECONÓMICOS PARA LOS NOVENTA**

El proceso de ajuste ante la crisis de la deuda que hemos analizado dejó una serie de secuelas en términos de desbalances macroeconómicos. Entre los más relevantes hacia comienzos de los noventa cabe mencionar:

- Baja capacidad de ahorro nacional;
- Bajos coeficientes de inversión;
- Altos niveles de endeudamiento externo;
- Reducido nivel de profundización financiera;
- Estructuras de gasto, tributación y financiamiento del déficit fiscal deficientes;
- Inestabilidad macroeconómica.

Obviamente, no todas estas restricciones eran operativas o revestían igual severidad en los diferentes países. La presencia e importancia de cada una de ellas era en buena medida una función del grado de éxito alcanzado por las políticas implementadas en los ochenta. No obstante ello, ningún país había superado completamente esas restricciones y, en consecuencia, ellas contribuyeron significativamente a determinar la evolución macroeconómica reciente de los países que hemos estudiado. Tal evolución, asimismo, ha estado sensiblemente correlacionada con dos hechos que cambiaron de manera radical el escenario de crisis de la década anterior. Nos referimos a la sustancial transformación de la situación de los mercados de capital internacionales y a la implementación de decisivas medidas de reforma estructural en varios de los países. A modo de conclusión, analizaremos brevemente la interacción entre las restricciones mencionadas, el cambio en el contexto internacional y las reformas estructurales en marcha.

##### 1. El cambio en el escenario internacional y la evolución macroeconómica en los noventa

Los dos factores que jugaron un rol central en el estallido de la crisis de la deuda -el racionamiento del crédito externo y el sensible incremento de las tasas de interés- experimentaron una marcada reversión en la presente década. Como contrapartida, la restricción externa se flexibilizó de manera sustancial. La flexibilización tomó la forma concreta de una fuerte caída en la transferencia neta realizada a consecuencia tanto de la fuerte caída de las tasas

de interés como de la apreciable reversión en el sentido de los flujos de capital. Mientras en la segunda mitad de los ochenta, para América Latina en su conjunto, la transferencia externa representó en promedio un 18,4% de las exportaciones, en los últimos tres años la región recibió una transferencia **positiva** equivalente al 13,5% del total de sus exportaciones. Los ingresos de capital, a su vez, pasaron de un promedio anual de U\$S 12.200 millones a U\$S 52.000 millones en los períodos mencionados. Esto significa que los países de la región pasaron de exportadores a importadores netos de fondos prestables del resto del mundo.

A nivel de cada una de las economías que estamos analizando, esta nueva situación generó profundas mutaciones en la dinámica macroeconómica que había sido típica en los ochenta. No sólo porque la reducción de la transferencia externa dejó más recursos disponibles domésticamente sino también porque los factores de desestabilización creados por el problema de la doble transferencia se debilitaron sustancialmente. El cuadro que sigue muestra la evolución de los indicadores macroeconómicos clave en los tres últimos años.

La reducción de la transferencia neta tuvo un efecto inmediato sobre el nivel máximo de absorción doméstica compatible con el equilibrio externo. Como puede verse, a diferencia de los ochenta, todos los países muestran una tasa de crecimiento positiva. Hay, sin embargo, diferencias cuantitativas muy fuertes en tales tasas. En relación a la década anterior, destacan en particular los casos de Brasil, que pasó a formar parte de los países de menor crecimiento relativo, y de Argentina, que hizo el tránsito inverso: pasó de mostrar tasas negativas a liderar el grupo de los países de mayor crecimiento.

La mayor absorción doméstica tuvo como contrapartida un cambio espectacular en el signo de los resultados comerciales, que de altamente positivos devinieron marcadamente negativos. A pesar de la caída en los intereses devengados sobre la deuda, este hecho indujo un aumento generalizado en los déficit de cuenta corriente que, en los casos de Argentina y México, han alcanzado niveles récord. En el acumulado de los últimos tres años, sólo Brasil y Colombia muestran superávit en la cuenta corriente. Nótese, sin embargo, que todos los países sin excepción han experimentado saldos positivos en lo que hace a la entrada de capitales, independientemente del signo de la cuenta corriente. Además, en todos los casos la entrada neta de capitales ha sido mayor a las necesidades de financiamiento originadas en la cuenta corriente. Como consecuencia, ha habido una tendencia generalizada a la recomposición de los niveles de reservas internacionales. Asimismo, como no todo el ajuste se dio vía aumento de reservas, el fuerte ingreso de capitales también presionó hacia la baja al tipo de cambio real.

En este nuevo contexto de los noventa, el debilitamiento del problema de la transferencia doméstica como factor de desestabilización macroeconómica se produjo a través de diferentes mecanismos. Uno fundamental fue el que se derivó de la reducción de las tasas de interés internacionales. Este opero tanto vía efecto ingreso como vía efecto sustitución. El efecto ingreso de la caída de la tasa internacional indujo un inmediato aumento del ingreso nacional. Tal aumento fue importante para flexibilizar el problema de la transferencia doméstica, porque al ser el estado el principal deudor de la economía fue también el principal beneficiario del aumento del ingreso nacional y ello impactó favorablemente sobre el equilibrio presupuestario.

El efecto sustitución jugó un rol positivo en términos de estabilidad porque la disminución de la tasa de interés externa indujo una reasignación de portafolio en favor de los activos domésticos tanto financieros como físicos. El aumento de la demanda de activos financieros domésticos no sólo revirtió el proceso de fuga de capitales (que absorbía una parte importante

del ahorro nacional) sino que también hizo lo propio con la tendencia a la desmonetización. Como consecuencia, se observa en los últimos años un aumento generalizado de los coeficientes de monetización y de la profundización financiera global. En países como la Argentina, luego de muchos años, el sistema financiero comenzó a generar nuevas opciones de crédito a más largo plazo sobre la base de un estiramiento de los períodos de maduración de las colocaciones financieras. El incremento en la demanda por activos físicos, por su parte, además de tonificar la alicaída demanda de inversión, permitió la concreción de programas de privatización que no hubieran sido posibles sin el aumento de la rentabilidad de la inversión en activos físicos inducida por la caída de tasas. La mejor prueba de la importancia de esto último es la amplia participación del capital extranjero en los programas de privatización y en los esquemas de *debt-equity swap* en países como Argentina y Chile.

Otros dos elementos que gravitaron muy favorablemente en el desempeño fiscal y por ende en la estabilidad -sobre todo en los países más afectados por el problema de la transferencia doméstica- fueron la recuperación de los niveles de absorción doméstica y la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. El aumento del nivel de actividad incrementó fuertemente la recaudación fiscal en los países en los cuales la estructura impositiva es muy dependiente del nivel de demanda agregada interna. La reducción en el tipo de cambio real, por su parte, indujo una tendencia a la baja en el gasto público en la medida en que hizo disminuir el peso real del rubro de intereses externos a pagar. Argentina, sin lugar a dudas, es el mejor ejemplo en relación con este punto (Fanelli y Machinea, 1994).

Como vimos anteriormente, uno de los factores de inestabilidad financiera y macroeconómica más relevantes había sido la fuerte presión de la monetización del déficit sobre el mercado financiero doméstico que se reflejaba en un alto ratio  $Def^*/M1$ . Este factor de explosividad se suavizó sustancialmente en el nuevo contexto, debido a la acción conjunta de la remonetización, la mayor disponibilidad de fuentes externas de financiamiento para el sector público -tanto vía mercado de crédito como vía privatizaciones- y la caída de los déficit fiscales. Como consecuencia, las autoridades ganaron un mayor control sobre la política monetaria, al tiempo que los niveles de fragilidad financiera e incertidumbre decrecieron de manera apreciable.

Los efectos benéficos de esta evolución sobre la estabilidad macroeconómica pueden mostrarse de manera sintética observando la evolución de las tasas de inflación. En los últimos tres años -con la obvia excepción de Brasil- todos los países bajo análisis se han movido en una banda inflacionaria de entre el 10 y el 30% anual e incluso Argentina, que es la que muestra la tasa más alta, ha experimentado una tendencia desinflacionaria sistemática de forma tal que en 1993 la tasa fue sólo algo superior al 7% anual.

## 2. La secuencia de las reformas, los movimientos de capital y las restricciones macroeconómicas

Junto con la situación internacional, el otro gran cambio que se produjo en los últimos años ha sido la profundización del proceso de reformas estructurales en los países de la región. El proceso ha seguido, en general, las recomendaciones contenidas en el llamado "Consenso de Washington". Como consecuencia, se está produciendo una creciente liberalización de los mercados y una reducción del papel del sector público en la economía. En todos los países

analizados se han implementado programas bastante radicales de apertura comercial y se han liberalizado los movimientos de capital y los mercados financieros domésticos. En ninguno de ellos existe "represión financiera" en el sentido que McKinnon dio a esta expresión en los setenta. En varios (Argentina, Chile, México) el proceso de privatizaciones ha avanzado de manera profunda. De una forma algo más *ad-hoc*, se están haciendo esfuerzos por mejorar la estructura tributaria y el equilibrio financiero del sector público, aún a costa de la equidad e incluso del crecimiento.

Si bien las recomendaciones del Consenso de Washington eran claras en relación a qué tipo de reformas implementar, había varios aspectos de crucial importancia para el proceso de reforma que fueron tratados en forma ambigua o bien directamente ignorados<sup>12</sup>. Tres puntos, en particular, merecen ser mencionados porque tienen plena actualidad en América Latina. El primero se refiere a la **secuencia temporal** concreta que debía seguirse en la implementación de las reformas<sup>13</sup>. En general, el Consenso optó por ignorar las complejidades del proceso de transición y sólo fue contundente sobre dos cuestiones: el paso inicial en la secuencia de políticas debía ser la estabilización y el último la liberalización de los movimientos de capital, el cual en ningún caso debía preceder o ser simultáneo con la apertura del comercio exterior. El segundo punto que no recibió un tratamiento sistemático fue la cuestión de si las reformas estructurales eran suficientes o incluso apropiadas para atacar los desbalances macroeconómicos básicos que la crisis dejó como secuela y que listamos más arriba. El tercer punto guarda estrecha relación con los anteriores y fue prácticamente ignorado: ¿podría darse el caso de que las reformas per-se -o la interacción entre ellas- generaran nuevos desequilibrios macroeconómicos que incluso podrían influenciar de una manera negativa los desbalances existentes?. Se dio por sentado que si se lograba la estabilidad, las reformas subsiguientes nunca podrían empeorarla.

Todos los países han hecho significativos esfuerzos para dar el primer paso en la secuencia, el de la estabilización. Como el grado de éxito ha sido disímil, los países se encuentran en diferentes estadios en una escala que va desde Bolivia y Chile, que lograron decisivos éxitos ya a mediados de los ochenta, a Brasil, que aún se encuentra en una situación cercana a la hiperinflación. Si bien los avances realizados han sido espectaculares en comparación con los ochenta, la estabilidad macroeconómica en sentido estricto dista de haberse consolidado. Es por ello que el mantenimiento y la mejora de la calidad de los equilibrios macroeconómicos de corto plazo sigue aún ocupando un lugar de preeminencia en la agenda de políticas de la región. En lo que hace a los pasos siguientes, los de reforma estructural, el panorama muestra una mayor diversidad. El país que ha avanzado de manera más audaz y veloz es claramente Argentina, seguida por Chile (que lo ha hecho también de forma profunda pero más extendida en el tiempo). México, Bolivia, Costa Rica, Colombia y Brasil, en ese orden y en forma decreciente, han implementado varias de las reformas del Consenso. En particular,

---

<sup>12</sup> Por razones de especialización metodológica, en nuestro análisis hemos tratado los factores estrictamente macroeconómicos ligados a la estabilidad y la consistencia ahorro/inversión y se han dejado de lado los aspectos atinentes a los importantes desequilibrios inducidos por la crisis en la estructura productiva de la economía. En concordancia con ello, en las reflexiones que siguen se enfatiza la interacción de las reformas con las restricciones dejadas por la crisis en el nuevo contexto macroeconómico de los noventa, sin hacer referencia a los efectos sobre la eficiencia productiva.

<sup>13</sup> Para una evaluación crítica del problema de la "secuencia" ver Fanelli y Frenkel (1993).

todos han puesto en marcha fuertes procesos de apertura del comercio exterior y en menor medida de la cuenta de capitales, mientras el proceso de privatizaciones ha sido mucho menos generalizado que en los casos de Argentina y Chile.

De esta forma, en mayor o menor medida, como regla general los países bajo análisis se encuentran en pleno proceso de transición hacia economías mucho más liberalizadas y se están enfrentando de forma plena con los problemas de secuencia, como también con los otros que marcamos como relevantes en la transición: la capacidad para resolver las secuelas de la crisis y la aparición de nuevos desequilibrios durante por el proceso de reforma.

Uno de los desequilibrios fundamentales que han aparecido en el proceso de reforma afecta al sector externo. El período de transición ha resultado ser intensivo en el uso de crédito externo y no está claro que las reformas, en el futuro, generarán los recursos en divisas necesarios para repararlo. Esto es, en la actualidad, no hay una flexibilización ostensible de la restricción de ahorro nacional y como resultado está aumentando el endeudamiento externo. Por ende, es posible que la restricción externa en términos intertemporales sea todavía muy fuerte, aún cuando hoy no esté operando con intensidad debido a la particular situación del mercado de capitales internacional. Si en el futuro tal situación empeora, tanto la escasez de ahorro como la brecha externa podrían constituirse en severas restricciones para la tasa de inversión, que todavía dista de haberse recuperado lo suficiente. Una serie de factores que han actuado en el proceso de transición parecen relacionarse con esto. Tres merecen mencionarse aquí.

El primero es que, si bien hubo una recuperación en las tasas de ahorro nacional en el contexto de mayor estabilidad de los noventa, la misma no ha sido lo suficientemente rápida como para garantizar al mismo tiempo el equilibrio de la cuenta corriente y un coeficiente de inversión que garantice una tasa de crecimiento sostenida. Según se deduce de los guarismos antes presentados, América Latina está generando déficit de cuenta corriente significativos aún cuando la tasa de crecimiento sigue siendo modesta.

El segundo es que la secuencia de políticas ha tendido a seguir un orden dictado más por la coyuntura, tanto económica como política (en sentido estricto) de cada país, que por un diagnóstico que tomara en cuenta las experiencias del pasado. Particularmente importante es que la apertura del comercio exterior se ha producido en un contexto de creciente liberalización de la cuenta de capitales y del mercado financiero doméstico. El abrupto aumento en los flujos de capital externo ha generado una fuerte tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. En algunos casos como en la Argentina, la política doméstica se adaptó pasivamente y el tipo de cambio real cayó en forma significativa. En otros, como en México, pero sobre todo Chile y Colombia, las autoridades trataron de implementar políticas de esterilización activas para defender el tipo de cambio, pero los costos en términos fiscales y de aumento de tasas domésticas impidieron que tales políticas pudieran ser utilizadas en forma masiva y sistemática para defender una alta paridad cambiaria real<sup>14</sup>. De tal forma, al igual que en la experiencia de liberalización en el Cono Sur a fines de los setenta, la apertura comercial se está produciendo en el contexto de tipos de cambio que tienden a retrasarse. No es sorprendente, entonces, que el proceso de reforma haya inducido fuertes aumentos en los déficit de comercio de la región.

---

<sup>14</sup> Sobre los efectos macroeconómicos de las entradas de capital ver Cárdenas y Barrera (1994); Agosín, Fuentes y Letelier (1994), Ros (1994) y Fanelli y Damill (1994).

En realidad, el país en que se ha procurado respetar en mayor medida la advertencia de no abrir el comercio en un contexto tal es Brasil donde al costo de una fuerte inestabilidad macroeconómica se trató de defender el tipo de cambio real, aunque de todos modos se ha producido cierta apreciación en relación con los promedios de la segunda mitad de los ochenta. En función de la información disponible, Brasil parece ser el país donde la apertura ha dado los mejores frutos en términos de mejoramiento de la eficiencia productiva y de la competitividad externa. Esto contrasta fuertemente con el caso argentino, donde la conjunción de la apertura comercial con la pasividad de la política de corto plazo, se tradujo en un fuerte aumento del déficit comercial financiado con endeudamiento externo.

El tercero es que los programas de privatización también están planteando problemas de secuencia. Argentina, por la velocidad y profundidad del proceso, puede ser considerado un caso arquetípico en este sentido. En este país, el capital extranjero ha participado fuertemente en la compra de empresas del Estado. Buena parte de la fuerte entrada de capital en los últimos años se explica por esta razón. En un contexto de plena apertura de la cuenta de capitales y reversión de la fuga de fondos, los ingresos por privatizaciones vinieron a sumarse y maximizar los flujos de capital que ya se estaban produciendo, exacerbando por ende las tendencias a la apreciación del tipo de cambio.

Asimismo, la velocidad y magnitud de las privatizaciones, parece también haber jugado un rol al menos ambiguo en lo que hace al mejoramiento de las restricciones de ahorro e inversión. En relación al ahorro, al aumentar la oferta de fondos externos, las privatizaciones hicieron innecesario un esfuerzo mayor por incrementar la tasa interna. El consumo tendió a crecer más que el ingreso durante el reciente período de crecimiento. El **flujo** de inversión, por su parte, se benefició sólo relativamente. Los fondos externos (y también buena parte de los disponibles internamente) se orientaron a la compra de activos existentes. Por lo tanto, los efectos benéficos de la privatización sólo podrán recogerse en el futuro vía la mayor tasa de inversión comprometida en los contratos de venta. Obviamente, el argumento anterior enfatiza los problemas de secuencia en la implementación de las reformas y de ninguna manera pretende ignorar que es posible que una mejor eficiencia en la asignación de la inversión en el período post-privatizaciones pueda hacer que la tasa de crecimiento aumente dada la tasa de inversión existente.

Por último, también es ambiguo el rol de las privatizaciones en términos de su contribución para resolver el problema de la brecha externa. Aún cuando en los últimos tres años los fondos originados en las mismas fueron decisivos para el financiamiento de la cuenta corriente, en el futuro también habrá un mayor pago de divisas en concepto de beneficios de las empresas multinacionales, que presionará fuertemente sobre el déficit existente en la cuenta de servicios financieros, a menos que la reinversión de utilidades sea importante. Un punto que hace este problema más difícil es que buena parte de la inversión externa está dirigiéndose a la producción de servicios en las ex-empresas públicas que por definición son no-comercializables. Por ende, la capacidad de generación de divisas en otros sectores debería estar aumentando para estar en condiciones de financiar los pagos de dividendos al exterior en el futuro. Dada la actual configuración de precios relativos, ello no parece estar ocurriendo.

Cabe mencionar, para finalizar, que en este contexto de transición y reforma estructural, han surgido problemas de "economía política" muy difíciles de solucionar y donde la lógica misma de la situación lleva a que las autoridades no tengan incentivos para desactivar

"preventivamente" los mecanismos que, en el futuro, podrían llevar a situaciones inestables. Esto es muy claro en lo que hace a la política cambiaria y su relación con la estabilidad tanto macroeconómica como financiera. El mayor control sobre el tipo de cambio nominal ayudó fuertemente a la estabilización de la inflación en varios países (Argentina, México y Bolivia son los casos paradigmáticos). El costo fue que los precios domésticos han tendido a moverse por encima de las variaciones del tipo de cambio nominal llevando a la apreciación de la moneda doméstica. En otra situación, ello no hubiera sido sostenible debido a la ampliación del déficit comercial, pero debido a la fuerte entrada de capitales, tal déficit ha sido financiado sin problemas. En tal contexto, en función de evitar desequilibrios futuros, las autoridades podrían actuar preventivamente corrigiendo el tipo de cambio. En las actuales circunstancias, sin embargo, los incentivos políticos para actuar de tal manera son débiles porque serían altamente impopulares. La corrección del tipo de cambio aceleraría la inflación; la reducción del déficit comercial reduciría la absorción doméstica y, además, en países como Argentina, Bolivia, Perú o Uruguay, con sistemas financieros altamente dolarizados, ello aumentaría el peso de la deuda del sector privado. Además, debido a que es el endeudamiento externo privado y no el público el que está aumentando en varios países de la región, tampoco existe una corriente de opinión en favor de reducir el grado de exposición externa de las economías: en función de la visión dominante de la política económica, se asume que las decisiones del sector privado son siempre eficientes.

Cuadro 1

CRECIMIENTO, AHORRO, INVERSIÓN Y TRANSFERENCIA EXTERNA  
DURANTE LA CRISIS DE LA DEUDA

	g (a)	I (b)	ABN (c)	Transf. Neta/X (d)	Transf. Neta/PBI (e)
Colombia	3.5	-0.9	1.8	12.4	1.9
Costa Rica	2.8	1.4	6.6	-5.2	-1.8
Chile	2.5	-1.0	3.6	8.9	2.7
Brasil	2.2	-1.6	3.3	32.2	3.2
México	0.9	-5.4	-2.8	24.7	4.2
Bolivia	-0.1	-2.0	-5.8	-7.3	-1.2
Argentina	-0.4	-11.3	-7.7	36.7	3.5

Fuente: Elaborado en base a las cifras del Anexo Estadístico.

- (a) Tasa de crecimiento promedio 1982-1990.  
 (b) Variación del coeficiente inversión/PBI entre 1980 y 1990.  
 (c) Variación del coeficiente ahorro bruto nacional/PBI entre 1980 y 1990.  
 (d) Valor promedio de la relación superávit comercial/exportaciones en el lapso 1982-1990.  
 (e) Valor promedio de la relación superávit comercial/PBI en el lapso 1982-1990.

Cuadro 2

EVOLUCIÓN DE LOS SUPERÁVIT SECTORIALES  
(Valores anuales promedio por período, expresados como  
porcentaje del PBI)

	Supe		Supp		Supg	
	(a)		(b)		(c)	
	82/85	86/90	82/85	86/90	82/85	86/90
Colombia	3.9	-2.3	2.1	3.4	-6.0	-1.1
Costa Rica	9.4	7.5	-10.9	-7.5	1.5	0.0
Chile	8.4	3.7	-2.2	-2.0	-6.2	-1.7 (*)
Brasil	2.3	0.3	2.4	3.6	-4.7	-3.9
México	-1.9	0.7	3.6	0.2	-1.7	-0.9
Bolivia	3.7	6.2	13.5	-1.2	-17.2	-5.0
Argentina	1.6	1.4	6.4	3.9	-8.0	-5.3

Fuente: Elaborado en base a las cifras del Anexo Estadístico.

- (a) Superávit del resto del mundo (igual al déficit de cuenta corriente cambiado de signo).  
 (b) Superávit privado definido como la diferencia entre el ahorro privado y la inversión privada.  
 (c) Superávit del sector público definido como la diferencia entre el ahorro público y la inversión pública.

(\*) Estimado.

Cuadro 3

LOS INDICADORES MACROECONÓMICOS CLAVE  
Y EL PROBLEMA DE LA TRANSFERENCIA DOMÉSTICA

	M1/PBI (a)	Def*/M1 (b)	TCR (c)	INF (d)
Colombia	12.1	23.1	133.1	23.6
Costa Rica	13.9	-48.0	166.0	22.4
Chile	5.2	-38.0	182.3	21.4
Brasil	5.0	60.0	123.6	390.9
México	5.9	28.8	131.7	69.9
Bolivia	9.2	57.6	150.3	258.7
Argentina	2.7	144.4	293.6	506.9

Fuente: Elaborado en base a las cifras del Anexo Estadístico.

- (a) Valores anuales promedio de 1982-1990, en porcentajes.  
 (b) Def\* es el déficit fiscal neto del financiamiento externo. Los valores de la relación Def\*/M1 corresponden al promedio de los datos anuales de 1982-1990, en porcentajes.  
 (c) Valores anuales promedio de 1982-1990 del tipo de cambio real, base 1980=100.  
 (d) Promedio de inflación anual 1982-1990, medida por el índice de precios al consumidor.

Cuadro 4

INDICADORES CLAVE DE LA EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA  
RECIENTE DE AMÉRICA LATINA

	g (a)	Inflación (b)	Ing. de Capitales (c)	Déficit Comercial (d)	Déficit Cta.Cte. (e)
Colombia	3.3	24.3	1.160	-3.142	-1.678
Costa Rica	4.9	17.0	1.797	1.378	1.218
Chile	7.3	14.5	7.781	-1.422	3.407
Brasil	1.5	1.089.7	13.882	-39.603	-6.023
México	2.4	13.1	71.642	51.531	57.824
Bolivia	3.4	11.4	2.034	812	1.876
Argentina	7.8	32.5	28.343	2.627	19.365

Fuente: Elaborado en base a datos de CEPAL, Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1993.

- (a) Tasa de crecimiento promedio 1991-1993 (1993 estimado).  
 (b) Tasa de inflación promedio 1991-1993 (IPC, 1993 estimado).  
 (c) Ingreso de capitales, acumulado 1991-1993 (1993 estimado).  
 (d) y (e) Valores acumulados en 1991-1993 (1993 estimado).

## **ANEXO ESTADÍSTICO**

**ANEXO ESTADÍSTICO****Definiciones:**

<b>AE:</b>	ahorro externo;
<b>X:</b>	exportaciones;
<b>M:</b>	importaciones;
<b>X-M:</b>	saldo comercial;
<b>Z:</b>	pagos netos de factores al exterior; esta variable incluye las transferencias unilaterales privadas. En algunos casos se presenta información desagregada: la columna (5b) corresponde a dichas transferencias, y (5a) al pago neto de factores al exterior, sin incluir las transferencias unilaterales.
<b>TI:</b>	relación de precios del intercambio de bienes y servicios;
<b>TCR:</b>	tipo de cambio de la moneda doméstica en relación con el dólar de EE.UU., ajustado por la inflación mayorista de EE.UU. y deflactado por el Índice de Precios al Consumidor.
<b>DE/PBI:</b>	relación entre la deuda externa bruta y el PBI a precios corrientes;
<b>DE/X:</b>	relación entre la deuda externa bruta y las exportaciones (en dólares);
<b>IG:</b>	inversión pública;

<b>IP:</b>	inversión privada (incluye variación de existencias);
<b>IBI:</b>	inversión bruta interna;
<b>ABN:</b>	ahorro bruto nacional;
<b>AG:</b>	ahorro del sector público;
<b>AP:</b>	ahorro del sector privado;
<b>AE = SUPE:</b>	ahorro externo (AE) igual a superávit del resto del mundo (SUPE);
<b>SUPP:</b>	superávit del sector privado;
<b>SUPG:</b>	superávit del sector público;
<b>SUPG PRIMARIO:</b>	superávit primario del sector público;

La columna (24), formación de capital, corresponde a la inversión bruta interna fija como proporción del PBI en las cuentas nacionales a precios constantes.

Fuentes: Los cuadros incluidos en el apéndice han sido elaborados en base a datos de:

Banco Central de la República Argentina, Cuentas Nacionales (1992);  
CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe (1992);  
CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números;  
CEPAL, La Política Cambiaria en América Latina a comienzos de los años noventa (1992);  
Banco Central de Bolivia;  
UDAPE (1991);  
Banco Central de Brasil;  
IPEA (1989, cap.3);  
IBGE, Cuentas Nacionales, 1991;  
Banco Central de la República de Colombia;  
Banco Central de Chile;  
Banco de México, Indicadores Económicos.

Cuadro A.1  
ARGENTINA

(A) Brecha externa

	AE (1)	X (2)	M (% del PIB) (3)	X-M (4)	Z (5)	TI 1980 = 100 (6)	TCR (7)	DE/PBI (8)	DE/X (9)	DEG/DE (10)
1980	2.1	5.1	6.5	-1.4	-0.7	100.0	100.0	0.13	2.7	0.53
1981	2.6	6.9	7.4	-0.5	-2.2	96.3	151.6	0.21	3.3	0.56
1982	2.1	9.1	6.5	2.6	-4.6	84.9	277.4	0.43	4.8	0.66
1983	1.9	9.2	5.8	3.3	-5.2	80.7	293.6	0.43	4.9	0.70
1984	2.1	7.6	4.8	2.8	-4.9	96.0	277.4	0.40	4.8	0.77
1985	0.5	11.7	6.3	5.5	-6.0	80.0	322.6	0.56	4.9	0.83
1986	2.3	8.2	6.3	1.8	-4.2	72.4	271.0	0.49	6.1	0.87
1987	3.8	7.9	7.6	0.3	-4.1	62.9	277.4	0.54	7.2	0.89
1988	0.7	9.5	6.2	3.3	-4.1	66.0	264.5	0.46	5.3	0.91
1989	1.4	13.1	6.6	6.5	-7.8	67.5	409.7	0.77	5.4	0.92
1990	-1.4	10.4	4.6	5.7	-4.3	67.2	248.4	0.43	4.1	nd
1991	1.4	7.7	6.1	1.6	-3.0	66.0	161.3	0.32	4.2	nd
1992	3.6	6.6	8.1	-1.5	-2.0	63.7	143.0	0.25	4.1	nd

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG (11)	IP (12)	IBI (13)	ABN (14)	AG (15)	AP (16)	AE=SUPE (17)	SUPP (18)	SUPG (19)	SUPG PRIMARIO (20)
1980	6.5	18.8	25.3	23.2	1.0	22.2	2.1	3.4	-5.5	-3.0
1981	6.0	16.7	22.7	20.1	-3.7	23.8	2.6	7.1	-9.7	-4.3
1982	5.4	16.4	21.8	19.7	-4.8	24.5	2.1	8.1	-10.2	-3.2
1983	5.5	15.4	20.9	19.0	-3.9	22.9	1.9	7.5	-9.4	-5.7
1984	4.8	15.2	20.0	17.9	-3.2	21.1	2.1	5.9	-8.0	-4.6
1985	4.9	12.7	17.6	17.1	0.4	16.7	0.5	4.0	-4.5	-0.4
1986	5.1	12.4	17.5	15.2	1.6	13.6	2.3	1.2	-3.5	-0.7
1987	5.6	14.0	19.6	15.8	-0.5	16.3	3.8	2.3	-6.1	-2.7
1988	5.6	13.0	18.6	17.9	-1.8	19.7	0.7	6.7	-7.4	-4.1
1989	4.1	11.4	15.5	14.1	-0.2	14.3	1.4	2.9	-4.3	-0.8
1990	3.1	10.9	14.0	15.4	-1.1	16.5	-1.4	5.6	-4.2	1.6
1991	2.7	12.0	14.6	13.2	0.5	12.7	1.4	0.8	-2.2	-0.5
1992	2.2	14.5	16.7	13.1	2.0	11.2	3.6	-3.3	-0.2	1.5

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual IPC (%) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M2/PBI (b) (%) (26)
1980	1.0	87.6	100.0	28.0	5.6	21.0
1981	-5.7	131.3	94.3	26.4	4.6	20.6
1982	-3.1	209.7	86.6	21.8	3.3	13.6
1983	3.7	433.7	108.6	20.6	2.4	8.4
1984	1.8	688.0	133.2	20.2	2.5	8.6
1985	-6.6	385.4	111.5	20.0	2.8	9.4
1986	7.3	81.9	110.7	17.4	3.7	11.6
1987	2.6	174.8	104.7	20.5	3.2	11.7
1988	-1.9	387.7	98.9	20.4	2.2	10.6
1989	-6.2	4 923.6	93.3	15.9	2.2	8.5
1990	0.1	1 343.9	90.2	13.7	1.8	4.0
1991	8.9	84.0	80.4	16.4	2.4	4.6
1992	8.7	17.6	76.1	19.7	3.4	6.1

(a) Salario real devengado de la industria manufacturera.

(b)  $M_2 = M_1 + \text{Cuasidinero en moneda nacional.}$

Cuadro A.2  
BOLIVIA

	(A) Brecha Externa											
	AE (1)	X (2)	M (3)	X-M (4)	Z (5)	(5a)	(5b)	TI (6)	TCR (7)	DE/PBI (8)	DE/X (9)	DEG/DE (10)
1980	0.2	22.0	17.7	4.3	-4.4	-5.7	1.3	100.0	100.0	0.57	2.2	0.96
1981	8.2	17.7	20.2	-2.5	-5.7	-6.4	0.7	90.1	94.4	0.51	2.6	0.97
1982	3.3	17.3	13.6	3.7	-6.9	-7.8	0.9	92.8	165.3	0.62	2.7	0.95
1983	2.7	16.9	14.6	2.3	-5.0	-7.1	2.1	93.9	109.7	0.43	3.7	0.88
1984	1.8	11.3	0.3	2.0	-3.9	-5.1	1.2	105.1	112.5	0.46	4.3	0.90
1985	7.1	14.0	15.5	-1.5	-5.5	-7.0	1.5	96.9	138.9	0.60	5.3	0.86
1986	7.6	18.1	20.8	-2.7	-5.0	-7.5	2.5	88.2	162.5	0.88	6.1	0.86
1987	9.4	15.1	21.3	-6.2	-3.2	-6.0	2.8	85.4	156.9	0.88	6.7	0.95
1988	5.7	15.1	19.0	-3.9	-1.8	-5.9	4.1	75.5	161.1	0.82	6.4	0.95
1989	3.9	18.9	20.7	-1.8	-2.1	-5.5	3.4	75.9	168.1	0.67	4.3	0.95
1990	4.1	20.3	22.8	-2.5	-1.6	-5.1	3.5	73.5	177.8	0.68	3.9	nd
1991	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	60.1	172.2	0.59	3.9	nd

(5a) Intereses y renta (neto).

(5b) Transferencias unilaterales netas.

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG (11)	IP (12)	IBI (13)	ABN (14)	AG (15)	AP (16)	AE=SUPE (17)	SUPP (18)	SUPG (19)	SUPG PRIMARIO (20)
	1980	7.7	7.7	15.4	15.2	-0.5	15.7	0.2	8.0	-8.2
1981							8.2	0.0	-8.2	-3.6
1982							3.3	12.6	-15.9	-2.9
1983							2.7	16.7	-19.4	-7.9
1984							1.8	22.2	-24.0	-12.4
1985							7.1	2.4	-9.5	-0.5
1986							7.6	-4.9	-2.7	2.1
1987							9.4	-1.7	-7.7	-3.5
1988	8.0	2.8	10.8	5.1	1.5	3.6	5.7	0.8	-6.5	-2.6
1989	7.8	5.7	13.5	9.6	2.9	6.7	3.9	1.0	-4.9	-2.0
1990	8.1	5.3	13.4	9.4	5.0	4.4	4.1	-1.0	-3.1	-1.5

(c) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (22)	Salario min.real 1980 = 100 (a) (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M3/PBI/ (b) (%) (26)
1980	0.6	24.0	nd	14.2	12.2	19.8
1981	0.9	25.1	nd	13.8	12.1	20.8
1982	-4.3	296.5	100.0	10.2	15.7	27.3
1983	-4.5	328.5	102.8	9.1	13.7	20.8
1984	-0.5	2 177.5	86.0	10.2	16.1	19.4
1985	-1.1	8 170.5	46.4	12.4	8.2	11.9
1986	-2.4	66.0	32.4	13.4	4.8	10.3
1987	2.6	10.7	37.6	13.7	5.7	13.2
1988	2.9	21.5	39.3	13.6	6.5	16.1
1989	2.7	16.6	35.6	13.7	5.7	18.2
1990	2.6	18.0	30.5	12.7	6.5	22.0
1991	4.1	14.5	50.1	13.6	5.6	15.3
1992	3.5	11.4	nd	nd	nd	nd

(a) Salario Mínimo Real.

(b)  $M_3 = M_1 + \text{Cuasidinero total (en moneda nacional y extranjera)}$ .

Cuadro A.3  
BRASIL

	(A) Brecha Externa						TCR	TI 1980 = 100	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
	AE (1)	X (2)	M (% del PIB) (3)	X-M (4)	Z (5)	(6)					
1980	5.4	9.1	11.3	-2.2	-3.2	100.0	100.0	0.28	3.2	0.69	
1981	4.5	9.4	9.8	-0.4	-4.1	85.0	93.7	0.30	3.1	0.68	
1982	5.8	7.6	8.3	-0.7	-5.1	79.8	96.8	0.34	4.2	0.67	
1983	3.4	11.4	9.0	2.4	-5.8	77.7	133.3	0.47	4.2	0.74	
1984	0.0	13.5	7.9	5.6	-5.6	85.2	149.2	0.53	3.6	0.78	
1985	0.0	12.2	7.0	5.3	-5.3	82.6	158.7	0.47	3.8	0.81	
1986	1.9	8.8	6.4	2.5	-4.4	95.9	146.0	0.41	4.6	0.86	
1987	0.5	9.5	6.2	3.3	-3.8	85.5	131.8	0.41	4.3	0.87	
1988	-1.3	10.9	5.7	5.2	-3.9	94.9	117.5	0.34	3.1	0.89	
1989	-0.2	8.3	5.0	3.2	-3.0	87.2	100.0	0.26	3.1	0.90	
1990	0.5	7.2	5.5	1.8	-2.3	82.2	79.4	0.25	3.5	0.90	
1991	0.2	8.5	6.5	2.0	-2.2	89.7	90.5	0.50	3.4	nd	

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)									
	IG (11)	IP (12)	IBI (13)	ABN (14)	AG (15)	AP (16)	AE=SUPE (17)	SUPP (18)	SUPG (19)	SUPG PRIMARIO (20)
1980	6.9	16.4	23.3	17.9	0.1	17.8	5.4	1.3	-6.8	-3.2
1981	7.9	15.2	23.1	18.6	1.6	17.0	4.5	1.8	-6.3	-2.3
1982	7.2	13.9	21.1	15.3	-0.1	15.4	5.8	1.5	-7.3	-1.9
1983	5.6	11.1	16.7	13.3	1.2	12.1	3.4	1.0	-4.4	1.6
1984	5.2	10.5	15.7	15.7	2.5	13.2	0.0	2.7	-2.7	4.1
1985	5.5	13.8	19.2	19.2	1.1	18.2	0.0	4.4	-4.4	2.6
1986	5.9	13.2	19.1	17.2	2.3	14.9	1.9	1.7	-3.6	1.6
1987	6.6	15.7	22.3	21.8	0.9	20.9	0.5	5.2	-5.7	-1.0
1988	6.1	16.7	22.8	24.1	1.3	22.8	-1.3	6.1	-4.8	0.9
1989	5.5	19.3	24.9	25.1	-1.4	26.4	-0.2	7.2	-6.9	-0.9
1990	5.2	16.5	21.7	21.2	6.5	14.7	0.5	-1.8	1.3	4.6
1991	3.2	15.7	18.9	18.7	3.5	15.2	0.2	-0.5	0.3	2.3(*)

(\*) Estimado.

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M4/PBI (%) (26)
1980	7.0	110.3	100.0	22.8	8.65	22.23
1981	-4.3	95.2	103.7	21.0	7.36	25.94
1982	0.6	99.7	121.0	19.3	6.99	27.90
1983	-3.6	210.9	115.1	17.4	4.75	24.06
1984	5.3	223.8	118.8	16.2	4.34	28.56
1985	7.9	235.6	136.3	16.3	4.79	31.55
1986	7.6	62.4	155.1	18.7	11.33	35.71
1987	3.6	365.9	144.3	17.8	4.90	30.73
1988	-0.1	933.6	156.3	17.0	2.78	27.55
1989	3.3	1 764.9	168.5	16.6	2.02	23.51
1990	-4.4	1 584.7	147.7	16.0	3.08	10.65
1991	0.9	475.8	141.7	15.2	2.48	17.27
1992	-1.5	1 131.5	nd	nd	2.22	25.37

(a) Salario medio en la industria manufacturera del Estado de Sao Paulo, deflactado por el índice de costo de vida en el mismo Estado.

Cuadro A.4  
CHILE

	(A) Brecha Externa										(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)									
	AE (1)	X (2)	M (% del PIB) (3)	X-M (4)	Z (5)	TI 1980 = 100 (6)	TCR (7)	DE/PBI (8)	DE/X (9)	DEG/DE (10)	IG (11)	IP (12)	IBI (13)	ABN (14)	AG (15)	AP (16)	AE=SUPE (17)	SUPP (18)	SUPG (19)	SUPG PRIMARIO (20)
1980	7.1	22.8	27.0	-4.2	-3.0	100.0	100.0	0.71	1.9	0.46	5.2	15.8	21.0	13.9	10.9	3.0	7.1	-12.8	5.7	6.4
1981	14.5	16.4	26.8	-10.3	-4.2	87.4	91.8	0.86	2.8	0.35	5.1	17.6	22.7	8.2	6.4	1.8	14.5	-15.8	1.3	1.0
1982	9.2	19.4	21.3	-1.9	-7.3	75.3	116.3	1.08	3.7	0.39	4.7	6.6	11.3	2.1	-0.5	2.6	9.2	-4.0	-5.2	-3.9
1983	5.4	24.0	21.3	2.7	-8.1	82.1	144.9	1.13	3.9	0.58	6.0	5.1	9.8	4.4	-1.1	5.5	5.4	0.4	-5.8	-3.0
1984	10.7	24.3	25.3	-1.1	-9.7	76.4	157.1	1.13	4.6	0.67	7.1	7.6	13.6	2.9	-1.5	4.4	10.7	-3.2	-7.5	-2.9
1985	8.3	29.1	26.3	2.8	-11.1	71.1	204.1	1.16	4.6	0.74	7.1	6.6	13.7	5.4	0.7	4.7	8.3	-1.9	-6.4	-0.5
1986	6.9	30.6	26.8	3.8	-10.7	74.8	208.2	1.15	4.1	0.82	7.6	14.6	14.6	7.7	2.5	5.2	6.9	-1.8	-5.1	0.8
1987	4.3	33.5	29.4	4.1	-8.4	79.8	206.1	1.05	3.3	0.86	7.3	16.9	16.9	7.7	4.0	8.6	4.3	-1.0	-3.3	1.4
1988	0.7	37.4	30.2	7.2	-7.9	96.4	208.2	0.86	2.3	0.84	6.2	17.0	17.0	12.6	6.1	10.2	0.7	-0.6	-0.1	4.3
1989	3.1	37.9	34.2	3.6	-6.7	92.2	202.0	0.69	1.8	0.76	6.3	14.0	20.3	16.3	nd	nd	3.1	nd	nd	nd
1990	2.8	36.6	33.7	2.9	-5.7	84.1	193.9	0.67	1.8	0.70	6.3	13.9	17.2	17.5	nd	nd	2.8	nd	nd	nd
1991	-0.2	35.8	31.0	4.9	-4.7	85.3	189.8	0.55	1.6	0.66	nd	nd	18.8	19.0	nd	nd	-0.2	nd	nd	nd

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (%) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M3/PBI (b) (%) (26)
1980	7.8	31.2	100.0	17.6	5.7	17.8
1981	5.5	9.5	108.9	19.5	6.0	24.5
1982	-14.1	20.7	108.6	15.0	6.3	30.5
1983	0.7	23.1	97.1	12.9	5.9	25.1
1984	6.3	23.0	97.2	13.2	5.8	24.2
1985	2.2	26.4	93.5	14.8	4.7	23.9
1986	5.7	17.4	95.1	15.0	4.7	25.2
1987	5.7	21.5	94.7	16.5	4.6	27.0
1988	7.5	12.7	101.0	17.0	5.0	28.8
1989	9.8	21.4	102.9	18.6	5.1	31.0
1990	2.0	27.3	104.8	19.5	4.4	33.2
1991	5.8	18.7	109.9	18.2	6.8	34.2
1992	9.5	14.0	117.3	nd	nd	nd

(a) Remuneración media de los asalariados en los sectores no agrícolas.

(b)  $M_3 = M_1 + \text{Cuasidinero en moneda nacional.}$

Cuadro A.5  
COLOMBIA

(A) Brecha Externa

	AE		X	M	X-M	Z	(5a)		(5b)	TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)	(5a)	(5b)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
1980	-0.2	16.2	15.6	0.6	-0.4	-0.7	0.3	100.0	100.0	100.0	0.20	1.3	0.65	
1981	4.1	11.9	15.4	-3.6	-0.5	-1.1	0.6	84.8	100.0	100.0	0.23	2.0	0.66	
1982	5.8	10.9	15.2	-4.3	-1.5	-2.0	0.5	86.6	100.0	100.0	0.26	2.3	0.66	
1983	4.9	10.5	13.2	-2.8	-2.1	-2.5	0.4	93.1	105.7	105.7	0.30	3.0	0.69	
1984	3.2	11.9	12.5	-0.6	-2.6	-3.4	0.8	98.6	121.4	121.4	0.32	2.4	0.72	
1985	1.6	13.8	12.5	1.3	-2.9	-4.2	1.3	90.3	142.9	142.9	0.40	3.1	0.76	
1986	-4.6	18.8	12.0	6.8	-2.2	-4.4	2.2	116.3	167.1	167.1	0.43	2.3	0.80	
1987	-1.9	16.9	12.9	4.0	-2.1	-4.9	2.8	89.6	175.7	175.7	0.43	2.3	0.80	
1988	-0.7	16.3	13.9	2.4	-1.7	-4.2	2.5	89.0	175.7	175.7	0.42	2.4	0.80	
1989	-1.4	18.0	13.8	4.2	-2.8	-5.1	2.3	85.4	187.1	187.1	0.43	2.3	0.83	
1990	-2.9	20.4	14.8	5.7	-2.8	-5.4	2.6	80.1	200.0	200.0	0.44	2.1	0.84	
1991	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	75.7	202.9	202.9	nd	1.8	0.85	

(5a) Remuneración neta de factores pagadas al resto del mundo.

(5b) Otras transferencias corrientes netas procedentes del resto del mundo.

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	7.1	12.0	19.1	19.3	4.5	14.8	-0.2	2.8	-2.6	-2.0
1981	8.4	12.3	20.6	16.5	3.0	13.5	4.1	1.3	-5.4	-3.8
1982	8.7	11.8	20.5	14.7	2.7	12.0	5.8	0.2	-6.0	-4.8
1983	9.3	10.6	19.9	15.0	1.7	13.3	4.9	2.7	-7.6	-5.7
1984	9.6	9.4	19.0	15.8	3.3	12.5	3.2	3.1	-6.3	-4.1
1985	8.6	10.4	19.0	17.4	4.7	12.7	1.6	2.3	-3.9	-2.9
1986	7.6	10.4	18.0	22.6	7.3	15.3	-4.6	4.9	-0.3	-0.5
1987	7.1	12.9	20.0	21.9	5.2	16.7	-1.9	3.8	-1.9	2.2
1988	7.4	14.6	22.0	22.7	5.2	17.5	-0.7	2.9	-2.2	0.8
1989	6.9	13.1	20.0	21.4	5.0	16.4	-1.4	3.3	-1.9	nd
1990	6.1	12.1	18.2	21.1	6.9	14.2	-2.9	2.1	0.8	nd

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (%) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M2/PBI (%) (26)
1980	4.1	26.5	100.0	16.7	13.72	26.07
1981	2.3	26.7	101.3	17.4	13.10	28.76
1982	0.9	23.9	104.7	17.7	13.04	28.43
1983	1.6	16.7	110.1	17.7	13.30	31.61
1984	3.4	18.3	118.1	17.3	12.99	31.09
1985	3.1	22.7	114.6	15.9	12.93	32.46
1986	5.8	20.9	120.1	16.2	11.62	30.59
1987	5.4	24.0	119.2	15.5	11.88	30.12
1988	4.1	28.1	117.7	16.5	11.34	28.19
1989	3.4	26.1	119.4	15.1	11.21	28.40
1990	4.1	32.4	115.9	14.1	10.37	27.09
1991	2.3	26.8	112.4	13.1	nd	nd
1992	3.2	25.7	119.1	nd	nd	nd

(a) Salario real de obreros en la industria manufacturera.

Cuadro A.6  
COSTA RICA

	AE		X	M	X-M	Z	(5a)		TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
	(1)	(2)					(5b)	(6)				
				(3)	(4)	(5)	(5a)	(5b)	1980 = 100			
1980	14.8	26.5		36.8	-10.3	-4.5	-4.8	0.3	100.0	0.49	1.8	0.81
1981	15.2	43.3		48.2	-4.9	-10.3	-11.3	1.0	84.9	1.00	2.3	0.86
1982	12.3	45.1		42.2	2.9	-15.2	-16.5	1.3	82.7	1.30	2.9	0.88
1983	10.6	36.0		36.8	-0.7	-9.9	-10.6	0.7	84.3	1.14	3.1	0.90
1984	7.1	34.4		34.0	0.4	-7.5	-8.5	0.9	87.3	1.07	2.9	0.83
1985	7.5	30.7		32.5	-1.8	-5.7	-7.1	1.4	84.9	1.06	3.4	0.85
1986	3.9	31.3		30.5	0.8	-4.7	-6.1	1.4	101.9	0.93	2.9	0.85
1987	8.4	31.6		35.8	-4.1	-4.3	-6.5	2.2	83.8	0.97	3.0	0.86
1988	6.6	34.2		36.0	-1.8	-4.8	-7.4	2.6	83.9	0.97	2.8	0.86
1989	8.9	35.0		38.8	-3.8	-5.1	-7.3	2.2	79.8	0.86	2.4	0.85
1990	9.6	34.4		42.1	-7.7	-1.9	-4.2	2.3	70.1	0.68	2.0	0.82
1991	2.5	38.6		40.5	-1.9	-0.6	-3.0	2.4	69.6	0.73	1.8	0.81
1992	nd	nd		nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	1.6	0.81

(5a) Remuneración neta de factores pagados.

(5b) Otras transferencias del exterior.

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
1980	9.2	17.3	26.6	11.8	-0.1	12.1	14.8	-5.5	-9.3	nd
1981	8.9	20.2	29.0	13.8	7.6	6.3	15.2	-14.0	-1.2	nd
1982	7.2	17.5	24.7	12.4	3.6	10.1	12.3	-8.7	-3.6	nd
1983	6.4	17.8	24.2	13.6	7.5	6.1	10.6	-11.7	1.1	nd
1984	6.4	16.3	22.7	15.6	11.3	4.4	7.1	-12.0	4.9	nd
1985	7.0	18.9	25.9	18.4	10.7	7.6	7.5	-11.1	3.6	nd
1986	5.8	19.4	25.2	21.3	7.7	13.2	3.9	-5.7	1.8	nd
1987	4.4	22.7	27.1	18.7	7.8	9.7	8.4	-11.7	3.3	nd
1988	4.1	20.4	24.5	17.9	4.2	12.0	6.6	-6.7	0.1	nd
1989	4.5	22.1	26.6	17.7	2.0	14.4	8.9	-6.4	-2.5	nd
1990	4.7	23.3	28.0	18.4	2.2	15.9	9.6	-7.1	-2.5	nd
1991	4.1	19.3	23.4	20.9	4.1	16.4	2.5	-2.5	0.0	nd

(c) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (%) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M2/PBI (%) (26)	M2/PBI (b) (%) (27)
1980	0.8	18.1	100.0	25.1	15.8	nd	40.6
1981	-2.3	64.9	88.2	19.3	14.1	nd	41.0
1982	-7.3	82.0	70.9	15.0	14.0	nd	38.3
1983	2.9	10.7	77.8	15.8	15.9	nd	41.9
1984	8.0	17.3	84.7	18.5	15.7	nd	41.2
1985	0.7	10.9	92.4	19.3	14.3	24.8	39.2
1986	5.3	15.4	98.0	20.5	14.7	25.5	36.8
1987	4.5	16.4	88.5	21.6	14.4	27.1	41.5
1988	3.2	25.3	84.6	20.1	12.5	23.2	40.2
1989	5.4	10.0	85.1	22.0	12.5	23.7	33.7
1990	3.5	27.3	86.5	24.3	11.7	25.0	37.1
1991	1.2	25.3	82.5	20.2	8.3	17.4	28.5
1992	4.0	17.0	nd	20.3	nd	nd	nd

(a) Ingresos medios y bajos del área metropolitana de San José.

(b)  $M_2 = M_1 + \text{Cuentas de depósitos en moneda nacional y extranjera}$ .

Cuadro A.7  
MEXICO

(A) Brecha Externa

	AE	X	M	X-M	Z	TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	(% del PIB)					1980 = 100				
1980	5.0	10.7	13.0	-2.3	-2.7	100.0	100.0	0.26	2.1	0.69
1981	5.9	10.4	12.9	-2.5	-3.4	100.9	91.9	0.31	2.6	0.74
1982	0.5	15.3	10.3	5.0	-5.5	86.6	140.5	0.50	3.4	0.67
1983	-4.0	19.0	9.4	9.6	-5.6	91.4	152.7	0.63	3.5	0.67
1984	-2.6	17.4	9.6	7.8	-5.2	84.6	135.1	0.55	3.2	0.72
1985	-1.3	15.4	10.3	5.1	-3.8	86.0	135.1	0.53	3.6	0.74
1986	0.5	17.2	13.4	3.8	-4.3	63.9	175.7	0.78	4.6	0.75
1987	-2.9	19.7	13.4	6.3	-3.4	71.5	177.0	0.73	3.7	0.79
1988	1.1	16.8	15.3	1.5	-2.6	62.0	141.9	0.59	3.5	0.80
1989	2.6	16.1	16.3	-0.2	-2.5	65.5	133.8	0.46	2.9	0.80
1990	2.4	16.0	17.0	-1.0	-1.4	70.0	128.4	0.41	2.6	0.79
1991	4.8	14.2	17.2	-3.1	-1.7	61.8	116.2	0.37	2.6	0.77

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	9.6	17.6	27.2	22.2	7.1	15.1	5.0	-2.5	-2.5	-3.0
1981	12.9	14.5	27.4	21.5	2.1	19.4	5.9	4.9	-10.8	-8.0
1982	10.2	12.7	22.9	22.4	4.7	17.7	0.5	5.0	-5.5	-7.3
1983	7.5	13.3	20.8	24.8	7.0	17.8	-4.0	4.5	-0.5	4.2
1984	6.7	13.2	19.9	22.5	6.3	16.2	-2.6	3.0	-0.4	4.8
1985	6.1	15.1	21.2	22.5	5.8	16.7	-1.3	1.6	-0.3	3.5
1986	6.0	12.2	18.2	17.7	4.1	13.6	0.5	1.4	-1.9	2.1
1987	5.5	13.7	19.2	22.1	7.0	15.1	-2.9	1.4	1.5	5.4
1988	5.1	15.4	20.5	19.4	1.4	18.0	1.1	2.6	-3.7	7.6
1989	4.9	16.7	21.6	19.0	2.7	16.3	2.6	-0.4	-2.2	7.9
1990	4.9	16.9	21.8	19.4	6.6	12.8	2.4	-4.1	1.7	7.5
1991	4.5	17.0	21.5	16.7	7.0	9.7	4.8	-7.3	2.5	nd

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (%) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M4/PBI (b) (%) (26)
1980			100.0	24.8	8.9	nd
1981	6.5	29.8	103.3	26.5	8.7	nd
1982	8.8	28.7	105.1	22.2	8.0	27.8
1983	-0.6	98.8	82.5	16.6	6.7	26.4
1984	-4.2	80.8	76.2	17.0	6.2	26.9
1985	3.6	59.2	74.1	17.9	6.1	26.7
1986	2.6	63.7	69.2	16.4	5.9	28.3
1987	-3.8	105.7	68.1	16.1	4.8	27.1
1988	1.7	159.2	67.4	16.8	4.5	27.1
1989	1.2	51.7	73.6	17.3	5.1	31.9
1990	3.3	19.7	75.1	18.8	6.0	36.5
1991	4.4	29.9	80.1	19.7	7.2	41.4
1992	3.6	18.8	nd	nd	nd	nd
	2.5	12.9				

(a) Salario real de la industria manufacturera.

(b)  $M_4 = M_1 + \text{Crédito Interno en moneda nacional.}$

## II. EL CASO DE ARGENTINA

### A. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo está dedicado a examinar la evolución de las brechas externa y fiscal y sus repercusiones macroeconómicas en la década de los ochenta en la Argentina.

En la primera parte se presentan, en primer lugar, las condiciones macroeconómicas a comienzo de la década. En el resto de la sección se definen y presentan las etapas de la evolución macroeconómica posterior prestando atención particular al curso del desequilibrio externo. En la segunda sección se examina en detalle la evolución de la brecha externa y su impacto sobre la estabilidad macroeconómica y el crecimiento. En la tercera parte se analiza la brecha fiscal y se discute su relación con la brecha externa, enfatizando sus efectos sobre la estabilidad financiera así como el rol del desequilibrio fiscal en el "régimen de alta inflación". La cuarta parte estudia la evolución del ahorro, la inversión y las relaciones de financiamiento entre el resto del mundo y los sectores público y privado que resultan de sus superávit/déficit. Esta discusión permite analizar las interacciones y repercusiones macroeconómicas de los desequilibrios externo y fiscal examinados en las secciones precedentes.

### B. LAS CONDICIONES MACROECONÓMICAS A COMIENZOS DE LOS OCHENTA Y LAS ETAPAS DE LA EVOLUCIÓN POSTERIOR<sup>1</sup>

#### 1. Las condiciones macroeconómicas a comienzos de la década

En marzo de 1981 el Presidente Videla y su ministro de economía Martínez de Hoz salen del gobierno militar. El momento marca el final del experimento de apertura y liberalización comercial y financiera iniciado años atrás y de la política de "pautas cambiarias" anunciada a fines de 1978. El cambio de conducción política y económica del régimen militar se produce en un contexto de crisis financiera doméstica y crisis de balance de pagos de características extraordinarias.

El proceso de revaluación real que había operado desde 1978 había llevado el tipo de cambio real medio de 1980 a un nivel 45% inferior al de 1977 (deflactado por precios industriales domésticos). El balance comercial, que había sido fuertemente superavitario desde 1976, arrojó en 1980 un déficit de 2 500 millones de dólares. El déficit de cuenta corriente llegó ese año a un pico de 4 768 millones de dólares. La deuda externa (bruta y neta) había crecido unos 15 000 millones de dólares entre fines de 1977 y fines de 1980, cuando la deuda bruta había llegado a los 27 000 millones de dólares. Esta deuda se dividía aproximadamente por mitades entre el sector público y el privado. El incremento de la deuda había financiado masivas

---

<sup>1</sup> Este capítulo está basado en Fanelli y Frenkel (1990a), Damill y Frenkel (1991) y Damill y Frenkel (1992).

adquisiciones de activos externos por parte del sector privado y esta fuga de capitales se prologaría en el proceso de ajuste de los años siguientes. Para ilustrar el punto basta mencionar que frente al mencionado déficit de cuenta corriente, la deuda neta se incrementó durante 1980 unos 11 000 millones de dólares. En este año se habían perdido 3 000 millones de dólares de reservas en el intento de sostener la política cambiaria anunciada.

En los años 1979-80 las necesidades totales de financiamiento del sector público representaban casi siete puntos del producto. Aproximadamente un tercio de este financiamiento provenía del crédito externo. En 1980 los recursos corrientes del sector público, particularmente la recaudación tributaria, se encontraban en un máximo histórico, pero los gastos corrientes no financieros habían crecido desde 1977 más que los ingresos, de modo que el ahorro antes de intereses se había reducido a la mitad desde 1977. La inversión pública también se había reducido desde 1977-78 unos dos puntos del producto, representando en 1979-80 un 9% del PBI, que no alcanzaba a ser financiado por el ahorro antes de intereses. Así, las necesidades de financiamiento mencionadas incluían en 1979-80 un déficit primario equivalente aproximadamente a 4% del PBI. Los intereses nominales de la deuda pública representaban en 1979-80 algo más de tres puntos del producto, de los cuales la mayor parte correspondía a deuda interna.

## 2. El período de ajuste caótico (1981-83)

Desde el abandono de las "pautas cambiarias" en marzo de 1981 hasta 1983 dos elementos dominarían las políticas económicas. En primer lugar, los intentos de reequilibrar el balance de pagos mediante fuertes devaluaciones y la utilización de diversos mecanismos que significaron masivos subsidios al endeudamiento privado. En segundo lugar, las acciones orientadas a reducir el sobreendeudamiento de importantes sectores de empresas privadas que había resultado de la fase anterior y que fuera agravado por el efecto de las devaluaciones sobre las posiciones deudoras en moneda extranjera. Ambos conjuntos de políticas repercutieron fuertemente sobre las finanzas públicas. Los shocks tarifarios orientados a paliar este problema fiscal, combinados con la devaluaciones, aceleraron la inflación, tornando más volátil el régimen de alta inflación vigente y llevando a la reversión del proceso de remonetización que había tenido lugar desde la reforma financiera de 1977.

El Banco Central soportó grandes pérdidas como consecuencia de las políticas de subsidio al endeudamiento privado externo y al crédito privado doméstico. A mediados de 1982 se produjo una nueva reforma financiera de signo contrario a la de 1977: la misma reintrodujo las regulaciones de tasas de interés para facilitar una masiva "licuación" de las deudas de las empresas privadas con el sistema financiero.

Los desequilibrios externo y fiscal adquirieron ciertos rasgos novedosos a partir del fracaso del intento de liberalización y apertura. Como consecuencia de los niveles de endeudamiento del país, la cuenta corriente pasó a ser crónicamente deficitaria. A diferencia de los desequilibrios característicos del período pre-deuda, el déficit de cuenta corriente no se origina en un exceso de absorción doméstica sobre el ingreso nacional. Se debe en esencia a que la contrapartida del sobreendeudamiento público y privado de 1978-91 fue principalmente la salida de capitales privados al exterior. A diferencia de los desequilibrios de flujos que las

políticas de ajuste tradicional permitían revertir con cierta rapidez, este desbalance stock/flujo no puede corregirse de la misma forma mediante la contracción del gasto.

Los intentos de ajustar el sector externo llevaron a masivas devaluaciones a lo largo de 1981-82. El impacto recesivo de las mismas, junto con la continuidad de tendencia creciente de las exportaciones agropecuarias, permitió generar un superávit comercial equivalente, en promedio, a la mitad de los intereses de la deuda externa. La economía se "cerró" nuevamente y la relación importaciones/PBI retornó a los niveles previos a la apertura de 1979-80. La contrapartida del ajuste externo en un contexto de retroceso de producto fue la caída de la tasa de inversión, que de 24.7% del producto en 1976-80 descendió a 22.2% del producto en 1981-82 y continuaría cayendo en años siguientes.

Pese a la importancia de la mejoría lograda en las cuentas externas, la cuenta corriente continuó arrojando déficit significativo. Esto dio lugar a una tendencia permanente al exceso de demanda de divisas, por un lado, y a la acumulación de atrasos en los pagos al exterior, por otro. Debido al racionamiento de crédito internacional a partir de 1982, a consecuencia de la guerra de Malvinas, primero, y a la crisis mexicana después, ese desequilibrio no podía financiarse mediante préstamos voluntarios. En nuevo financiamiento "forzado", además del obtenido de organismos internacionales, resulta en un aumento del ahorro externo a partir de 1980. De los muy bajos niveles previos a 1980 (fue equivalente a -0.35% del PBI en promedio durante la década del setenta), el ahorro externo pasa a promediar un 2.4% del producto en el período 1981-82 y algo más de 2% en la década de los ochenta en su conjunto. El consumo, entre tanto, se redujo menos que la inversión, de modo que la relación consumo/PBI aumentó, superando el 80% en promedio en el conjunto de la década. Como contrapartida, la caída del ahorro es vertical. En 1981-83 se ubica en 19.6% del PBI, siete puntos por debajo de sus niveles de la segunda mitad de los años setenta.

Merecen destacarse algunos rasgos adicionales de la nueva situación estructural del sector externo. Hasta fines de los años setenta la diferencia entre el ingreso nacional y el PBI fue del orden de un punto porcentual. Luego, al peso de los intereses de la deuda se agregó una importante caída tendencial de los términos del intercambio. Como consecuencia, la relación ingreso nacional/PBI se redujo sustancialmente: a mediados de la década de los ochenta era de alrededor de 95%. El segundo efecto permanente de la apertura financiera fue la dolarización de la economía. Las divisas pasaron a integrar las carteras de activos financieros del sector privado en proporciones muy superiores a las de períodos previos. Esto hizo a la economía más abierta financieramente dando lugar a mecanismos de arbitraje entre los mercados financieros domésticos y externos que limitan considerablemente los márgenes de maniobra de las políticas monetaria y cambiaria.

El impacto fiscal de las políticas de ajuste externo y salvataje financiero fue muy significativo. La porción pública de la deuda externa tendió a crecer aceleradamente como consecuencia del devengamiento de intereses, por un lado, y de la progresiva nacionalización de la deuda privada, por otro. A fines de 1983 la deuda acumulaba 45 000 millones de dólares, de los cuales 70% estaban en cabeza del sector público. En 1983 la carga de intereses de la deuda externa en el presupuesto del sector público no financiero se había multiplicado por seis respecto a 1980, alcanzando un monto equivalente a más de 3% del producto. Los múltiples efectos del proceso de ajuste caótico sobre las cuentas públicas implicaron que el desequilibrio

promedio del lapso 1981-83 duplicara el observado entre 1976 y 1980. Las necesidades de financiamiento promedio de esos años representaron 14.5% del PBI.

### 3. El Plan Austral y la estabilización transitoria (1984-86)

El gobierno democrático que asume a fines de 1983 encuentra condiciones económicas de extraordinaria dificultad. Además de las condiciones externas, fiscales y de ahorro-inversión mencionadas arriba, otros factores macroeconómicos complicaban el corto plazo.

La tasa mensual promedio de inflación de 1983 fue del orden del 15% y mostraba una tendencia a la aceleración en los últimos meses del año. El grado de monetización había descendido abruptamente. Los activos monetarios totales se redujeron de 21% del PBI en 1980 a 8.4% en el año 83, mientras el cociente M1/PBI se encontraba en 2.4%, de modo que el déficit fiscal resultaba cuatro veces M1. Por otro lado, a pesar del saldo positivo del balance comercial, de más de 3 300 millones de dólares, la cuenta corriente del balance de pagos presentaba en 1983 un déficit de 2 400 millones. La deuda neta equivalía por entonces a 43% del PBI y los correspondientes servicios financieros a 5.2 puntos del producto. A estas circunstancias se agregaba la suspensión de negociaciones con el FMI y la banca internacional que había tenido lugar en 1983, antes de la asunción del gobierno democrático.

La nueva administración no tuvo éxito en los objetivos que se trazó en lo inmediato. Un primer intento de reducción gradualista de la tasa de inflación, que rondaba entonces el 20% mensual, no dio resultados y fue sustituido por una línea más pasiva. Se mantuvo una tendencia ascendente de los salarios (observada desde el año 1983), el producto se expandió moderadamente como resultado del crecimiento del consumo, mientras la inversión continuó cayendo. Pese a cierto esfuerzo de ordenamiento fiscal el déficit se mantuvo por sobre los doce puntos del producto. En el frente de las negociaciones externas, fracasó el intento de negociación directa con los bancos sin pasar por un acuerdo con el FMI. En setiembre de 1984 se presenta al Fondo un memorándum de entendimiento y se pone en práctica el programa acordado con el organismo: un nuevo shock devaluatorio y de tarifas públicas acompañado de fuerte restricción monetaria. El paquete generó efectos de gran intensidad debido a la magnitud de la inflación y de los desequilibrios que mostraba la economía: una nueva aceleración de la inflación, caída de los salarios reales, desmonetización y una intensa y rápida contracción de la actividad económica. La situación fiscal no mejoró en la medida prevista porque la reducción del gasto corriente real que se produjo fue en parte compensada por los efectos de la aceleración inflacionaria y la recesión sobre la recaudación real.

El creciente descontrol del curso de la economía motivó un cambio de conducción económica y la puesta en marcha de un intento comprensivo de estabilización de shock en junio de 1985, el Plan Austral. El programa no se proponía profundizar el ajuste externo sino desactivar la amenaza hiperinflacionaria recuperando equilibrios internos y recomponiendo la negociación internacional.

La fijación del tipo de cambio, la política de ingresos y un significativo ajuste fiscal constituyeron los ejes del programa. El déficit fiscal y el ritmo de creación de dinero debían reducirse abruptamente. El gobierno se comprometió a no emitir para financiar el desequilibrio de las cuentas públicas. El cambio de signo monetario y el establecimiento de una escala de

conversión de la vieja a la nueva moneda estaba destinado a evitar las fuertes transferencias de riqueza que hubieran resultado de la brusca reducción de la tasa de inflación. Un conjunto de medidas con efecto positivo sobre las cuentas públicas (ajuste previo de tarifas, impuestos al comercio exterior y una reforma impositiva que sería enviada al Parlamento) unido a la mejora esperada de la recaudación impositiva por la caída de la tasa de inflación llevaría el déficit del sector público no financiero en torno de 1.9% del PBI a finales de 1985.

El otro componente del plan provenía de la negociación externa. El déficit esperado resultaría compatible con la disponibilidad de financiamiento externo resultante de la negociación con el FMI y los bancos comerciales, de modo que, de cumplirse las metas, el sector público no requeriría financiamiento doméstico.

El efecto del plan sobre la tasa de inflación fue contundente, en especial sobre los precios industriales, que comenzaron a registrar variaciones inferiores a 1%. La baja de la tasa de inflación llevó a una recuperación de los niveles de monetización. Los efectos expansivos del plan indujeron en los doce meses siguientes al shock un aumento del producto manufacturero de 20%. En el cuadro macroeconómico de 1986, que se examina en los capítulos siguientes, se pueden observar los "cierres" de las brechas fiscal y externa obtenidos por el programa de estabilización.

Hacia fines de 1986 y durante 1987 se erosionaron los logros obtenidos por el programa de estabilización y tendieron a regenerarse los desequilibrios externo y fiscal. Tres factores de naturaleza macroeconómica operaron, entre otros de distinta índole, para la reapertura de los desequilibrios básicos y la reacceleración de la inflación.

La situación del balance de pagos se deterioró rápidamente después de 1985, entre otras circunstancias por el fuerte empeoramiento de las condiciones comerciales. En los primeros cuatro años de gobierno democrático los términos de intercambio completaron una caída de casi 40%, concentrada en 1985-86. A esto se sumó la reducción del volumen físico de la exportaciones de base agrícola, por el efecto precio pero también como resultado de grandes inundaciones en la región pampeana que produjeron una significativa contracción del área cosechada. Al mismo tiempo, las importaciones tendieron a aumentar debido a la expansión de la demanda y el nivel de actividad. El 1986 el balance comercial arrojó un superávit 55% inferior al del año precedente y la cuenta corriente mostró el déficit más alto desde 1981, pese al descenso de las tasas internacionales de interés. El deterioro externo se acentuó en 1987, cuando el déficit de cuenta corriente superó los 4 200 millones de dólares.

El ajuste del desequilibrio fiscal demostró ser frágil. El shock externo desfavorable afectó de por sí la recaudación de los impuestos a las exportaciones agrícolas, pero además, el gobierno trató de amortiguar el impacto del shock preservando en alguna medida el ingreso privado con un costo fiscal adicional. En segundo lugar, la persistencia de una inflación baja pero no insignificante y el ejercicio permanente de política de ingresos tendiente a frenar la aceleración, condujo al deterioro del ingreso real de las empresas públicas. En tercer lugar, la fragilidad del ajuste fiscal resultó también de que instrumentos de emergencia no fueron reemplazados por formas más permanentes de financiamiento (entre otras razones, por bloqueo legislativo) y de que no hubo avances visibles en la administración tributaria que permitieran un mejor control de la evasión.

Por último, junto a la reapertura de los desequilibrios externo y fiscal, cabe mencionar como factor que contribuyó a la reacceleración inflacionaria la persistencia del régimen de alta

inflación vigente en la economía. Esta particular estructura de contratos cortos, mecanismos generalizados de indexación y expectativas volátiles no fue removido por el programa de estabilización y determinó una propensión a la aceleración rápida de la inflación frente a shocks de demanda u oferta.

#### 4. De la estabilización a la hiperinflación (1987-89)

En 1987 la inflación se ubicó en 131% y durante 1988 volvió a acelerarse registrando en el tercer trimestre la cifra más alta desde el Plan Austral. A consecuencia de la aceleración de la inflación, el coeficiente de monetización de la economía tendió a disminuir, revirtiéndose la tendencia al incremento de la demanda de activos domésticos observada desde 1985. Las repercusiones sobre el nivel de actividad de la negativa evolución de la situación macroeconómica fueron significativas. En 1987 el producto creció solo 2.6% y su evolución fue negativa en 1988, registrando una caída de 1.9%. La evolución positiva de la demanda de inversión luego de junio de 1985, que se había traducido en un aumento de su participación en la demanda global, también se revirtió en 1988.

El sensible deterioro del contexto macroeconómico pone de manifiesto la fragilidad de la economía respecto a los shocks externos negativos. La negativa evolución de la economía en los planos fiscal, monetario y real estuvo fuertemente correlacionada con el deterioro de los términos de intercambio y volúmenes exportados en 1986-87. La correlación no fue aún más marcada porque las reservas acumuladas luego del Plan Austral y el apoyo del FMI permitieron a las autoridades retrasar el impacto del deterioro externo sobre la economía doméstica durante 1987. Esto ya no fue posible en 1988 por el agotamiento de las reservas y el retiro del apoyo del FMI debido a la evolución de los resultados fiscales y monetarios. En abril de 1988 se entra a una situación de moratoria de hecho con la banca comercial. De cualquier forma, cabe acotar que las negativas condiciones del sector externo tendieron a modificarse en 1988, debido a la mejora de los precios internacionales de los productos agrícolas y al aumento de la oferta. El superávit comercial de 1988 resultó muy superior al del año precedente, 3 550 millones de dólares. De aquí que la situación a mediados de 1988 resultaba en cierta manera paradójica, pues el contexto macroeconómico se estaba deteriorando rápidamente mientras el sector externo se movía en la dirección opuesta. La explicación de la paradoja es la inexistencia de instrumentos de financiamiento externo que hubieran permitido extender en el tiempo los ajustes a los desequilibrios. En ausencia de tales instrumentos, los desequilibrios externo y fiscal fueron atacados con la devaluación real y el incremento de las tarifas públicas desde fines de 1987, que al inducir sensibles cambios en los precios relativos contribuyeron a la aceleración inflacionaria a través de los mecanismos del régimen de alta inflación.

En agosto de 1988 se intentó un nuevo shock estabilizador que la prensa denominó Plan Primavera. En el plano fiscal el objetivo era el de reducir en forma significativa el déficit público. Las medidas de política cambiaria consistían esencialmente en el establecimiento de un régimen de tipo de cambio diferencial según el cual las exportaciones de origen agropecuario se liquidaban en el tipo de cambio comercial y las de origen industrial según un tipo intermedio entre el comercial y el financiero. La razón del desdoblamiento obedecía a razones fiscales y, de hecho, tenía efectos similares a los del restablecimiento de los derechos de exportación que

habían sido reducidos después de la caída de los precios internacionales de los granos. Quedó establecida de hecho una regla cambiaria que en términos esquemáticos podría expresarse de la siguiente manera: el Banco Central compraba a valor de tipo de cambio comercial el total de las exportaciones agrícolas y el 50% de las industriales, mientras que por el mercado libre se comercializaría el restante 50% de las exportaciones industriales, las importaciones y los intereses de la deuda privada. El gobierno anunció como regla de intervención que la diferencia entre el dólar comercial (controlado y fijado) y el financiero (libre y flotante) no superaría el 25%. Estas medidas fueron acompañadas con políticas de ingresos acordadas con entidades empresarias.

El plan estuvo en vigencia entre agosto de 1988 y febrero de 1989 induciendo una significativa baja de la tasa de inflación del 25%, al momento de su lanzamiento, a 6,8% en diciembre de 1988. El programa también indujo un incremento de la demanda de dinero y activos domésticos y una acumulación inicial de reservas.

Aun cuando la demanda por activos domésticos estaba subiendo, la autoridad monetaria enfrentó problemas para controlar la oferta por tres razones: el superávit comercial se estaba elevando, no se estaba obteniendo la prevista reducción del déficit público y la demanda de títulos públicos se había debilitado. Ello llevó a que la colocación forzosa de deuda en el sistema financiero (encajes remunerados) aumentara sistemáticamente.

Hasta mediados de enero de 1989 el esquema cambiario funcionó como estaba previsto. Sin embargo, la situación se deterioró rápidamente. En primer lugar, la proximidad de las elecciones y los resultados de las encuestas electorales aumentaron la incertidumbre y el consiguiente riesgo de mantener activos domésticos. En segundo lugar, el Banco Mundial, único apoyo internacional del programa, anunció que no desembolsaría un préstamo por 350 millones de dólares debido al no cumplimiento de las metas establecidas. En la última semana de enero y la primera de febrero tuvo lugar una corrida contra el Austral y el Banco Central vendió alrededor de 450 millones de dólares por semana. El 6 de febrero el esquema cambiario del Plan Primavera fue abandonado. A partir de ese momento una burbuja cambiaria lideró un proceso de aceleración de la inflación que alcanzó niveles hiperinflacionarios entre mayo y julio de 1989. La burbuja y la aceleración inflacionaria fueron frenados en julio, con el cambio de gobierno y los anuncios de un nuevo programa de estabilización.

### C. LA BRECHA EXTERNA

Antes de la crisis de la deuda Argentina ya había sufrido frecuentes crisis en la balanza de pagos. Sin embargo, estas nunca constituyeron un obstáculo al crecimiento en el largo plazo. Con anterioridad a la década del ochenta la recurrente escasez de divisas se manifestaba en un mayor grado de inestabilidad macroeconómica. Durante los ochenta, por el contrario, el desequilibrio externo fue de tal magnitud que no sólo indujo una mayor inestabilidad en el corto plazo sino también un largo período de estancamiento. En efecto, la profundidad y persistencia de la crisis *per se* han tenido consecuencias duraderas y perversas sobre la estructura económica que aún están restringiendo el crecimiento. Entre 1982 y 1990 Argentina acumuló un déficit de cuenta corriente de 16 300 millones de dólares. Esto ocurrió a pesar de la sustancial generación

de superávits en la balanza comercial, inducida por los sucesivos esfuerzos de ajuste. En el período 1982-90 Argentina generó un superávit acumulado de 34 000 millones de dólares en el comercio de bienes. El país efectuó una transferencia externa equivalente a 3.5% del PBI anual promedio. Sin embargo, la reducción de la absorción doméstica resultante de estos superávits no fue suficiente para compensar el incremento en los servicios de la deuda externa, los cuales alcanzaron los 48 000 millones de dólares en el período que estamos considerando. Para poder evaluar la significación de estas cifras para la economía argentina, el cuadro 10 muestra la evolución de algunas variables clave para el sector externo como proporción del PBI.

Como puede observarse, desde 1982 hubo un generalizado deterioro en la posición financiera del país que se reflejó en un marcado empeoramiento de varios indicadores de la capacidad de repago de la deuda. El desequilibrio "stock-flujo" generado por la crisis de la deuda provocó un "salto" en los cocientes deuda/PBI y deuda/exportaciones que se agravó aún más durante los ochenta debido al estancamiento del PBI. En efecto, el cuadro 10 muestra que el cociente deuda/PBI aumento de 17% en 1980-81 a 60% en 1989-90 mientras que el cociente deuda/exportaciones creció de 302% a 512% en el mismo período. La mayor carga de la deuda generó, a su vez, un importante incremento de los pagos externos. En el período 1982-90 esta variable promedió los cinco puntos del PBI. Junto con el deterioro en los términos de intercambio, en aumento en los intereses externos determinó una fuerte caída del ingreso nacional.

Los esfuerzos de ajuste realizados por el país durante este período -fundamentalmente orientados a reducir la absorción doméstica- generaron superávits comerciales de una magnitud sin precedentes. En los años 1982-90 estos promediaron un 3.5% del PBI. Aunque las autoridades económicas intentaron mejorar el desempeño de las exportaciones a través de una elevación del tipo de cambio real -el cuadro muestra que en promedio el tipo de cambio real fue mucho más alto que en el período previo a la crisis de la deuda- los efectos benéficos de este incremento fueron parcialmente compensados por el deterioro en los términos de intercambio.

La falta de éxito por el lado de las exportaciones determinó que un mayor superávit sólo pudiera ser logrado al costo de un menor nivel de importaciones. Debido al alto contenido importado de los gastos en bienes de capital la limitación en la capacidad de importar impuso una severa restricción a la inversión. En consecuencia, la mayor parte del ajuste en la absorción doméstica recayó sobre los gastos en bienes de capital antes que en el consumo. La escasez de divisas se convirtió en una restricción operativa sobre la capacidad de crecimiento de la economía.

En el período 1982-90, las dificultades de balanza de pagos se vieron indudablemente agravadas por las decisiones de portafolio de los inversores locales, esto es, por la persistencia del fenómeno de fuga de capitales a lo largo de la década. La evolución de la cuenta capital durante el período<sup>2</sup> permite ver este aspecto con claridad. El cuadro 7 muestra que el resultado

---

<sup>2</sup> El análisis de los flujos de capital en los ochenta presentado en este trabajo está basado en Damill y Fanelli (1993) y Fanelli y Machinea (1994).

neto de los movimientos autónomos de capitales fue negativo<sup>3</sup>. Como consecuencia, el déficit en la cuenta capital sumó 5 100 millones de dólares<sup>4</sup> a las necesidades de financiamiento originadas en el déficit de cuenta corriente.

El resultado neto de la cuenta de capitales autónomos, sin embargo, oculta un diferente patrón de comportamiento del sector privado vis-a-vis el sector público. El cuadro 8 muestra que la cuenta correspondiente al sector privado registró una salida neta de capitales por 12 100 millones de dólares. Todos los ítems que corresponden al sector privado son sistemáticamente negativos, con la excepción del que corresponde a la inversión extranjera directa. La cuenta del sector público, por el contrario, registra un superávit de 7 000 millones de dólares.

Este comportamiento de los sectores público y privado implica que la salida neta de fondos privados originada en la fuga de capitales fue parcialmente compensada por la entrada de crédito externo para el sector público. En otras palabras, la tarea de cerrar la brecha externa fue enfrentada exclusivamente por el gobierno.

Sin embargo, dada la existencia de racionamiento de crédito, las autoridades no pudieron conseguir los fondos necesarios para cerrar la brecha externa recurriendo sólo a fuentes de financiamiento voluntario en los mercados internacionales. En consecuencia, como se observa en el cuadro 9, el financiamiento "compensatorio" jugó un rol determinante en el financiamiento del desequilibrio en la cuenta corriente. Utilizamos entre comillas la palabra compensatorio porque una buena parte de los fondos compensatorios consistían en el atraso en los pagos de servicios de la deuda externa. Este tipo de financiamiento debiera considerarse "forzado" antes que compensatorio.

La continua salida de capital privado y el uso sistemático de financiamiento compensatorio tuvo importantes consecuencias sobre la estabilidad macroeconómica y la estructura financiera. A lo largo de este período hubo una relación directa entre la disponibilidad de financiamiento compensatorio y el tipo de cambio real: cuanto menor era la oferta de financiamiento externo mayor era el superávit comercial necesario para cerrar la brecha externa, y, por ende, mayor era el tipo de cambio real de "equilibrio" requerido. Dado que la corrección del nivel del tipo de cambio real implicaba un aumento del tipo de cambio nominal que tendía a alimentar la inflación, la incertidumbre acerca del tipo de cambio real de "equilibrio" no sólo afectaba la tasa esperada de devaluación sino también las tasas esperadas de inflación y de interés nominal. Realmente, puede afirmarse que una de las más perversas consecuencias de la inestabilidad macroeconómica durante los ochenta fue el hecho de que el resultado de las negociaciones de la deuda pública externa entraba como un argumento crucial en la función que determinaba el tipo de cambio real de equilibrio. Con mucha frecuencia, esto tornó imposible el cálculo económico basado en expectativas con un razonable grado de confianza. El alto nivel

---

<sup>3</sup> Clasificamos los flujos de capital de acuerdo con las definiciones de la balanza de pagos. De acuerdo a tales definiciones los fondos provistos por el FMI son considerados como "compensatorios" y aquellos otorgados por el Banco Mundial y BID se clasifican como autónomos. En años recientes, sin embargo, gran parte del financiamiento brindado por estas dos últimas instituciones ha sido compensatorio antes que autónomo.

<sup>4</sup> Esta cifra incluye los fondos asociados a la consolidación de la deuda pública. Si estos son restados el flujo neto de capitales es menor (U\$S 1700 millones). Por otro lado, los flujos de capital han sido más elevados vía la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones. Este tipo de movimientos de capital no pueden ser identificados sobre la base de las estadísticas de balanza de pagos.

de incertidumbre tuvo fuertes consecuencias negativas sobre decisiones que son intrínsecamente intertemporales como aquellas que conciernen a la inversión y el ahorro. Por otro lado, la existencia de un déficit permanente en la cuenta de capital privado indujo una tendencia sistemática al achicamiento del sistema financiero doméstico.

#### D. LA BRECHA FISCAL

La extrema inestabilidad macroeconómica experimentada durante el período estuvo estrechamente relacionada con la elevada fragilidad financiera del sector público. Pero el deterioro financiero del sector público, a su vez, no fue independiente de la crisis de la deuda que dio origen al problema de la transferencia doméstica<sup>5</sup>.

Las principales características de este problema pueden ser brevemente resumidas como sigue. Durante la "crisis de la deuda" el componente de servicios financieros de la cuenta corriente exhibió un déficit "estructural". En consecuencia, para poder cerrar la "brecha externa", fue necesario generar un superávit permanente en la balanza comercial equivalente al déficit en la cuenta de servicios financieros. El "problema de la transferencia externa", entonces, consistió en cómo obtener un superávit comercial de una magnitud equivalente a los pagos de intereses externos. Del análisis de la brecha externa efectuado arriba se concluye que el país no pudo satisfacer esta condición. Mientras los pagos de intereses promediaron un 5% del PBI el superávit comercial promedio fue de 3.5%.

Pero aun cuando Argentina no generó el superávit comercial requerido, su tamaño, y por ende la magnitud de la transferencia externa realizada, fue lo suficientemente grande como para provocar agudos desequilibrios macroeconómicos a nivel doméstico. En Argentina el superávit comercial era obtenido por el sector privado pero era el gobierno el que tenía que afrontar el pago de intereses externos. Este factor dio origen al lado "doméstico" de la transferencia: el gobierno debía "comprar" el superávit comercial del sector privado. El problema era que la magnitud de este superávit era demasiado grande en comparación con el tamaño del sistema financiero o el nivel de los ingresos impositivos.

Como consecuencia de la baja demanda de dinero, cuando el gobierno expandía la base monetaria para comprar las divisas originadas en la balanza comercial surgían fuertes presiones inflacionarias. Cuando, alternativamente, el tesoro intentaba colocar títulos públicos a cambio del superávit comercial se producía una insostenible presión ascendente sobre la tasa de interés real. Debido a la fuga de capitales y a la incertidumbre provocada por la inestabilidad macroeconómica la demanda doméstica por títulos públicos era despreciable. Obviamente, una alternativa a la emisión de dinero y bonos hubiera sido la generación de un superávit primario en las cuentas fiscales equivalente al monto de intereses sobre la deuda pública externa devengados cada año. Pero esta alternativa demostró ser muy difícil de poner en práctica. El cuadro 13 muestra la evolución de indicadores clave de los desequilibrios macroeconómicos creados por la "transferencia doméstica".

---

<sup>5</sup> Sobre el problema de la transferencia doméstica en Argentina véase Fanelli y Frenkel (1990a) y Frenkel y Rozenwurcel (1990). Una presentación más general puede encontrarse en Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1990).

La relación stock-flujo entre el déficit fiscal y M2 indica la presión de la brecha fiscal sobre la demanda privada por activos domésticos y por ende sobre el sistema financiero. Si se produce un incremento en las necesidades de financiamiento del sector público, *ceteris paribus*, la demanda flujo de activos domésticos también debe incrementarse para absorber la creciente oferta flujo de títulos públicos y/o de base monetaria. Como puede verse, el cociente déficit fiscal/M2 registró un valor de 26.2% en el período previo a la crisis y luego aumentó constantemente. En algunos años superó el 100%. En tal contexto, si todo el déficit se hubiera financiado internamente el stock de activos financieros se hubiera duplicado cada año.

La combinación del problema de la transferencia doméstica y el proceso de desmonetización llevó a un dramático incremento del nivel de fragilidad financiera. En efecto, la excesiva presión ejercida por las necesidades de financiamiento del gobierno sobre el sistema financiero doméstico estimuló el uso de contratos denominados en dólares y el simultáneo acortamiento de los contratos privados en pesos, un proceso que también era favorecido por la incertidumbre generada por la persistencia de la inestabilidad macroeconómica. En este contexto las autoridades terminaron recurriendo a diversos mecanismos "heterodoxos" y/o "forzados" de financiamiento (como el significativo incremento de las reservas bancarias y los atrasos en el pago de intereses) mientras inducían al mismo tiempo importantes transferencias de riqueza a favor de algunos deudores a través de tasas negativas de interés. La fragilidad financiera fue exacerbada por todos estos factores y el uso masivo del impuesto inflacionario para cerrar la brecha remanente.

En efecto, dada la reducida demanda de títulos públicos y el racionamiento del crédito externo, las autoridades se vieron obligadas a monetizar la mayor parte del déficit. La explotación sistemática de la capacidad de señoreaje del gobierno, a su vez, provocó un gran incremento del nivel del impuesto inflacionario. En el período 1982-90 este promedió el 3.1% del PBI por año.

El aumento de la inflación consolidó una estructura de contratos (tanto explícitos como implícitos) y de formación de expectativas que dieron lugar a un régimen de alta inflación, donde los agentes económicos se encuentran altamente adaptados a un entorno macroeconómico inestable en el cual las tasas de interés y la prima de riesgo-país alcanzan niveles extraordinarios<sup>6</sup>. Este régimen está caracterizado por una extrema volatilidad de la tasa de inflación y en él tienden a amplificarse los efectos inflacionarios originados en la inestabilidad de los mercados financieros y de divisas que resultan de las brechas fiscal y externa.

La consecuencia natural del desarrollo de estos mecanismos fue la persistente caída del nivel de monetización de la economía. El cociente M1/PBI se redujo de 5.5% en 1980 a 2.1% en 1990. Dado que la posición financiera del sector privado no era mejor que la del gobierno, el deterioro del cociente M2/PBI fue aún mayor. Este cayó de 21% en 1980 a 3.8% diez años más tarde. El creciente grado de desmonetización de la economía se convirtió en un factor independiente que contribuyó a la fragilidad financiera. La disminución del número de transacciones comerciales en pesos devino en una fuente de inestabilidad e ineficiencia per se. El menor volumen de operaciones incrementó el peso de los costos fijos de los bancos y esto, a su vez, ejerció una presión alcista sobre los márgenes entre las tasas activas y pasivas. El

---

<sup>6</sup> Sobre el régimen de alta inflación véase Frenkel (1990).

resultado fue un impulso ascendente sobre las tasas de interés adicional a la mayor carga financiera enfrentada por las firmas debido al "salto" en el riesgo-país.

De hecho, la huída desde los activos denominados en pesos fue de tal magnitud, a pesar de la reducción observada en el déficit fiscal, que el cociente déficit/M2 se deterioró debido a que la caída en la demanda por activos domésticos fue mayor que la reducción de la brecha fiscal. La dramática reducción en la demanda por activos domésticos parece estar asociada a la existencia de histéresis. En efecto, durante los breves períodos de estabilidad en los cuales el nivel de monetización aumentaba (como por ejemplo durante el Plan Austral) no retornaba, sin embargo, a sus niveles históricos para una tasa de inflación dada.

La quinta columna del cuadro 13 muestra la magnitud de la carga financiera en términos de los ingresos del gobierno. La relación entre estos y los pagos externos es una medida del desequilibrio financiero provocado por la crisis de la deuda. En el período bajo análisis los pagos externos representaron 36.6% de la recaudación impositiva total. En 1980 eran equivalentes a sólo el 4% de esta variable. Para evitar una ampliación de la brecha fiscal, ceteris paribus los gastos reales, el gobierno debiera haber implementado un drástico incremento de la presión impositiva.

Hubo numerosos intentos de aumento de los ingresos gubernamentales durante el período pero, como se observa en el cuadro 13, todos fracasaron. En un contexto inflacionario y altamente inestable, el efecto Olivera-Tanzi y la falta de crecimiento del PBI operaron en contra de los esfuerzos por incrementar la presión impositiva global. Estas fue una de las principales razones por las cuales el peso del ajuste fiscal recayó fundamentalmente sobre el gasto público, en particular sobre la inversión. Sin embargo, a pesar de la drástica reducción del gasto público, la igualdad entre los pagos externos del gobierno y el déficit fiscal primario nunca fue alcanzada. Por el contrario, resultó imposible siquiera generar un superávit primario positivo (véase penúltima columna del cuadro 13). Como consecuencia, los elevados déficits fiscales globales persistieron a lo largo de la década: en el período 1982-90 el desequilibrio presupuestario promedio un 6.5% del PBI.

Es muy importante, sin embargo, tener en cuenta que el déficit siguió una trayectoria decreciente y que esto ocurrió en un contexto donde el ahorro del gobierno estaba disminuyendo. Como se puede ver en el cuadro 18, el efecto impacto del incremento en los pagos externos del gobierno a principios de los ochenta fue una notable reducción del ahorro público. Dadas las dificultades para cobrar impuestos y/o conseguir una contracción suficiente de los gastos públicos corrientes, el ahorro público se tornó sistemáticamente negativo a lo largo de la década, con la excepción de 1985 y 1986, durante la vigencia del Plan Austral.

El déficit fiscal es la diferencia entre el ahorro público y la inversión. En consecuencia, la caída en el ahorro fiscal llevó a que la única manera de reducir el déficit fiscal fuera la disminución del gasto público en bienes de capital. El cociente inversión pública/PBI cayó de 6.5% en 1980 a 3.1% en 1990. Una de las consecuencias más negativas de este patrón de ajuste fue que, a través del efecto "crowding-in", el colapso en la inversión pública contribuyó a inducir una fuerte disminución en el gasto en bienes de capital del sector privado.

## E. AHORRO, INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO

El cuadro 18 muestra la evolución de los déficits y superávits generados por los tres sectores agregados en los cuales se ha dividido la economía: el sector privado, el público y el resto del mundo. El sector público registró un déficit permanente a lo largo de los ochenta y fue, en consecuencia, un demandante neto de fondos. Estas necesidades de financiamiento promediaron un 6.86% del PBI, aunque hubo una disminución luego de la implementación del plan austral. Entre 1980 y 1984 el déficit fue de 8.56% del PBI en promedio mientras que la cifra para el período 1985-89 fue equivalente a 5.16% del PBI.

Debido a la magnitud de las necesidades de fondos prestables del gobierno no es sorprendente encontrar que terminó absorbiendo los superávits generados por los otros dos sectores. Pero la participación de las fuentes domésticas en el financiamiento del desequilibrio fiscal fue mucho mayor que la participación del resto del mundo. Como se puede ver en el cuadro 18, durante el período 1982-90 el superávit privado fue de 6.5% del PBI en promedio mientras que el del resto del mundo promedió un 1.5%. La baja participación del financiamiento externo de una consecuencia directa de la existencia de racionamiento de crédito. Además, el superávit del resto del mundo tendió a reducirse ligeramente a lo largo de la década. Mientras que en 1980-84 el financiamiento externo representó un 2.16% del PBI en promedio, su participación se redujo a 1.74% en 1985-89 y sólo 1% si consideran los años 1988-89. Es importante tener en cuenta que el superávit promedio del sector privado durante los ochenta fue significativamente menor que el generado en el período anterior a la crisis de la deuda.

Por el contrario, el ahorro externo fue más alto que el observado durante los ochenta. Sin embargo, es necesario señalar que su considerable nivel no representó financiamiento voluntario. La mayor parte de estos recursos estaba constituida por atrasos en los pagos de intereses, los cuales crecieron particularmente rápido desde 1988 y sumaban 8 000 millones de dólares a principios de 1992.

Este patrón de financiamiento tuvo importantes consecuencias sobre el crecimiento ya que luego de la crisis de la deuda el sector privado también redujo significativamente su tasa de ahorro. La inestabilidad macroeconómica y la contracción del ingreso nacional provocaron una caída del cociente ahorro privado/PBI desde el 22% en 1981-82 a menos del 17% a fines de los ochenta. Esto fue consecuencia del hecho de que la proporción del PBI asignada al consumo no fue ajustada hacia abajo durante la crisis y, por el contrario, tendió a subir. Como en el caso del gobierno, un mayor superávit privado sólo podía obtenerse al costo de una dramática reducción del gasto en bienes de capital. Durante los ochenta el superávit privado aumentó porque la caída de la inversión privada fue mayor que la contracción en el ahorro. La inversión se vio severamente afectada por la disminución en el ingreso, la extrema escasez de crédito y la generalizada depresión de los "animal spirits" de los inversores.

Además, la contracción del gasto público recayó desproporcionadamente sobre la inversión pública. Así, simultáneamente con la caída del ingreso y el ahorro nacional, se observó también una importante declinación en el nivel de la inversión. El cociente inversión/PBI se redujo de 25% en 1980 a 15% en 1989.

En un contexto de escasa disponibilidad de ahorro externo, la incapacidad del gobierno para resolver el problema de la transferencia doméstica hizo que los requerimientos de fondos para financiar la brecha fiscal y el efecto "crowding-in" se convirtieran en una severa restricción

al crecimiento. La relación inversión/PBI cayó en más de diez puntos porcentuales en el período analizado. No es entonces sorprendente que la tasa promedio de crecimiento en el período 1982-90 haya sido negativa (-0.35% por año).

Cuadro 1

## ARGENTINA. VARIABLES MACROECONÓMICAS SELECCIONADAS

Período	Tasa Crec. PBI	IPC (a)	IPM (b)	TCR (c) (1980=100)	TI (d) (1980=100)	Salario Real (e) (1980=100)	Bal Comerc (mill u\$s)	Cta Cte (mill u\$s)	Deuda Ext (mill u\$s)
1980	1.0	87.6	57.5	100.0	100.0	100.0	-2519	-4768	27162
1981	-5.7	131.3	180.2	151.6	96.3	94.3	-287	-4714	35671
1982	-3.1	209.7	311.3	277.4	84.9	86.6	2288	-2658	43634
1983	3.7	433.7	411.3	293.6	80.7	108.6	3332	-2438	45069
1984	1.8	688.0	625.9	277.4	96.0	133.2	3523	-2391	46171
1985	-6.6	385.4	363.9	322.6	80.0	111.5	4582	-953	49326
1986	7.3	81.9	57.9	271.0	72.4	110.7	2129	-2859	51422
1987	2.6	174.8	123.0	277.4	62.9	104.7	541	-4238	58324
1988	-1.9	387.7	413.0	264.5	66.0	98.9	3620	-1572	58473
1989	-6.2	4923.6	3433.0	409.7	67.5	93.3	5371	-1379	63314
1990	0.1	1343.9	1607.0	248.4	67.2	90.2	8274	1703	60973

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de INDEC, BCRA y CEPAL.

- (a): % de variación diciembre/diciembre.  
 (b): % de variación diciembre/diciembre.  
 (c): tipo de cambio nominal implícito de imports\*índice de precios de imports/índice de precios implícitos del PBI.  
 (d): términos del intercambio.  
 (e): Salario Horario Normal deflactado por el índice de precios al consumidor.

Cuadro 2

ARGENTINA. OFERTA Y DEMANDA GLOBAL EN TÉRMINOS DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO  
(En porcentajes del PBI a precios corrientes).

AÑO	PBI pm	IMPORTAC.	CONSUMO TOTAL (a)	INVERSIÓN BRUTA INTERNA	EXPORTAC.
1980	100.0	6.5	76.2	25.3	5.1
1981	100.0	7.4	77.8	22.7	6.9
1982	100.0	6.5	75.7	21.8	9.1
1983	100.0	5.8	75.8	20.9	9.1
1984	100.0	4.8	77.2	20.0	7.6
1985	100.0	6.3	76.9	17.6	11.7
1986	100.0	6.3	80.7	17.5	8.2
1987	100.0	7.6	80.1	19.6	7.9
1988	100.0	6.2	78.0	18.6	9.5
1989	100.0	6.6	78.0	15.5	13.1
1990	100.0	4.6	80.3	14.0	10.4

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

(a) A partir de 1988 incluye variación de existencias.

Cuadro 3

ARGENTINA. OFERTA Y DEMANDA GLOBAL EN TÉRMINOS DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO  
(En porcentaje del PBI a precios constantes)

AÑO	PBI pm	TASA CREC PBI (%)	IMPORTAC.	CONSUMO TOTAL (a)	INVERSIÓN BRUTA INTERNA	EXPORTAC.
1980	100.0	1.0	11.9	78.3	26.6	7.0
1981	100.0	-5.7	11.6	80.2	23.6	7.8
1982	100.0	-3.1	6.9	78.1	20.4	8.4
1983	100.0	3.7	6.2	78.4	19.5	8.3
1984	100.0	1.8	6.3	79.9	18.5	7.9
1985	100.0	-6.6	5.9	79.8	16.3	9.8
1986	100.0	7.3	6.3	80.7	17.5	8.2
1987	100.0	2.6	7.0	79.7	19.5	7.7
1988	100.0	-1.9	6.3	77.5	19.5	9.3
1989	100.0	-6.2	5.5	79.3	15.7	10.5
1990	100.0	0.1	5.5	78.9	14.2	12.5

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

(a) A partir de 1989 incluye variación de existencias.

Cuadro 4

ARGENTINA. COMPONENTES DEL INGRESO BRUTO NACIONAL  
(En porcentaje del PBI a precios corrientes)

AÑO	PBI pm	PAGO NETO FACTORES DEL EXT.	INGRESO BRUTO NACIONAL	CONSUMO TOTAL	INVERSIÓN BRUTA INTERNA	BALANCE COMERCIAL TOTAL	A H O R R O	
							NACIONAL	EXTERNO
1980	100.0	-0.7	99.4	76.2	25.3	-1.4	23.2	2.1
1981	100.0	-2.1	97.9	77.8	22.7	-0.5	20.1	2.6
1982	100.0	-4.7	95.4	75.7	21.8	2.6	19.7	2.1
1983	100.0	-5.2	94.8	75.8	20.9	3.3	19.0	1.9
1984	100.0	-4.9	95.1	77.2	20.0	2.8	17.9	2.1
1985	100.0	-5.9	94.0	76.9	17.6	5.4	17.1	0.5
1986	100.0	-4.2	95.9	80.7	17.5	1.9	15.2	2.3
1987	100.0	-4.1	95.9	80.1	19.6	0.3	15.8	3.8
1988	100.0	-4.0	95.9	78.0	18.6	3.3	17.9	0.7
1989	100.0	-7.9	92.1	78.0	15.5	6.5	14.1	1.4
1990	100.0	-4.4	95.7	80.3	14.0	5.8	15.4	-1.4

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 5

ARGENTINA. COMPONENTES DEL INGRESO BRUTO NACIONAL  
(En porcentaje del PBI a precios constantes)

AÑO	PBI pm	EFEC. REL. PRECIOS INTERNAC.	PAGO NETO FACTORES DEL EXT.	INGRESO BRUTO NACIONAL	CONSUMO TOTAL	INVERSION BRUTA INTERNA	BALANCE COMERCIAL TOTAL	A H O R R O	
								INTERNO	EXTERNO
1980	100.0	2.3	-0.9	101.4	78.3	26.6	-4.9	23.1	3.5
1981	100.0	3.1	-1.6	101.5	80.2	23.6	-3.8	21.3	2.3
1982	100.0	1.2	-2.2	99.0	78.1	20.4	1.5	20.9	-0.5
1983	100.0	1.4	-3.1	98.3	78.4	19.5	2.1	19.9	-0.4
1984	100.0	2.2	-3.1	99.1	79.9	18.5	1.6	19.2	-0.7
1985	100.0	1.3	-3.4	97.9	79.8	16.3	3.9	18.0	-1.8
1986	100.0	0.0	-2.5	97.5	80.7	17.5	1.9	16.8	0.6
1987	100.0	-0.3	-2.2	97.5	79.7	19.5	0.7	17.8	1.8
1988	100.0	0.7	-2.4	98.2	77.5	19.5	3.0	20.7	-1.2
1989	100.0	1.3	-3.4	97.9	79.3	15.7	5.0	18.7	-2.9
1990	100.0	0.6	-2.7	97.9	78.9	14.2	7.0	19.0	-4.8

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 6

ARGENTINA. BALANCE DE PAGOS  
(En porcentajes del PBI a precios corrientes)

AÑO	IMPORTAC.	EXPORTAC.	SALDO DEL BALANCE COMERCIAL	SERVICIOS FINANCIEROS			SALDO DE CUENTA CORRIENTE
				INT. NETOS	OTROS	TOTAL	
1980	6.5	5.1	-1.4	-0.5	-0.2	-0.7	-2.1
1981	7.4	6.9	-0.5	-2.4	0.3	-2.1	-2.6
1982	6.5	9.1	2.6	-5.5	0.8	-4.7	-2.1
1983	5.8	9.1	3.3	-5.2	0.0	-5.2	-1.9
1984	4.8	7.6	2.8	-4.9	0.0	-4.9	-2.1
1985	6.3	11.7	5.4	-6.0	0.1	-5.9	-0.5
1986	6.3	8.2	1.9	-4.1	-0.1	-4.2	-2.3
1987	7.6	7.9	0.3	-3.8	-0.3	-4.1	-3.8
1988	6.2	9.5	3.3	-4.6	0.6	-4.0	-0.7
1989	6.6	13.1	6.5	-8.5	0.6	-7.9	-1.4
1990	4.6	10.4	5.8	-3.9	-0.5	-4.4	1.4

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Cuadro 7

FUENTES Y DESTINO DE LOS FONDOS EXTERNOS, 1980-1990  
(en millones de dólares)

Período	Déficit Cuenta Corriente (1)	Variación Reservas Internac. (2)	(1)+(2) = (3)+(4)	Movimiento Capitales Compensat. (3)	Movimiento Capitales Autónomos (4)
1980	4,768	-2,796	1,972	-281	2,253
1981	4,714	-3,521	1,193	38	1,155
1982	2,358	-715	1,643	5,451	-3,808
1983	2,461	1,684	4,145	4,256	-111
1984	2,391	99	2,490	1,843	647
1985	953	2,017	2,970	2,573	397
1986	2,859	-514	2,345	1,561	784
1987	4,238	-1,274	2,964	2,826	138
1988	1,572	1,961	3,533	3,342	191
1989	1,292	-1,559	-267	5,326	-5,593
1989 (a)	1,292	-1,559	-267	1,937	-2,204
1990	-1,789	2,751	962	2,072	-1,110
Sum. 82-90:	16,335	4,450	20,785	25,861	-5,076
82-90 (*)	16,335	4,450	20,785	22,472	-1,687

Fuente: Elaborado en base a datos del BCRA.

(a) Neto de operaciones de consolidación, véase nota del Cuadro 8.

Cuadro 8

MOVIMIENTO DE CAPITALS AUTÓNOMOS, 1980-1990  
(en millones de dólares)

Período	Capitales Autónomos (1)=(2)+(3)	Privado (2)=3+4+5+6	Privatización and IED (3)	Préstamos a Firmas Privadas (4)	Crédito Comercial (5)	Otros (6)	Público (b) (7)=(8)+(9)	Bonos y Préstamos (8)	Préstamos a Empresas Públicas (9)
1980	2.253	-743	739	3.886	-86	-5.283	2.997	1.016	1.981
1981	1.155	-3.469	927	3.112	-3.386	-4.122	4.624	2.695	1.929
1982	-3.808	-4.017	257	-521	-2.720	-1.032	209	481	-272
1983	-111	-2.514	183	-1.831	-411	-456	2.403	2.249	154
1984	647	-1.558	269	-2.674	500	347	2.205	2.210	-5
1985	397	-894	919	-1.733	-812	732	1.291	1.098	193
1986	784	420	574	-459	-539	844	364	318	46
1987	138	-695	-19	-24	-492	-160	833	421	412
1988	191	393	1.147	-228	-693	167	-202	-305	103
1989	-5.593	-5.242	1.028	111	-2.228	-4.153	-351	-391	40
1989 (a)	-2.204	-1.853	1.028	111	-2.228	-764	-351	-391	40
1990	-1.110	-1.361	1.141	92	451	-3.045	251	255	-4
Sum. 82-90:	-5.076	-12.079	5.499	-7.267	-6.944	-3.367	7.003	6.336	667
82-90 (a)	-1.687	-8.690	5.499	-7.267	-6.944	22	7.003	6.336	667

Fuente: Elaborado en base a datos del BCRA.

- (a) El asterisco indica que las cifras correspondientes al año están calculadas netas de las operaciones de consolidación de la deuda pública.  
(b) Esta columna incluye el uso del "Trade Credit Facility".

Nota: En enero de 1990 (pero con imputación en las cuentas de 1989) el "Plan Bonex" estableció la conversión forzosa en activos externos (Bonex) emitidos por el gobierno de una parte de los activos financieros en moneda doméstica del sector privado. Por consiguiente, la columna 6 se descompone en: -4153 = -764 - 3389; donde esta última cifra (3 389 millones) representa la salida de fondos asociada con la emisión de Bonex. Paralelamente, el resultado neto de la cuenta de capital privado puede ser desagregado como: -5242 = 1853 - 3389. Cuando esta operación es deducida, el resultado global de la cuenta de capital autónomo pasa a ser 2 204 millones. Para mantener la consistencia de las cuentas de la balanza de pagos, en los cuadros 7 y 8, el resultado neto de la cuenta de capitales compensatorios también ha sido corregido.

Cuadro 9

MOVIMIENTO DE CAPITALES COMPENSATORIOS. 1980-1990  
(en millones de dólares)

Período	Capital Compensat. (1)=2+3+ +4+5+6	FMI Neto (2)	Bonex (3)	Club de Paris Neto (4)	Variaciones de los Atrasos (5)	Otros Movimientos (6)
1980	-281	0	-142	0	0	-139
1981	38	0	-79	0	0	117
1982	5451	0	1,583	0	2,540	1,328
1983	4256	1,178	492	0	682	1,904
1984	1843	-33	387	0	940	549
1985	2573	1,007	-217	1,617	-2,445	2,611
1986	1561	145	-132	897	-1,174	1,825
1987	2826	614	99	384	39	1,690
1988	3342	18	-300	151	2,344	1,129
1989	5326	-485	3,276	1,402	2,927	-1,794
1989 (a)	1937	-485	-113	1,402	2,927	-1,794
1990	2072	-185	-113	372	1,912	86
Sum. 82-90:	25861	2,259	1,686	4,823	7,765	9,328
82-90 (a)	22472	2,259	-1,703	4,823	7,765	9,328

Fuente: Elaborado en base a datos del BCRA.

(a) Neto de operaciones de consolidación, ver nota del Cuadro 8.

Cuadro 10

ARGENTINA: INDICADORES DEL GRADO DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Período	Deuda Ext./PBI (%)	Período	Deuda Ext./Export. de Bienes y Servicios (%)
1980-81	17	1980-81	302
1982-83	43	1982-83	480
1984-86	48	1984-86	527
1987-88	50	1987-88	590
1988-89	62	1989-90	512
1989-90	60		

Fuente: CEPAL.

Fuente: CEPAL.

Período	Intereses Brutos/Export. de Bienes y Servicios (%)
1981	40
1982	50
1983	60
1984	60
1985	50
1986	50
1987	50
1988	40
1989	51
1990	39

Fuente: CEPAL.

Cuadro 11

ARGENTINA. SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO (SPNF)  
(En porcentaje del PBI a precios corrientes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
I RECURSOS CORRIENTES	26.73	25.94	22.16	21.30	22.26	30.96	28.97	27.32	26.24	...	...
Tributarios	17.21	14.86	12.72	11.41	12.19	17.03	16.96	16.06	15.18	...	...
No tributarios	9.52	11.09	9.44	9.90	10.08	13.93	12.01	11.26	11.06	...	...
II EROGACIONES CORRIENTES	22.91	23.35	19.89	21.14	21.84	26.27	24.24	24.10	24.70	...	...
Personal	9.89	9.15	6.70	7.91	9.24	9.58	9.14	9.60	...	...	...
Bienes y Servs.no Pers.	5.22	5.50	6.51	6.73	6.18	9.13	7.28	6.63	...	...	...
Otros	7.81	8.69	6.67	6.50	6.43	7.56	7.81	7.87	...	...	...
III AHORRO TOTAL NETO DE INTERESES	3.82	2.60	2.27	0.16	0.42	4.70	4.74	3.22	1.54	...	...
IV INTERESES	2.54	5.40	7.06	3.70	3.32	4.09	2.86	2.68	2.00	3.50	2.60
De la Deuda Interna	1.95	3.77	3.89	0.58	0.54	0.59	0.27	0.43	0.32	...	...
De la Deuda Externa	0.58	1.63	3.17	3.11	2.79	3.50	2.58	2.25	1.68	...	...
V AHORRO TOTAL	1.28	-2.80	-4.79	-3.53	-2.90	0.61	1.88	0.54	-0.46	-0.20	-2.17
V EROGACIONES DE CAPITAL	6.81	6.86	5.49	5.86	5.08	5.12	5.39	5.88	5.62	4.10	3.10
Inversión real	6.56	6.02	5.40	5.43	4.78	4.89	5.09	5.61	5.58	...	...
Bienes de Capital	1.76	1.81	1.56	1.49	1.56	1.26	1.20	...	...	...	...
Construcción	4.80	4.21	3.84	3.94	3.22	3.63	3.89	...	...	...	...
Otras Erogaciones de Capital (netas)	0.24	0.84	0.09	0.43	0.29	0.23	0.30	0.27	0.04	...	...
VI NEC. DE FINANC. NETAS INTS	2.99	4.26	3.22	5.70	4.66	0.42	0.65	2.66	4.08	0.75	1.55
VII NECES. DE FINANCIAMIENTO	5.53	9.67	10.27	9.39	7.98	4.51	3.51	5.34	6.08	4.25	4.15

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda (1989) para el período 1980-1986 y Pea (1989), Carciofi (1990), CEPAL (1991) y FIEL(1991) para los años 1987-1990.

Cuadro 12

**ARGENTINA: DÉFICIT PRIMARIO Y SUPERÁVIT NETO DE IMPUESTO INFLACIONARIO**  
(en porcentaje del PBI)

Período	Déficit Fiscal Primario	Def. Fiscal Neto de Imp. Inflac.	Sup. Priv. Neto de Imp. Inflac.
1980	3.0	3.1	1.0
1981	4.3	6.3	3.7
1982	3.2	6.7	4.6
1983	5.7	6.4	4.5
1984	4.6	4.1	2.0
1985	0.4	1.6	1.1
1986	0.7	1.6	- 0.7
1987	2.7	2.9	- 0.9
1988	4.1	4.5	3.8
1989	0.8	0.6	- 0.8
1990	1.6	2.1	3.5

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Sec. de Hacienda y BCRA.

**Cuadro 13**  
**ARGENTINA: BRECHA FISCAL Y AGREGADOS MONETARIOS**  
(en porcentaje)

Período	M <sub>1</sub> /PBI	M <sub>2</sub> /PBI	Déficit Fiscal/ M <sub>1</sub>	Déficit Fiscal/ M <sub>2</sub>	Impuesto Inflac.	Pagos Externos/ Rec. Impos.	Superávit Primario	Presión Impositiva
1980	5.5	21.0	100.0	26.2	0.7	4.0	-3.0	17.4
1981	4.6	20.6	210.9	47.1	3.4	14.8	-4.3	14.9
1982	3.3	13.6	309.1	75.0	3.6	36.2	-3.2	12.7
1983	2.4	8.4	391.7	111.9	3.0	45.2	-5.7	11.5
1984	2.5	8.6	369.8	107.5	3.9	40.1	-4.6	12.2
1985	2.7	9.3	166.7	48.4	2.9	35.5	-0.4	16.9
1986	3.7	11.2	94.4	31.2	1.6	24.3	-0.7	17.3
1987	3.2	11.2	190.7	54.5	2.6	25.5	-2.7	16.1
1988	2.2	10.3	336.2	71.8	2.7	29.5	-4.1	13.9
1989	2.2	9.3	195.3	46.2	4.1	52.0	-0.8	15.0
1990	2.1	3.8	247.5	136.8	3.1	39.0	-2.0	14.6

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA y del Ministerio de Economía.

**Cuadro 14**  
**ARGENTINA. INVERSIÓN PÚBLICA (REAL)**

	Como % del PBI a precios corrientes				Como % del Total			
	SPNF	ADM NAC	PCIAS	EMP PUB	ADM NAC	PCIAS	EMP PUB	
1980	6.56	1.52	2.51	2.53	100	23.22	38.22	38.56
1981	6.02	1.68	2.02	2.31	100	27.88	33.58	38.42
1982	5.40	1.57	1.59	2.24	100	29.09	29.47	41.44
1983	5.43	1.49	1.71	2.24	100	27.51	31.51	41.21
1984	4.78	0.92	1.63	2.24	100	19.19	34.03	46.78
1985	4.89	0.96	1.82	2.12	100	19.63	37.12	43.25
1986	5.09	0.98	2.18	1.92	100	19.33	42.88	37.65
1987	5.61	1.14	2.13	2.34	100	20.32	37.99	41.69
1988	5.58	0.94	1.63	3.01	100	15.52	35.01	49.47
1989(a)	4.08	0.95	1.11	2.01	100	20.87	34.78	44.35

Fuente: Elaboración propia.

(a) Estimado.

Cuadro 15

## ARGENTINA: CREDITO BANCARIO COMO PORCENTAJE DEL PBI (a)

Período	Crédito Total	Créd. al Gob. Total (b)	Créd.al Gob. en Mon.Nac.	Créd. al Gob. en Mon.Extr.	Crédito Priv. Total	Créd.Priv. en Mon. Nac.	Créd.Priv. en Mon.Extr.
1982 I	27.23	9.20	7.92	1.28	18.03	13.50	4.54
II	29.21	10.27	8.72	1.55	18.94	13.94	4.99
III	30.90	10.63	8.16	2.43	20.27	12.10	8.00
IV	25.83	8.87	6.73	2.14	16.96	10.74	6.22
1983 I	26.64	9.75	7.37	2.37	16.89	10.67	6.22
II	24.43	9.07	6.84	2.23	15.36	9.74	5.62
III	19.52	7.25	5.39	1.87	12.26	7.81	4.45
IV	17.55	6.68	4.92	1.75	10.86	6.78	4.08
1984 I	20.12	8.27	6.39	1.88	11.85	7.34	4.51
II	16.91	6.53	4.81	1.71	10.39	6.66	3.72
III	14.77	5.52	3.86	1.65	9.25	6.06	3.19
IV	14.93	5.25	3.25	1.98	9.69	6.12	3.56
1985 I	16.97	5.87	3.34	2.53	11.10	7.06	4.04
II	15.93	5.28	2.74	2.53	10.64	6.78	3.86
III	17.53	5.75	3.07	2.68	11.78	7.44	4.33
IV	17.99	5.80	3.21	2.60	12.19	8.36	3.83
1986 I	18.02	5.58	3.34	2.23	12.43	8.98	3.46
II	16.56	5.04	3.03	2.01	11.52	8.78	2.74
III	15.63	4.45	2.63	1.82	11.18	8.66	2.52
IV	16.36	4.58	2.69	1.89	11.77	9.36	2.42
1987 I	17.42	5.13	3.04	2.09	12.28	9.69	2.59
II	16.64	4.81	2.92	1.89	11.83	9.32	2.51
III	15.81	4.48	2.66	1.82	11.33	8.77	2.55
IV	16.54	4.72	2.67	2.05	11.82	8.55	3.25
1988 I	16.81	4.83	2.79	2.03	11.99	8.70	3.29
II	15.46	4.66	2.73	1.93	10.79	7.58	3.21
III	13.99	4.44	2.68	1.75	9.55	6.42	3.13
IV	16.51	5.50	3.73	1.77	11.01	7.70	3.30
1989 I	20.75	6.84	4.38	2.43	13.92	9.75	4.13
II	18.49	7.27	4.03	3.20	11.23	6.25	4.92
III	13.93	6.15	3.74	2.39	7.77	4.13	3.61
IV	18.45	7.93	4.84	2.90	10.51	6.36	4.10
1990 I	12.12	5.59	2.31	3.21	6.53	3.31	3.17
II	12.37	5.13	2.75	2.36	7.24	4.24	2.99
III	12.30	4.62	2.95	1.66	7.68	4.91	2.76

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

- (a) Incluye Banco Central y entidades financieras no bancarias.  
 (b) Excluye crédito a Empresas Públicas.

Cuadro 16

## ARGENTINA: TASA DE INFLACIÓN (%)

Período	IPC	Período	IPC
1980 II	16.60	1986 I	5.36
III	13.80	II	10.45
IV	13.83	III	19.77
1981 I	11.83	IV	18.98
II	27.58	1987 I	19.06
III	34.73	II	16.39
IV	24.79	III	33.95
1982 I	29.87	IV	50.11
II	20.80	1988 I	31.01
III	55.21	II	61.51
IV	45.40	III	84.73
1983 I	44.13	IV	28.70
II	35.22	1989 I	28.33
III	52.41	II	302.66
IV	66.68	III	535.41
1984 I	54.96	IV	35.23
II	65.84	1990 I	328.11
III	71.01	II	96.51
IV	70.34	III	37.39
1985 I	79.70	IV	22.78
II	115.08		
III	35.99		
IV	4.79		

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Cuadro 17

## ARGENTINA: TASAS DE INTERÉS (%)

Período	Tasa de interés Activa Nominal	Tasa de interés Activa Real
1985	353.6	-17.4
I	74.9	-2.3
II	96.3	-9.7
III	15.8	-14.5
IV	14.1	9.5
1986	90.3	16.6
I	14.1	9.2
II	14.7	4.4
III	19.3	-0.3
IV	21.9	2.6
1987	167.7	-4.2
I	26.4	6.5
II	27.8	9.9
III	15.0	-14.2
IV	44.1	-4.6
1988	505.4	19.7
I	56.3	19.0
II	67.8	3.1
III	59.2	-14.3
IV	45.0	13.9
1989	3420.2	-19.8
I	72.4	34.9
II	565.4	59.1
III	87.8	-69.9
IV	63.4	24.1
1990	2068.2	54.7
I	407.1	-25.9
II	73.5	30.8
III	66.4	19.5
IV	48.1	33.5

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FIEL e INDEC.

Cuadro 18

ARGENTINA: ESTRUCTURA DE SUPERÁVIT Y AHORRO SECTORIALES  
(en porcentaje del PBI)

Período	Ahorro Público	Déficit Fiscal	Ahorro Privado	Superávit Privado	Ahorro Nacional	Superáv. Resto del Mundo
1980	1.0	5.5	22.2	3.4	23.2	2.1
1981	-3.7	9.7	23.8	7.1	20.1	2.6
1982	-4.8	10.2	24.5	8.1	19.7	2.1
1983	-3.9	9.4	22.9	7.5	19.0	1.9
1984	-3.2	8.0	21.1	5.9	17.9	2.1
1985	0.4	4.5	16.7	4.0	17.1	0.5
1986	1.6	3.5	13.6	1.2	15.2	2.3
1987	-0.5	6.1	16.3	2.3	15.8	3.8
1988	-1.8	7.4	19.7	6.7	17.9	0.7
1989	-0.2	4.3	14.3	2.9	14.1	1.4
1990	-1.1	4.2	16.5	5.6	15.4	-1.4

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda y BCRA.

### III. EL CASO DE BOLIVIA

#### A. INTRODUCCIÓN

El trabajo que presentamos es un examen de los procesos macroeconómicos de la economía boliviana en la década de los ochenta. El análisis se concentra en la evolución de las relaciones entre los grandes agregados (sector público, sector externo, sector privado), en los desequilibrios macroeconómicos y en sus consecuencias sobre las variables de performance macroeconómica, pasando por alto detalles de la política económica.

Es bien conocido que el inicio de la década fue un período en el cual muchos países subdesarrollados, particularmente en América Latina, sufrieron un shock externo negativo que culminó en 1982 con el racionamiento del crédito por parte de la banca comercial. En estos casos, la historia macroeconómica de la década de los ochenta es en gran medida la descripción y análisis de la dinámica que se establece a partir de este nuevo conjunto de condiciones.

Las características de esa dinámica dependen, entre otros factores, de la configuración macroeconómica a principios de la década y del rol que en ésa jugaba el financiamiento externo. Estas condiciones iniciales de la dinámica de la década son examinadas más adelante en esta Introducción.

Luego del examen de las condiciones iniciales, las secciones siguientes del trabajo enfocan el sector externo y el sector público de acuerdo a una periodización común. El primer período comprende los años 1982-85. En estos años los desequilibrios tienden a amplificarse, pese a los numerosos intentos de estabilización que se ensayaron, colocando a la economía en un sendero explosivo cuya manifestación más visible fue la hiperinflación. Este período de ajuste externo y desestabilización concluye en 1985. El conjunto de medidas de agosto de ese año y las políticas que lo sucedieron consiguieron revertir las tendencias explosivas, logrando cierres perdurables de los desequilibrios macroeconómicos y una tasa de inflación baja y estable. Las cifras correspondientes al año 1986 sirven para caracterizar la configuración resultante del paquete de políticas puesto en marcha en agosto de 1985 y constituyen, a su vez, las condiciones iniciales de la dinámica post-estabilización. Este segundo período se extiende entre 1986 y la actualidad.

Los shocks de comienzos de la década y el racionamiento del crédito impactaron directamente las cuentas externas y las públicas, contribuyendo a generar desequilibrios de gran magnitud. Fue precisamente el orden de magnitud de estos desequilibrios una de las causas de su difícil tratamiento mediante las políticas convencionales de estabilización. En muchos casos, en Bolivia en particular, las brechas fiscal y externa tendieron a amplificarse en los años siguientes, pese a los intentos de ajuste y estabilización que se sucedieron. La evolución de las brechas externa y fiscal es examinada en las secciones dos y tres, respectivamente, siguiendo la periodización señalada arriba. En estos desequilibrios básicos se encuentran las fuentes principales de las tendencias desestabilizantes que se observaron en la economía hasta 1985. Como fue dicho, el examen de los datos de 1986 permite analizar los cierres de las brechas

fiscal y externa obtenidos por el programa de estabilización. En el resto de ambas partes se examina su evolución posterior y las condiciones con que se arriba al final de la década.

La evolución del sector real y de las cuentas de ahorro e inversión de la economía se examinan en cuarta sección. El examen de las relaciones de consistencia macroeconómica permite trazar una evaluación de los roles jugados por los distintos sectores en el ajuste. Por último, un Anexo contiene comentarios sobre la información utilizada en este trabajo.

## **B. LAS CONDICIONES MACROECONÓMICAS AL COMIENZO DE LOS OCHENTA**

### **1. El sector externo**

Aunque 1980 fue un año récord de exportaciones, la economía boliviana recibió una significativa transferencia de recursos del sistema financiero internacional. Medida del lado financiero, sin tomar en cuenta transferencias unilaterales corrientes, la economía recibió del exterior en 1980 una transferencia neta de recursos equivalente a 3.2% del PBI, resultante de la obtención de nuevos desembolsos de crédito por 9.3% del PBI y del pago de servicios de deuda (amortizaciones más intereses) por 5.2% del PBI. Las necesidades de financiamiento externo a principios de la década no provenían solamente de los servicios de la deuda acumulada. Si bien el valor de las exportaciones venía creciendo hasta alcanzar un valor máximo en 1980, estos ingresos resultaban insuficientes para financiar importaciones y fuga de capital. Si se consolidan las cuentas de balance comercial y errores y omisiones se registra en 1980 un déficit de 4.3% del PBI, que aumenta a 6% del PBI en 1981. La cuenta capital de corto plazo también es deficitaria en 3.8% y 1.4% del PBI en 1980 y 81, respectivamente. Así, aún cuando en 1980 la economía recibió la mencionada transferencia neta de divisas, el financiamiento del balance de pagos implicó una pérdida de reservas netas equivalente a unos dos puntos del PBI. En 1981, cuando la transferencia externa se hace poco significativa, la pérdida de reservas netas fue de tres puntos.

En 1981 los pagos por servicio de deuda representaron 5.2% del PBI pero la obtención de nuevos créditos se redujo a 5.7% del PBI, llevando la transferencia neta de recursos financieros a medio punto del producto. Este sería el último año de transferencia positiva. En los años siguientes, mientras los pagos por amortizaciones e intereses se mantuvieron entre cinco y seis puntos del producto, la caída de los volúmenes de nuevos financiamientos determinó transferencias netas negativas desde 1982 hasta 1985.

Es interesante señalar los factores de precios y cantidades que hicieron de 1980 el año de máximo valor de exportaciones, duplicando la cifra de cinco años atrás. En realidad, los volúmenes exportados se redujeron año a año desde 1977, en una caída explicada principalmente por los concentrados de estaño y el petróleo crudo. Esta continua caída de las cantidades exportadas de los por entonces principales productos de exportación fue más que compensada por la mejora de los precios, en la segunda mitad de los setenta. El índice de precios de exportación se duplica en ese período, explicado principalmente por la duplicación del precio del mineral y concentrado de estaño y, desde 1979, por la duplicación del precio del gas.

La consideración precedente permite una mejor perspectiva sobre los procesos observados en la década de los ochenta. La tendencia a la caída de los volúmenes exportados se mantiene durante 1980 y 81, y se agudiza desde 1982. Pero sobre esta tendencia se agrega desde 1981 la caída del índice de precios de exportación, pese a la mejora del precio del gas.

El examen de las condiciones iniciales de la década en el sector externo se completa con una mención de los indicadores de endeudamiento externo. En las cifras de transferencias netas que mencionamos arriba están incluidos solo los intereses pagados de mediano y largo plazo, que representaban unos tres y medio puntos del PBI en 1980-81. El total de intereses devengados de la deuda externa pública y garantizada representaba 5.7% y 6.6% del PBI en 1980 y 1981, respectivamente. En 1980 y 1981 la deuda externa pública y garantizada de mediano y largo plazo representaba aproximadamente la mitad del producto y sus intereses comprometían un 30% de las exportaciones.

## 2. El sector público

Los cuadros 12 y 13 proporcionan una imagen global de las cuentas fiscales y de la situación financiera del sector público a comienzos de la década. En 1980 ingresos y gastos corrientes no financieros representaban 42% y 39.1% del PBI, respectivamente, y los gastos de capital sumaban 7.7% del PBI (6.7% de inversión bruta fija). De aquí resultaba un déficit primario de 4.8%.

En sus resultados globales, las operaciones no financieras del sector público de 1981 no difieren mayormente de las del año precedente, pero se observan algunas características que merecen comentarse pues señalan tendencias que se potenciarán en los años siguientes. Respecto al año anterior, los ingresos corrientes se reducen en más de cuatro puntos del PBI, principalmente los valores de ventas de las empresas públicas en los mercados externo e interno. También se reducen en un monto semejante los gastos corrientes, pero de esta diferencia, dos puntos corresponden a la reducción de deuda flotante realizada en 1980. Los gastos en capital también se reducen en algo más de un punto, correspondiente a la inversión fija. En conjunto, el resultado primario de 1981 es deficitario, pero el déficit sería 1.2% del PBI menor que el del año precedente. Sin embargo, en las cuentas se computan otros gastos por 1.4% del PBI. Esta partida, cuyo significado económico comentamos más adelante, corresponde a gastos realizados por el Banco Central que han sido contabilizados al sector público, pero que no han tenido asignación específica en la hoja de balance del mismo. Esta partida adquiere enorme proporción en los años siguientes. A fines del análisis, la hemos anotado por separado. En 1980 -81 los intereses pagados de la deuda externa pública representaron anualmente unos tres y medio puntos del PBI y algo menos de un punto los de la deuda interna, llevando el déficit global a 8.2% y 8.8% del PBI en 1980 y 1981, respectivamente.

En esos años el endeudamiento externo financió 5.6% y 4.9% del PBI, respectivamente, aproximadamente un 60% de las necesidades de financiamiento. En 1980 el financiamiento doméstico restante fue principalmente no monetario (2.4% del PBI), pero en 1981 ya todo el financiamiento doméstico fue monetario (4% del PBI).

Las cifras mencionadas subrayan los rasgos estilizados de la situación fiscal y el financiamiento del sector público a principios de la década. La operación del sector público

determinaba necesidades de financiamiento por ocho a nueve puntos del PBI, de las cuales 60% provenían del déficit de sus operaciones primarias. El financiamiento externo cubría unos dos tercios del déficit global y ya en 1981 el financiamientos doméstico del resto era monetario. La fragilidad financiera de la situación y la extrema dependencia del financiamiento externo resultan por demás evidentes.

Merece comentarse la estructura de ingresos del sector público a comienzos de la década. Solo alrededor de un cuarto de los ingresos corrientes son tributarios. Los otros tres cuartos provenían de las ventas de bienes y servicios, distribuida por mitades en el interior de país y en el exterior. En 1980-81 los ingresos tributarios representaban unos diez puntos del producto, de los cuales algo más de un tercio correspondía a renta interna, un cuarto a impuestos al comercio exterior y el resto se distribuía entre impuestos a las exportaciones tradicionales (minerales) y a la producción y consumo de combustibles. En 1981 la caída de recaudación de impuestos sobre las exportaciones tradicionales fue compensada con el aumento de impuestos a los combustibles. Tanto la magnitud de la recaudación tributaria como la estructura fueron profundamente afectadas por el proceso explosivo que se desarrolla desde 1982 hasta la mitad de la década. Pero la recuperación de la recaudación que se consiguió en la segunda mitad se hizo con una estructura tributaria muy diferente a la existente al comienzo de los ochenta.

## C. LA BRECHA EXTERNA

### 1. El período 1982-1985<sup>1</sup>

En febrero de 1982 se produjo una maxidevaluación que intentaba afrontar la crisis de liquidez externa provocada por una creciente demanda de divisas y el cierre de las fuentes de nuevos créditos. El intento fracasa y en marzo de 1982 colapsa el régimen de tipo único y se instaura un régimen dual, con tipo flotante para la mayoría de las transacciones y tipo fijo para unas pocas. En los veinticinco años anteriores la economía boliviana había tenido tipo de cambio único y fijo. Entre marzo y octubre el precio del dólar libre se eleva 359%, se abre una enorme brecha entre éste y el tipo fijo que estimula la no liquidación de exportaciones en ese mercado y se produce la consiguiente aceleración inflacionaria. Entre marzo y octubre la devaluación real del tipo libre fue de 98%.

En octubre de 1982, cuando asume el gobierno de Siles Suazo, se instala un régimen de control de cambios con tipo único, luego de producir una maxidevaluación, como parte de un paquete de medidas de estabilización. En conjunto, la evolución del mix en el período de régimen flotante marzo-octubre y la devaluación de la unificación hicieron que el tipo de cambio comercial de exportaciones medio de 1982 resultara 50% más alto que el promedio del año anterior.

---

<sup>1</sup> Una descripción detallada de las políticas ejecutadas entre 1982 y 1984 se encuentra en UDAPE (1985). Descripción e interpretación del período hasta la estabilización en J. A. Morales (1986). Una visión sintética de la economía y política del período previo y de la desestabilización puede leerse en J. A. Morales y J. Sachs (1992).

El intento de sostener un tipo de cambio controlado alto fracasa debido al comportamiento de la inflación y del dólar paralelo. En noviembre de 1983 se ensaya otro ajuste maxidevaluación-paquete de estabilización. Entre el intento de unificar con control de cambios, noviembre de 1982, y el mes previo a la nueva devaluación, octubre de 1983, el valor real del tipo de cambio oficial había caído un 66%, mientras el tipo paralelo real había aumentado 43%. Estos intentos fracasados se reiteraron tres veces más, dos en 1984 y el último en febrero de 1985, sin poder detener el proceso de aceleración inflacionaria.

En los cuadros 8 al 11 puede seguirse la evolución mensual de los valores nominales y reales de los tipos de cambio oficial y paralelo. En el año 1982, la columna titulada tipo comercial medio es el valor del mix de 40% de dólar oficial y 60% del dólar libre vigente durante el período de flotación. Entre 1982 y 1985, los cuadros cuentan sintéticamente la historia de los intentos frustrados de estabilizar el tipo de cambio y la inflación. El cuadro 8, de tasas de aumento nominal del tipo oficial, señala los momentos y las magnitudes de las maxidevaluaciones de los paquetes estabilizadores mencionados arriba. La evolución del precio del dólar en el mercado paralelo (cuadro 9) muestra en cada intento estabilizador una caída transitoria después del shock y la posterior reacceleración. El cuadro de los valores reales del tipo de cambio oficial (cuadro 10), donde aparecen subrayadas las maxidevaluaciones, permite apreciar la magnitud de la revaluación acumulada antes de cada ajuste, hasta agosto de 1985.

El tipo de cambio comercial medio de 1982 se devaluó aproximadamente 50% respecto del año anterior, resultando 36% más alto que el de 1980. Pero el fracaso de los intentos estabilizadores volvió atrás la devaluación real. En 1983 y 1984 el tipo de cambio real fue 10% y 25%, respectivamente, inferior al de 1980.

Los valores reales del dólar paralelo pueden verse en el cuadro 11. La evolución del índice señala su liderazgo en el proceso de aceleración de la inflación y también las oscilaciones resultantes de los efectos transitorios de los intentos estabilizadores. Los valores anuales medios de este precio tienen un pico de 1983, lo que es un indicador de la creciente "dolarización" de los precios domésticos a medida que se avanza en el proceso. Al respecto, obsérvese que el tipo real (paralelo y oficial) que resultó del shock de agosto de 1985, medido por el promedio del mes de setiembre, es solo 15% más alto que el promedio de 1980.

En relación al tipo de cambio real, los resultados del proceso de desestabilización y estabilización tienen un aspecto que merece ser resaltado. El colapso cambiario de principios de 1982 empujó a adoptar un régimen flotante que produjo una fuerte devaluación real, pero al costo de acelerar la inflación. El fracaso de los intentos de estabilizar con un tipo de cambio real alto terminó produciendo el resultado opuesto, atrasando nuevamente el tipo oficial. Al final del proceso, como se verá con mayor detalle más adelante, solo se consigue estabilizar con un tipo de cambio ligeramente superior al de 1980. Lo paradójico del período 1983-85 es que la economía boliviana pagó los costos de la aceleración inflacionaria y la hiperinflación consecuentes de la devaluación en el mercado libre, mientras que los fracasados intentos de estabilización atrasaron el tipo controlado, despojando con esto al sector público del efecto positivo que hubiera tenido la devaluación real sobre sus finanzas.

La imposibilidad de encontrar una salida a la crisis de liquidez externa que enfrentó el Banco Central desde 1981 es uno de los factores que explica la impotencia de la sucesión de intentos de estabilizar el tipo de cambio y la inflación. La explosividad del proceso está asociada a la restricción de financiamiento externo. Como ya indicamos al comentar las condiciones

iniciales de la década, a partir de 1982 las transferencias netas del sistema financiero se hacen negativas. Las cuentas correspondientes a la deuda pública de mediano y largo plazo pueden verse en el cuadro 4. Los desembolsos de nuevos créditos caen a 4% del PBI en 1982 y a 2% del PBI en 1983 y se mantienen alrededor de 2% anual hasta 1985. Los intereses pagados insumieron aproximadamente 3.3% del PBI entre 1982 y 1984, hasta que hacia mediados de este último año se suspenden los pagos a la banca comercial. En 1985 los intereses pagados representaron 1.7% del PBI. Las amortizaciones pagadas totalizaron 2 puntos del producto entre 1982 y 1984 y 3 en 1985. Así, la transferencia neta medida del lado financiero se hace negativa en 1.4% del PBI en 1982 y un promedio de 3.3% del PBI entre 1983 y 1985. Debe tenerse en cuenta que estas cifras subestiman en alguna medida la importancia de la transferencia financiera al exterior en este período, porque en la comparación con el producto, las divisas transferidas (así como todos los ítems del balance de pagos) están valuadas a los tipos de cambio oficiales medios anuales correspondientes, que como ya fue señalado y puede verse en el cuadro 10, resultaron subvaluados, particularmente en 1984. Aún así, la magnitud del shock derivado del cambio en el financiamiento externo resulta impresionante: respecto de 1980 (que, recordemos, fue el mejor año de exportaciones) la transferencia neta anual del período 1983-85 difiere en unos siete puntos del producto.

Entre 1981 y 1985 el valor de las exportaciones se reduce en forma continua en aproximadamente 300 millones de dólares, unos seis puntos del PBI. En el cuadro 5 puede verse la composición de las mismas. La reducción de la producción y de las exportaciones de minerales constituye la principal explicación de la caída. La producción de minerales cayó más de 40% entre 1981 y 1985, principalmente por la reducción de COMIBOL, pero también se redujo la producción de la minería mediana y pequeña. La reducción de exportaciones de minerales explica la casi totalidad de la caída del valor de exportaciones; y de las primeras, el estaño explica más del 50%. En el período, el volumen exportado de estaño se redujo un 30% y hasta 1985 su precio de exportación había caído un 17% (este precio tuvo otra caída fuerte a final de 1985). El valor de la exportación de gas, en cambio, se incrementó en unos 50 millones de dólares anuales. Una parte de la reducción de exportaciones debe explicarse por la evasión de la liquidación de divisas al Banco Central, por subfacturación o contrabando. Este debe ser probablemente el factor principal de la caída registrada en las exportaciones llamadas no tradicionales (productos agropecuarios), cuyo valor se redujo a un tercio en el período y se multiplica por tres en 1986, con el tipo único de cambio. Pero la caída de las exportaciones no tradicionales entre puntas del período fue de 60 millones de dólares, que representan solo un 20% de la reducción total.

El racionamiento de divisas en el mercado controlado y la devaluación en el paralelo deben haber provocado una significativa reducción de las importaciones y del contrabando. Los datos de importaciones tuvieron un pico en 1981 de casi mil millones de dólares y en ese mismo año la cuenta de errores y omisiones del balance de pagos fue deficitaria en otros doscientos millones. En cambio, en 1982 y 83 las importaciones fueron del orden de 580 millones de dólares y 490 millones en 1984, y la cuenta de errores y omisiones fue superavitaria en los tres años. La composición de las importaciones registradas puede verse en el cuadro 6.

Pese al derrumbe de las exportaciones, la reducción de las importaciones permitió generar un superávit comercial medio anual de unos 150 millones de dólares entre 1982 y 1984. Esta cifra resulta verosímil porque en el mismo período la cuenta de errores y omisiones es

superavitaria y la cuenta de capital de corto plazo poco significativa. Este período es el único en la década con balance comercial superavitario. El superávit comercial representó unos tres puntos del producto y su magnitud es semejante a la transferencia financiera neta al exterior realizada en el período, correspondiente a la deuda pública y garantizada de mediano y largo plazo.

Entre 1982 y 1985 los intereses externos devengados representaron 380 millones de dólares anuales, unos siete puntos del PBI. De éstos, hasta 1984 inclusive, se dejó de pagar 60 millones anuales. Esto es, hasta 1984 se pagó el 85% de los intereses externos, unos seis puntos del producto. En 1985, a causa de la suspensión a la banca comercial realizada en 1984, la proporción pagada se redujo a 65%. Si consideramos exclusivamente los intereses de la deuda de mediano y largo plazo, pública y garantizada, éstos representaron aproximadamente 250 millones de dólares anuales entre 1982 y 1985, unos cinco puntos del producto. Hasta 1984 la proporción pagada de éstos fue 77%. Después de la moratoria, en 1985, la proporción se redujo a 33% y esta situación se mantuvo en los años siguientes. La suspensión de pagos a la banca comercial se produjo en pleno proceso hiperinflacionario. No pudo proveer un cierre sostenible de la brecha externa (ni es concebible que en forma aislada y por sí misma hubiera podido hacerlo). En un primer momento tuvo un efecto perceptible sobre la liquidez del Banco Central: en 1984 el balance cambiario resultó positivo en unos 100 millones de dólares y a fin del año las reservas brutas del Banco se habían incrementado en 80 millones por aumento de sus depósitos; pero nuevamente en 1985, hasta el momento del lanzamiento del programa de estabilización en agosto, el balance cambiario volvió a ser fuertemente negativo. Sin embargo, los atrasos de los pagos de deuda externa constituyeron una fuente de financiamiento importante del nuevo programa.

## 2. El período 1986-1990

La estabilización del tipo de cambio en un mercado libre (y por lo tanto único) es la pieza maestra de la estabilización boliviana<sup>2</sup>. Como parte del paquete de medidas de corto plazo y reformas estructurales que constituyó la Nueva Política Económica se instituyó un régimen de flotación controlada. En el llamado Bolsín el Banco Central licita diariamente un monto de divisas previamente anunciado y fija también un precio base. Las licitaciones determinan el tipo de cambio oficial al que el Banco compra las divisas. El tipo libre de bancos y agencias de cambio tiene pequeñas diferencias con éste. Desde febrero de 1986 el Banco también intervino en las subastas, de modo que el régimen cambiario devino de tipo regulado por el Banco Central (pero sin regla dinámica anunciada) aunque conserva la forma de flotación sucia. Los exportadores están obligados a entregar sus divisas al Banco Central, pero dada la libertad de cambios, la regulación es efectiva solo para las exportaciones del sector público (que de todas maneras representan la mayor proporción de las exportaciones totales). Se instituyó completa

---

<sup>2</sup> Las medidas del plan de estabilización y una evaluación de la performance en el período siguiente a su lanzamiento se encuentra en J. A. Morales (1987). Un análisis de la evolución posterior de la economía boliviana en J. A. Morales (1990a).

libertad cambiaria y al movimiento de capitales y se eliminó toda restricción a los bancos para operar con divisas. Esencialmente, este régimen es el que rigió hasta la actualidad.<sup>3</sup>

La dinámica del tipo de cambio nominal después del shock puede verse en el cuadro 8. La estabilización no fue instantánea. En setiembre el precio de los mercados se unificó y se elevó en promedio un 5% en octubre, pero la tasa de aumento se aceleró en diciembre y enero a un 30% mensual. La estabilización se hace efectiva recién en febrero de 1986, cuando el gobierno anuncia la decisión de sostener un precio del dólar y lo congela de hecho en los siguientes doce meses. De marzo de 1987 en adelante la regla cambiaria implícita ha sido de crawling-peg mediante minidevaluaciones periódicas.

En los cuadros 10 y 11 puede verse la evolución de tipo de cambio real después del shock. Por considerar solo los precios domésticos, el cuadro no puede utilizarse para analizar la evolución en plazos largos de la competitividad externa, pero sí muestra la evolución de la política cambiaria en relación con la inflación. Como ya fue señalado, el tipo de cambio real resultante del shock es 115 en setiembre de 1985, respecto de una base 100 en el promedio de 1980. La aceleración de los meses siguientes implicó hasta febrero una devaluación real de aproximadamente 20% en el mercado oficial y 35% en el libre, pero la estabilización del mercado deja al tipo real oficial nuevamente en un índice de 116 en abril de 1986. La convergencia del mercado libre y el oficial fijo se produce a mediados de 1986 en un tipo real de 110. Hasta el comienzo de las minidevaluaciones, en marzo de 1987, se acumuló una revaluación de aproximadamente 9%. De allí en adelante, con varianza pequeña, el crawling-peg acompañó la inflación hasta finales de 1990, resultando prácticamente constante el tipo real medio anual de los años 1987-90, en un nivel semejante al medio de 1980.

La evaluación comparativa del tipo de cambio real del paquete estabilizador y los juicios sobre su evolución resultan obviamente diferentes si, como suele hacerse, se considera como resultante del shock el tipo real medio del último trimestre de 1985. Pero, en realidad, ese promedio corresponde a un período en el cual nuevamente se estaba desarrollando un proceso explosivo, que fue detenido por un nuevo anuncio recién en febrero de 1986. El tipo real post-shock es el que se alcanzó en el segundo trimestre de 1986, que como vimos es semejante al de setiembre de 1985; y el tipo real que resultó a más largo plazo sostenible, por ser compatible con una tasa de inflación estable, es el que se alcanzó en 1987 cuando comenzaron las minidevaluaciones tendientes a sostener la paridad. En el caso boliviano, el nivel del tipo de cambio real del período de estabilidad está más determinado por el nivel alcanzado a partir de la estabilización que por la dinámica de precios y tipo de cambio posterior.

Dos indicadores permiten algún juicio sobre la evolución de la competitividad después de la estabilización. Si se toma como base el tipo medio de 1987 y se deprecia el valor del dólar por la inflación de los Estados Unidos, el tipo real de 1990 resulta un 16% más alto. Con base en el mismo año y corrigiendo por la evolución del tipo de cambio real de los países que exportan a Bolivia, ponderados por su participación en el comercio, resulta en 1990 un tipo real 54% más alto. Este resultado deviene de la simultánea apreciación cambiaria de los países vecinos y, al respecto, cabe señalar que la volatilidad cambiaria de dichos países hace que el tipo real multilateral sirva de poco para juzgar tendencias de la competitividad comercial.

---

<sup>3</sup> Un análisis minucioso del funcionamiento del Bolsín se encuentra en K. Domínguez y D. Rodrik (1990).

Pese a la corrida de los meses finales del año, el Banco Central había mejorado su posición de reservas líquidas a fin de 1985 y nuevamente se acumularon reservas durante 1986. Antes de analizar la evolución del sector externo en el quinquenio de estabilidad cabe detenerse en las circunstancias que permitieron el cierre de la brecha externa que viabilizó la estabilización, examinando el balance de pagos de 1986, contenido en los cuadros 1 y 2. El balance comercial fue ese año deficitario en uno 100 millones de dólares, un 2.7% del PBI. Comparado con el período 1982-84 esto implica una relación absorción-producto que es por este concepto casi seis puntos más alta. Las exportaciones conservaron la tendencia descendente que mostraron desde 1981 y las importaciones aumentaron a aproximadamente 21% del PBI. Respecto de 1982-84, el coeficiente de importaciones se elevó en 1986 un 70% y tendió a sostenerse en el nuevo nivel en los años siguientes. Los intereses externos devengados representaron, como en el período 1982-84, un 7.5% del PBI. El déficit de cuenta corriente sin transferencias unilaterales representó unos 10 puntos de producto, más del doble del período 1982-84. El financiamiento de este déficit y la acumulación de reservas provino principalmente del crédito bilateral y multilateral, de la suspensión de pagos a la banca comercial y de la venta de dólares del público. Los desembolsos de créditos alcanzan 5.8% del PBI, cifra semejante a la de 1980; los intereses no pagados representaron 3.6% del PBI y la partida de errores y omisiones fue positiva en 5.5% del PBI. Además, las transferencias unilaterales corrientes sumaron 2.5% del producto.

Como puede verse en el cuadro 4, el nuevo financiamiento y la continuación de la moratoria con los bancos comerciales determinan que la transferencia neta financiera correspondiente a la deuda pública y garantizada resulte en 1986 positiva por primera vez desde 1981. La continuidad del apoyo multilateral en los años siguientes implica una creciente transferencia positiva en el resto de la década.

El cambio de estructura de la deuda externa en la segunda mitad de la década proporciona una idea de la importancia relativa del apoyo multilateral. A final de 1985 la deuda externa desembolsada de mediano y largo plazo era de 3 300 millones de dólares, de los cuales 26% se debía a instituciones multilaterales, 51% a gobiernos y 21% a bancos privados. A final de 1990 la deuda ascendía a 3 770 millones, de los cuales 45% correspondía a instituciones multilaterales, 38% a gobiernos y 7% a bancos privados.

De las observaciones precedentes destaca directamente uno de los rasgos estilizados de la década. Así como la desestabilización estuvo asociada a la transferencia financiera negativa, la estabilidad está asociada con una transferencia financiera positiva. Comparada con la transferencia del período 1982-85, la del período 1986-90 implica un incremento anual de recursos de casi cinco puntos del producto. A éstos deben agregarse los resultantes del aumento de las transferencias corrientes, que en la segunda mitad de la década aportaron anualmente 3.3% del PBI.

El segundo rasgo estilizado relacionado con la operación de la brecha externa surge de observar la transferencia del lado real, por los resultados del balance comercial. La desestabilización está asociada a la generación de superávit comercial mientras la estabilidad se obtiene con un balance comercial deficitario.

La reducción inicial de aranceles a un promedio algo mayor a 20% y la eliminación de restricciones comerciales, junto a la fuerte caída del tipo de cambio real libre llevaron, como ya indicamos, el coeficiente de importaciones del año 1986 a 21%. Este fue aproximadamente

el coeficiente del resto de la década, aunque parece tener una tendencia creciente desde 1987. El valor de las exportaciones, como venía haciéndolo desde 1980, continuó cayendo hasta 1987-88. El precio de estaño tuvo una fuerte caída a fines de 1985 y se redujeron adicionalmente los volúmenes producidos y exportados. Además, también se reduce el precio del gas desde 1986. Estas reducciones fueron en parte compensadas por el citado aumento de las exportaciones agropecuarias y de algunos minerales, zinc y oro. El mínimo de valor de exportaciones fue el de 1987. Desde entonces, el flujo anual aumentó en más de 300 millones de dólares. El aumento corresponde por mitades a minerales, principalmente el zinc, que se convirtió en el primer producto de exportación, y productos agropecuarios.

Aún con la recuperación reciente del valor de las exportaciones, la fragilidad del sector externo y la dependencia del financiamiento y las transferencias siguen siendo altas al final de la década. En 1990 el déficit comercial representó 2.5% del PBI y los servicios financieros 5.1%. El déficit de cuenta corriente sin transferencias fue de 7.5% del PBI. El déficit de cuenta corriente se redujo a 4.1% del PBI por transferencias corrientes equivalentes a 3.5% del PBI. Los desembolsos efectivos de créditos multilaterales y oficiales representaron en el año casi 7 puntos del producto. A fines de 1990, la deuda externa de mediano y largo plazo sumaba 79% del PBI y correspondía en un 93% a organismos multilaterales y gobiernos.

## D. LA BRECHA FISCAL

### 1. El período 1982-1985<sup>4</sup>

La desaparición del financiamiento externo al sector público implicó en 1982, respecto a los años inmediatamente precedentes, un shock del orden de los seis puntos del producto. La magnitud y velocidad del cambio, en condiciones de práctica inexistencia de financiamiento doméstico, hubiera sido, de por sí, causa suficiente de la desestabilización. Obsérvese en los cuadros 12 y 13 que en 1982 se reduce el déficit primario en 0.7% del PBI pese a una reducción de más de dos puntos de los ingresos corrientes. El gasto en inversión se mantuvo constante y la caída de casi tres puntos del gasto se debe a gastos corrientes en remuneraciones y transferencias. Aún así, sin considerar otros gastos, las necesidades de financiamiento doméstico hubieran ascendido a unos ocho puntos del producto. Pero el déficit de caja de 1982 se elevó a 15.1% del PBI porque la partida denominada "otros gastos" se elevó a 8.4% del PBI.

Entre 1982 y 1984 esa partida de gastos incurridos por el Banco Central, cargados al Tesoro General de la Nación y no especificados en la hoja de balance del sector público, representó anualmente más de ocho puntos del producto; entre algo más de la mitad de las necesidades de financiamiento en 1982, y un tercio de las necesidades de financiamiento en 1984. Les corresponde, por tanto, un papel crucial en los desequilibrios financieros del período de desestabilización. Los gastos parecen corresponder principalmente a pérdidas cambiarias del

---

<sup>4</sup> Una descripción de las cuentas del sector público hasta 1988 se encuentra en C. R. Otálora (1990). Un análisis de la evolución del déficit hasta 1987 puede verse en CEPAL (1990a).

Banco Central<sup>5</sup>. Si este fuera el caso representarían transferencias de capital al sector privado y serían consecuencia endógena del crecimiento explosivo del tipo de cambio, por un lado, y de las políticas cambiarias seguidas en el período (o mejor, de sus reiterados fracasos). En cualquier caso, en la medida que fueron financiados con emisión, esos gastos formaron parte de la necesidad de financiamiento del período y, como indicamos, la explican en significativa proporción.

En el cuadro 12 puede verse una descripción agregada de la estructura de financiamiento del sector público en el período 1982-84. Las cuentas de 1985 contienen parte del período de estabilización, por lo que 1984 resulta el período anual que mejor refleja las condiciones extremas de la hiperinflación. El déficit primario aumenta de 2.9% a 12.4% del PBI en 1984. Esto no fue consecuencia de un aumento incontrolado del gasto (que en realidad se redujo) sino resultado del shock en el sector externo, de la aceleración inflacionaria y la recesión y de las políticas cambiarias y de precios públicos. Los intereses pagados de la deuda externa representaron algo más de tres puntos del producto. Así, contabilizando intereses domésticos y donaciones recibidas, el déficit global de caja sin la partida de otros gastos se elevó de 6.2% en 1982 a 14.6% del PBI en 1984. La adición de otros gastos lleva la necesidad de financiamiento de 14.6% en 1982 a 23.4% del PBI en 1984. Prácticamente la totalidad del financiamiento fue monetario.

Tomando como base de comparación la situación fiscal de 1981, los ingresos corrientes del sector público habían caído en 1984 dieciocho puntos del producto (cf. cuadro 13). Analizamos brevemente las fuentes principales de esta caída. En la estructura tributaria del cuadro 14 puede verse que al efecto Olivera-Tanzi y la recesión puede atribuirse la caída de algo menos de tres puntos de renta interna. Pero estos impuestos solo aportaban antes de la crisis alrededor de 35% de la recaudación y 10% de los ingresos del sector público. El resto de los ingresos tributarios eran impuestos al comercio exterior y a las ventas internas de combustibles y su reducción es atribuible a los mismos factores que explican la caída de los valores de ventas de las empresas públicas en los mercados interno y externo. Dos puntos son atribuibles a la reducción de aranceles percibidos por la reducción de importaciones y el atraso de tipo de cambio y aproximadamente otros dos al atraso del precio de los combustibles. También el atraso de las tarifas y precios públicos explica en lo principal otros ocho puntos de reducción del valor de ventas de las empresas públicas en el mercado interno. Por último, la reducción de los impuestos sobre las exportaciones tradicionales explican un punto y medio.

La evolución de los ingresos públicos por ventas en el exterior merece un comentario adicional. Hasta 1984, si bien se había producido una reducción paulatina de las exportaciones tradicionales desde principio de la década, el valor de ventas cayó en proporción al producto. Como se ve en el cuadro 13, la devaluación de 1982 elevó en cinco puntos del producto su contribución a los ingresos y son éstos los que se perdieron hasta 1984. Pero otros seis puntos del producto se perdieron en los años siguientes, por los comportamientos de precios y cantidades de las exportaciones tradicionales públicas comentados más arriba. Entre principio y final de la década la pérdida de ingresos públicos por exportaciones cayó unos ocho puntos del producto.

---

<sup>5</sup> En Banco Central de Bolivia- UDAPE (1990) se sugiere esta explicación.

Como ya mencionamos, también se redujo el gasto en el período de desestabilización. Respecto 1981, el gasto en inversión fija había caído casi tres puntos del producto y el gasto corriente unos seis puntos. Pero el gasto en remuneraciones del sector público absorbió en 1984 un proporción del PBI semejante a la de comienzos de la década, por lo que en relación a los gastos corrientes pasó de representar un tercio en 1981, a la mitad en 1984.

## 2. El período 1986-1990

En el corto plazo, los instrumentos principales de la abrupta reducción del déficit público de caja que siguió al shock de agosto de 1985 fueron el aumento de precios de los combustibles y otros precios y tarifas públicas y la reducción de los gastos salariales, por reducción de salarios reales y empleo. La propia reducción de la inflación tendió, como en otras experiencias, a incrementar la recaudación, a lo que se sumaron medidas de ordenamiento del manejo financiero de gobierno y empresas. La unificación cambiaria, que implicó una devaluación en el mercado oficial, también contribuyó a incrementar los ingresos públicos por ventas en el exterior e impuestos sobre el comercio. Al cierre de la brecha financiera fiscal también contribuyeron la continuación de la moratoria con los bancos comerciales y el apoyo de gobiernos y agencias multilaterales. A mediados de 1986, además, la aprobación de una reforma tributaria ayudó a recomponer la capacidad de recaudar impuestos sobre la renta interna. El conjunto de medidas permitió en 1986 un cierre del déficit de caja del sector público cuya magnitud y características analizamos a continuación.

Examinamos primero el cuadro 12, que ofrece una visión sintética de la estructura del financiamiento. Obsérvese, en primer lugar, el carácter excepcional de la situación fiscal de 1986 respecto a la que se consolidó en los años siguientes. Veremos esto con más detalle adelante, pero señalemos que no se trata de una diferencia de grado: en el resultado primario, en particular, las cifras del período 1987-90 difieren de 1986 entre cinco y tres puntos y medio del PBI. El año 1986 es el único que exhibe un resultado primario positivo, de 2.1% del PBI. También es excepcionalmente positivo el resultado global de caja, en 1.5% del PBI. Respecto de 1984, esto implicó un cambio del orden de 25% del producto, de los cuales 14.5 puntos corresponden al resultado primario, 3.6 puntos a intereses no pagados de la deuda externa, 1 punto a donaciones y 8.8 a la desaparición del ítem otros gastos. Al superávit de caja se sumó en 1986 financiamiento externo por 2.2% del PBI.

El cuadro 13 permite analizar con mayor desagregación las fuentes del ajuste. Respecto 1984, los 14.5 puntos del producto de incremento en el resultado primario se desagregan en 8.7 correspondientes a aumento de ingresos corrientes y 5.7 puntos de reducción de gastos (corrientes y capital). Respecto 1984, como ya mencionamos, las ventas del sector público en el exterior se redujeron 3.6% del PBI, por lo que el aumento de ingresos corrientes netos de esas ventas fue de 12.1% del PBI. De éstos, 3.9 puntos corresponden a aumento de impuestos y 8.2 puntos al incremento de ventas en el mercado interno. Debe apuntarse que el rol del aumento de precios y tarifas del sector público es mayor que lo que sugieren estas cifras porque más de la mitad del incremento de recaudación tributaria corresponde al impuesto sobre el consumo de combustible (cuadro 14).

Respecto 1984, los gastos de capital aumentaron 0.8% del PBI. En particular la inversión física aumentó 1.6% del PBI. La reducción de gastos corrientes fue entonces mayor que la de gastos operativos, 6.9% del PBI, correspondiente en su totalidad a la reducción de remuneraciones y transferencias corrientes.

Como ya indicamos, los resultados fiscales del año de la estabilización difieren significativamente de los que fueron sostenibles los años siguientes. Se ve en el cuadro 12, que en 1987 el déficit global de caja asciende a 5% del PBI, un cambio de seis y medio puntos del producto respecto al año anterior. El cambio obedeció en su casi totalidad a la reapertura del déficit primario a 3.5% del PBI. El déficit primario y el global tendieron a reducirse paulatinamente en los años siguientes, pero al final de la década el sector público continuaba siendo deficitario en sus operaciones primarias y dependiente del exterior para su financiamiento. Antes de ver con mayor detalle la situación fiscal del fin de la década nos detenemos a analizar las fuentes de recomposición del déficit después del fuerte ajuste de la estabilización utilizando los datos del cuadro 13.

En 1987 se produce un "bache" en los ingresos corrientes. Los ingresos por ventas en el exterior caen unos tres y medio puntos del PBI. Ese año se acumularon atrasos en el pago del gas importado por Argentina y desde 1987 se produjo una reducción permanente en el valor de las exportaciones de gas. Como puede verse en el cuadro, la reducción de ingresos públicos permaneció por el resto de la década. Los ingresos por ventas en el mercado interno se redujeron unos dos y medio puntos del producto, por el rezago de los precios públicos respecto de la inflación<sup>6</sup>. Estas reducciones de ingresos fueron parcialmente compensadas por un aumento de dos puntos del producto en los ingresos tributarios captados por el Tesoro. Con un mejoramiento de dos puntos en los ingresos por ventas en los mercados interno y externo en los años siguientes, la descrita es, en sus rasgos principales, la estructura de ingresos corrientes con que se llega al final de la década.

Los gastos corrientes aumentaron en 1987 un punto y medio del PBI, atribuible en su totalidad al aumento de las remuneraciones y transferencias. La tendencia al aumento de estos gastos persistió en los años siguientes, pero fue parcialmente compensada por reducciones en otros gastos. A final de la década los gastos corrientes absorben una proporción del producto similar a la de 1986. El gasto en inversión física aumentó un punto y medio en 1987 y continuó aumentando hasta el final de la década, alcanzando una tasa de inversión pública de aproximadamente 8%. Respecto del año de la estabilización la tasa de inversión pública aumentó algo más de tres puntos.

Las observaciones precedentes permiten subrayar algunos rasgos estilizados de ajuste fiscal. Además de la desaparición de "otros gastos", lo que involucró unos nueve puntos del producto, la estabilización estuvo apoyada en un ajuste fiscal del orden del 16% del PBI, de los cuales, grosso modo, más de la mitad corresponde al aumento de los precios públicos y algo menos de la mitad a la reducción de remuneraciones y jubilaciones. Las condiciones de 1986 no fueron sostenibles (o no merecieron ser sostenidas) en los años siguientes. Una nueva caída de los ingresos por ventas en el exterior, el retraso de los precios públicos y el aumento en las

---

<sup>6</sup> Un análisis de la dinámica precios públicos-inflación puede verse en G. Chávez Alvarez (1990).

remuneraciones revirtieron en parte el ajuste de 1986. Además, desde la estabilización se produjo un persistente aumento de la inversión pública.

A fines de la década el sector público tenía un déficit primario de uno y medio a dos puntos del producto y devengaba intereses de deuda externa por otros tres puntos del producto. La comparación de la estructura del sector público de los últimos años de la década con la de 1980 ofrece una perspectiva de las transformaciones experimentadas a través de los procesos de desestabilización y estabilización. Las tasas de inversión pública al final y al comienzo de la década son semejantes. Los ingresos corrientes se redujeron en unos 15 puntos del PBI, de los cuales casi dos tercios corresponden a la reducción de las exportaciones estatales. Los gastos corrientes se redujeron unos 18 puntos del PBI, de los cuales la mitad corresponde a la reducción de compras de bienes y servicios. Desde esta perspectiva de largo plazo podría decirse que los episodios de la década de los ochenta, la desestabilización y los aspectos fiscales de la estabilización, han sido en lo esencial causados por un prolongado comportamiento adverso de la productividad, la producción y los precios de las exportaciones tradicionales del país.

Aunque al final de la década las ventas en el mercado interno representan, como en 1980, un tercio de los ingresos corrientes, los ingresos fiscales en su conjunto son más dependientes de las ventas realizadas por las empresas públicas que al principio de la década. Como puede verse en el cuadro 14 los ingresos tributarios en proporción al producto son algo mayores al final de la década que al comienzo, pero hubo un fuerte cambio en la estructura tributaria. Los impuestos sobre la producción y consumo interno de petróleo son ahora casi la mitad de los ingresos tributarios, mientras que la baja de aranceles redujo la percepción de impuestos sobre el comercio exterior a un tercio de lo que era en 1980. Los impuestos a la renta interna al final de la década significaron, como en 1980, menos del 4% del PBI.

### 3. La demanda de activos monetarios y financieros

Los mercados de dinero y activos financieros domésticos constituyen uno de los mecanismos de transmisión de los shocks generados en los desequilibrios básicos analizados arriba. La demanda de estos activos cayó con la aceleración inflacionaria, la reducción de la actividad y el aumento de la incertidumbre en la primera mitad de la década. De esta manera, a medida que avanza el proceso de desestabilización, los mercados monetario y financiero tienden a amplificar el impacto de los desequilibrios externo y fiscal. La estabilización, con la baja de la tasa de inflación y la mayor previsibilidad, revirtió parcialmente la caída de la demanda de dinero y activos domésticos, pero parte de la caída se tornó permanente. Este es un caso de persistencia (*hysteresis*) de los efectos de la aceleración inflacionaria y la incertidumbre, que nos proponemos comentar en este punto. Antes de hacerlo cabe apuntar que el cambio permanente en las demandas de activos no es el único caso de persistencia. Por ejemplo, puede observarse directamente en el cuadro 14 la reducción de la recaudación de impuestos sobre renta interna entre 1980 y 1984-85; se observa también que recién a fin de la década, reforma tributaria por medio, se alcanza una recaudación semejante a la de 1980.

El punto que comentamos requiere una referencia a las tasas de inflación, cuya evolución mensual y anual se muestra en el cuadro 15. El cuadro muestra la aceleración inflacionaria desde 1982, el efecto impacto de las medidas de agosto de 1985, la reacceleración de los últimos meses

de 1985 y enero de 1986 y la estabilización desde mediados de 1986. La tasa anual más baja de la segunda mitad de la década fue la de 1987, de 10.7% entre puntas y de 14.6% si se toma el promedio de precios de este año respecto del promedio de 1986.

En el cuadro 16 se presenta la evolución mensual del stock de M1 en proporción al PBI. El stock nominal mensual ha sido deflactado por el nivel mensual del índice de precios y puesto en proporción del PBI anual correspondiente. Como se ve, la demanda de dinero al final de la década es aproximadamente la mitad de la de 1980. El cuadro muestra la paulatina reducción de M1 real durante el período de aceleración inflacionaria. Los stocks mínimos son los de febrero y setiembre de 1985. Después de 1985, desde mediados de 1986, la demanda de dinero tendió a incrementarse hasta finales de 1987, cuando se estabilizó en torno del 5% del PBI.

Los datos precedentes permiten calcular mensualmente el impuesto inflacionario a lo largo de la década, como se expone en el cuadro 17, que también contiene los valores acumulados anuales, en moneda constante y como proporción del PBI. Respecto del período de hiperinflación, cabe señalar que no se observa una tendencia a la caída del impuesto inflacionario en el proceso de aceleración. Los valores anuales se mantuvieron entre 10% y 12% del PBI. Hacia final de la década, con la remonetización parcial comentada, el impuesto inflacionario representó cerca de 1% del PBI.

En los cuadros 18 y 19 se presenta anualmente la estructura de activos del público en el sistema bancario, medida por sus stocks a fin de cada año. Las cifras de dinero real difieren de las del cuadro 16 porque en los últimos el deflactor de los stocks nominales es el nivel medio de precios de cada año. El llamado cuasidinero en moneda nacional y con corrección monetaria está constituido por los depósitos a plazo en bancos, a interés e indexados al valor del dólar. Como es fácil verificar en el cuadro 19, la demanda de estos activos ha tenido un comportamiento dinámico semejante a la de M1, y se ha estabilizado en alrededor de 2% del PBI. En cambio, los depósitos en dólares en el sistema bancario, prácticamente nulos después de la "desdolarización" de 1982, se han expandido en el período de estabilidad hasta representar a fines de 1990 un 15% del PBI.

La persistencia de plazos cortos de los depósitos y créditos, de altas tasas de interés reales (tasas pasivas en dólares que duplican las internacionales) y de elevados spreads, constituyen, junto a la remonetización parcial y la expansión del mercado dolarizado, los rasgos estilizados del desarrollo del sistema financiero en la segunda mitad de la década.

En el período que siguió a la estabilización el proceso de remonetización parcial permitió financiar el sector público (ver cuadro 13). Pero la estructura monetaria y financiera que se consolidó después de cinco años de estabilidad deja muy poco margen para el financiamiento del sector público. Esta circunstancia, conjugada con la fragilidad del cierre de la brecha fiscal señalada arriba, extiende la fragilidad al equilibrio macroeconómico e incrementa su dependencia del financiamiento externo. En años recientes, la expansión del segmento dolarizado permitió la colocación de Certificados de Depósitos, cuyo stock a fines de 1990 representaba 2.3% del PBI. Aunque este instrumento dio cierta flexibilidad al manejo financiero del sector público, su utilidad parece limitada a una función de amortiguador de fluctuaciones de corto plazo. En realidad, los certificados constituyen deuda externa de muy corto plazo, de modo que el crecimiento de su stock otorgaría creciente fragilidad a las finanzas públicas. Los certificados representaban a fines de 1990 un 15% de los depósitos en dólares, pero 68% de las reservas internacionales netas.

## E. AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

La performance real agregada de la economía boliviana a lo largo de la década puede verse en el cuadro 20. En el período de desestabilización, hasta 1985, el producto a precios constantes cayó 12% y la reducción del producto per cápita fue de 19%. El efecto impacto del proceso de estabilización también fue recesivo, el producto se contrajo otro 2.4% en 1986. Pero desde 1987 la economía se expandió a una tasa semejante a la del crecimiento poblacional.

La información disponible, particularmente la falta de especificación de los llamados "otros gastos" públicos entre 1981 y 1985, hace muy difícil recomponer un cuadro verosímil de la evolución anual de la relaciones de consistencia macroeconómica a lo largo de la década. Pero sí es posible hacerlo para el período reciente e intentar una comparación con la situación de 1980. En el cuadro 21 presentamos estimaciones de la estructura del ahorro y la inversión en proporción del PBI a precios corrientes, desagregando por sectores externo, público y privado.

A fines de la década la tasa de inversión agregada fue unos dos puntos del producto inferior a la de 1980. La menor inversión agregada es totalmente atribuible a la privada pues, con la expansión que tuvo lugar desde 1986, la tasa de inversión pública al final de la década alcanzó un nivel similar al de 1980.

La estructura de financiamiento de esa inversión agregada en los años recientes se presenta en el cuadro 21 en dos bloques que difieren en el tratamiento de las transferencias unilaterales corrientes. Antes de comentar estas estimaciones vale la pena detenerse en la dificultad de su comparación con la situación de 1980.

Recordemos que ese año fue el último previo a la crisis en el que se obtuvo un monto significativo de transferencia financiera de recursos externos. El principal problema para determinar las fuentes de ahorro en ese momento reside en la enorme magnitud de los "errores y omisiones" de las cuentas del balance de pagos (casi 9% del PBI). Parte de esta salida de divisas es atribuible a fuga de capitales y parte a importaciones no registradas. Si se omitiese esta partida y se consideraran exclusivamente los resultados del balance comercial registrado y su correspondiente cuenta corriente, el ahorro externo de 1980 resulta poco significativo (ver cuadro 2). El extremo opuesto de la estimación sería considerar que los "errores y omisiones" correspondieron en su totalidad a gastos corrientes. En este caso el déficit de cuenta corriente hubiera representado unos nueve puntos del PBI y el déficit de cuenta corriente antes de transferencias unilaterales 10.3% del PBI. De acuerdo a estas consideraciones, el ahorro externo de 1980 podría estimarse entre un mínimo nulo y un máximo en el orden de diez puntos del producto. Respecto del ahorro público, resulta más firme estimar en 1980 un ahorro negativo del orden de un punto del PBI (véase cuadro 13).

Comparada con la de 1980, los dos rasgos estilizados de la estructura del ahorro a fines de la década son la similar importancia de los recursos externos y el mejoramiento del ahorro público. Consideramos en primer lugar el rol del ahorro externo.

En el primer bloque de ahorro del cuadro 21 el déficit de cuenta corriente y el ahorro público están calculados antes de transferencias unilaterales. Así computados, los recursos externos representaron 75% de la inversión bruta fija en 1988 y 58% en 1989 y 90. La magnitud de recursos externos está en el orden de las estimaciones de máxima del año 1980. Entre estos

recursos son importantes las transferencias unilaterales, como resalta por comparación con el segundo bloque de ahorro del cuadro, en el cual las estimaciones incluyen las transferencias como ingreso corriente. Sin embargo, aunque se excluyan las transferencias de su medición, el ahorro externo resulta crucial, representando en 1989-90 un tercio de la inversión bruta fija.

Con respecto al ahorro público, es destacable que se ubique en los tres puntos del PBI al cabo de los complejos procesos experimentados por la economía pública que analizamos más arriba, particularmente el prolongado deterioro de los ingresos por exportaciones y los efectos devastadores que tuvo la hiperinflación. Pero pese a la dureza del ajuste fiscal, el ahorro público representa al fin de la década algo menos de la mitad de la inversión del sector.

Las cuentas de ahorro-inversión exponen sintéticamente los rasgos de las brechas externa y fiscal a fines de la década poniendo el foco en la inversión como determinante de la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía.<sup>7</sup>

Los cierres de las brechas externa y fiscal son tales que permiten sostener el equilibrio en los mercados financieros y de divisas de forma compatible con una tasa de inflación baja y estable. Sin embargo, como hemos mostrado a lo largo de este trabajo, esos cierres son fuertemente dependientes del exterior y frágiles. Esto implica que el ajuste fiscal y externo está sometido a tensión y que no parecen existir mecanismos amortiguadores de shocks desfavorables.

La tensión sobre las posibilidades de financiamiento fiscal y externo se produce pese a que la economía crece lentamente y a que la tasa de inversión es baja. Esto equivale a decir que, en adición a la disponibilidad global de ahorro, la situación de los sectores fiscal y externo al final de la década sigue imponiendo restricciones operativas al incremento de la inversión y al aumento de la tasa de crecimiento a más largo plazo.

---

<sup>7</sup> Discusiones y análisis sobre la evolución reciente de la economía boliviana y sobre las posibilidades de aumentar la tasa de crecimiento pueden leerse en J. A. Morales (1990b) y (1991), Banco Mundial (1990), Grupo Técnico (1990), R. Frenkel (1990).

## Cuadro 1

BALANZA DE PAGOS  
(En millones de U\$S)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
I. Cuenta corriente (A+B)	-7.3	-465.7	-175.8	-138.1	-132.8	-379.1	-303.4	-404.4	-254.0	-179.9	-195.2
A. Bienes, servs. y renta (1+2)	-66.8	-505.3	-221.3	-244.3	-221.3	-459.1	-402.4	-525.6	-438.3	-336.2	-361.8
1. Balance comercial y servs.	200.0	-141.9	192.5	118.0	147.7	-85.7	-106.1	-266.9	-175.5	-81.7	-117.9
Exportaciones	1031.5	1006.6	911.2	859.6	814.5	748.6	719.8	652.7	673.2	868.6	974.7
Exportaciones bienes (FOB)	942.2	912.4	827.7	755.1	719.5	628.4	587.5	518.7	542.5	723.5	827.0
Exportaciones servs.	89.3	94.2	83.5	104.5	95.0	120.2	132.3	134.0	130.7	145.1	147.7
Importaciones	-831.5	-1148.5	-718.7	-741.6	-666.8	-834.3	-825.9	-919.6	-848.7	-950.3	-1092.6
Importaciones bienes (CIF)	-678.4	-975.4	-577.5	-589.1	-491.6	-690.9	-674.0	-766.3	-700.0	-786.2	-925.0
Importaciones servs.	-153.1	-173.1	-141.2	-152.5	-175.2	-143.4	-151.9	-153.3	-148.7	-164.1	-167.6
2. Renta de la inversión (Neto)	-266.8	-363.4	-413.8	-362.3	-369.0	-373.4	-296.3	-258.7	-262.8	-254.5	-243.9
Recibida	14.2	15.0	7.2	39.4	28.5	16.0	12.6	14.3	15.8	22.1	17.0
Debida	-281.0	-378.4	-421.0	-401.7	-397.5	-389.4	-308.9	-273.0	-278.6	-276.6	-260.9
-Int. pagados (Myl plazo)	-163.8	-186.2	-177.3	-228.5	-189.6	-88.8	-65.0	-85.4	-56.0	-65.0	-75.1
-Int. no pagados (Myl plazo)	-4.5	-17.2	-84.6	-25.6	-69.2	-174.0	-144.8	-120.1	-155.0	-130.5	-96.6
-Otros int. pagados	-97.7	-145.0	-135.6	-87.8	-102.5	-73.8	-58.7	-54.9	-50.0	-50.1	-49.7
-Otra renta	-15.0	-30.0	-23.5	-59.8	-36.2	-52.8	-40.4	-12.6	-17.6	-31.0	-39.5
B. Transf. unilat. netas	59.5	39.6	45.5	106.2	88.5	80.0	99.0	121.2	184.3	156.3	166.6
II. Cuenta capital (C+D)	-83.2	65.0	-178.1	-387.7	-158.7	-262.2	-115.7	-17.1	70.4	0.9	111.8
C. Inversión directa	43.9	75.6	31.0	6.9	7.0	9.8	13.0	36.4	30.0	35.0	35.0
D. Otro capital (1+2)	-127.1	-10.6	-209.1	-394.6	-165.7	-272.0	-128.7	-53.5	40.4	-34.1	76.8
1. Capital de MYL plazo	48.9	68.3	-207.5	-362.2	-182.3	-244.8	-124.2	-45.9	131.6	124.6	73.3
Desembolsos	265.3	326.9	210.9	97.9	159.8	108.7	230.1	238.2	325.6	338.0	314.2
Amortizaciones pagadas	-126.3	-108.8	-121.0	-101.4	-141.9	-159.3	-139.0	-73.5	-77.2	-101.5	-101.6
Amortizaciones no pagadas	-59.4	-140.4	-267.8	-353.1	-192.4	-184.7	-191.1	-203.8	-99.4	-85.4	-132.7
Otro capital (neto)	-30.7	-9.4	-29.6	-5.6	-7.8	-9.5	-24.2	-6.8	-17.4	-26.5	-6.6
2. Capital de corto plazo (neto)	-176.0	-78.9	-1.6	-32.4	16.6	-27.2	-4.5	-7.6	-91.2	-158.7	3.5
III. Errores y omisiones	-404.5	-196.4	82.4	116.7	0.0	282.1	219.6	64.6	44.0	-49.7	71.5
IV. Superavit o deficit (I+II+III)	-495.0	-597.1	-271.5	-409.1	-291.5	-359.2	-199.5	-356.9	-139.6	-228.7	-11.9

(Continúa)

(Continuación)

V. Financiamiento (E+F+G+H+I)	495.0	597.1	271.5	409.1	291.5	359.2	199.5	356.9	139.6	228.7	11.9
E. Items de contrapartida	8.6	9.1	1.9	0.9	0.9	7.7	2.2	-9.9	0.0	0.0	0.0
F. Financiamiento excepcional	388.9	425.7	352.4	788.4	261.6	358.7	310.8	384.9	142.8	89.4	144.5
1. Préstamos recibidos	200.8	130.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Deuda no pagada	188.1	295.5	352.4	788.4	261.6	358.7	335.9	384.9	212.8	157.7	183.1
Deuda de MYL plazo	63.9	157.6	352.4	378.7	261.6	358.7	335.9	323.9	212.8	157.7	183.1
- Intereses	4.5	17.2	84.6	25.6	69.2	174.0	144.8	120.1	155.0	130.5	96.6
- Amortizaciones	59.4	140.4	267.8	353.1	192.4	184.7	191.1	203.8	99.4	85.4	132.7
- Reducción moras del período	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-41.6	-58.2	-46.2
Deuda de corto plazo	124.2	137.9	0.0	409.7	0.0	0.0	0.0	61.0	0.0	0.0	0.0
3. Reducción moras período anterior	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-25.1	0.0	-22.3	-61.0	-3.1
4. Recompra deuda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-47.7	-7.3	-43.9
5. Condonación deuda bilateral	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.4
G. Mora Gas-Argentina	0.0	0.0	-145.2	-98.3	177.7	25.0	-3.1	-96.3	-10.7	146.4	-18.9
H. Compensación deuda c/Argent.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-149.4	0.0
I. Cambio res. netas BCB (Aumento: -)	97.5	162.3	62.4	-281.9	-148.7	-32.2	-110.4	78.2	7.5	142.3	-113.7
Saldo reservas netas	-101.9	-264.2	-326.6	-44.7	104.0	136.2	246.6	168.4	160.9	18.6	132.3
Reservas brutas	135.5	136.4	215.8	242.8	324.6	268.9	505.3	413.5	404.4	373.3	375.7
Retención Gas	0.0	0.0	0.0	0.0	34.9	47.2	186.2	210.0	128.6	18.6	15.0
Obligaciones	237.4	400.6	542.4	287.5	220.6	132.7	258.7	245.1	243.5	354.7	243.4

Fuente: Banco Central de Bolivia, tomado de UDAPE (1991 A).

Nota: Las cifras de importaciones de 1988, 1989 y 1990 se reajustaron respecto de las obtenidas mediante las pólizas de importaciones.

Cuadro 2  
BALANZA DE PAGOS  
(Como % del PBI corriente)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
I. Cuenta corriente (A+B)	-0.2	-8.2	-3.3	-2.7	-1.8	-7.1	-7.6	-9.4	-5.7	-3.9	-4.1
A. Bienes, servs. y renta (1+2)	-1.4	-8.9	-4.2	-4.8	-3.1	-8.6	-10.1	-12.2	-9.8	-7.3	-7.5
1. Balance comercial y servs.	4.3	-2.5	3.7	2.3	2.1	-1.6	-2.7	-6.2	-3.9	-1.8	-2.5
Exportaciones	22.0	17.7	17.3	16.9	11.3	14.0	18.1	15.1	15.1	18.9	20.3
Exportaciones bienes (FOB)	20.1	16.0	15.7	14.8	10.0	11.7	14.8	12.0	12.2	15.7	17.2
Exportaciones servs.	1.9	1.7	1.6	2.1	1.3	2.2	3.3	3.1	2.9	3.2	3.1
Importaciones	-17.7	-20.2	-13.6	-14.6	-9.3	-15.5	-20.8	-21.3	-19.0	-20.7	-22.8
Importaciones bienes (CIF)	-14.5	-17.1	-11.0	-11.6	-6.8	-12.9	-17.0	-17.8	-15.7	-17.1	-19.3
Importaciones servs.	-3.3	-3.0	-2.7	-3.0	-2.4	-2.7	-3.8	-3.6	-3.3	-3.6	-3.5
Renta de la inversión (Neto)	-5.7	-6.4	-7.8	-7.1	-5.1	-7.0	-7.5	-6.0	-5.9	-5.5	-5.1
Recibida	0.3	0.3	0.1	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4
Debida	-6.0	-6.6	-8.0	-7.9	-5.5	-7.3	-7.8	-6.3	-6.2	-6.0	-5.4
-Int. pagados (MYL plazo)	-3.5	-3.3	-3.4	-4.5	-2.6	-1.7	-1.6	-2.0	-1.3	-1.4	-1.6
-Int. no pagados (MYL plazo)	-0.1	-0.3	-1.6	-0.5	-1.0	-3.2	-3.6	-2.8	-3.5	-2.8	-2.0
-Otros int. pagados	-2.1	-2.5	-2.6	-1.7	-1.4	-1.4	-1.5	-1.3	-1.1	-1.1	-1.0
-Otra renta	-0.3	-0.5	-0.4	-1.2	-0.5	-1.0	-1.0	-0.3	-0.4	-0.7	-0.8
B. Transf. unilat. netas	1.3	0.7	0.9	2.1	1.2	1.5	2.5	2.8	4.1	3.4	3.5
II. Cuenta capital (C+D)	-1.8	1.1	-3.4	-7.6	-2.2	-4.9	-2.9	-0.4	1.6	0.0	2.3
C. Inversión directa	0.9	1.3	0.6	0.1	0.1	0.2	0.3	0.8	0.7	0.8	0.7
D. Otro capital (1+2)	-2.7	-0.2	-4.0	-7.8	-2.3	-5.1	-3.2	-1.2	0.9	-0.7	1.6
1. Capital de MYL plazo	1.0	1.2	-3.9	-7.1	-2.5	-4.6	-3.1	-1.1	3.0	2.7	1.5
Desembolsos	5.7	5.7	4.0	1.9	2.2	2.0	5.8	5.5	7.3	7.4	6.6
Amortizaciones pagadas	-2.7	-1.9	-2.3	-2.0	-2.0	-3.0	-3.5	-1.7	-1.7	-2.2	-2.1
Amortizaciones no pagadas	-1.3	-2.5	-5.1	-6.9	-2.7	-3.4	-4.8	-4.7	-2.2	-1.9	-2.8
Otro capital (neto)	-0.7	-0.2	-0.6	-0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-0.2	-0.4	-0.6	-0.1
2. Capital de corto plazo (neto)	-3.8	-1.4	0.0	-0.6	0.2	-0.5	-0.1	-0.2	-2.0	-3.5	0.1
III. Errores y omisiones	-8.6	-3.5	1.6	2.3	0.0	5.3	5.5	1.5	1.0	-1.1	1.5
IV. Superavit o deficit (I+II+III)	-10.6	-10.5	-5.1	-8.0	-4.1	-6.7	-5.0	-8.3	-3.1	-5.0	-0.2

(Continúa)

(Continuación)

V. Financiamiento (E+F+G+H+I)	10.6	10.5	5.1	8.0	4.1	6.7	5.0	8.3	3.1	5.0	0.2
E. Items de contrapartida	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
F. Financiamiento excepcional	8.3	7.5	6.7	15.5	3.6	6.7	7.8	8.9	3.2	1.9	3.0
1. Préstamos recibidos	4.3	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Deuda no pagada	4.0	5.2	6.7	15.5	3.6	6.7	8.5	8.9	4.8	3.4	3.8
Deuda de MYL plazo	1.4	2.8	6.7	7.4	3.6	6.7	8.5	7.5	4.8	3.4	3.8
- Intereses	0.1	0.3	1.6	0.5	1.0	3.2	3.6	2.8	3.5	2.8	2.0
- Amortizaciones	1.3	2.5	5.1	6.9	2.7	3.4	4.8	4.7	2.2	1.9	2.8
- Reducción moras del período	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	-1.3	-1.0
Deuda de corto plazo	2.6	2.4	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0
3. Reducción moras período anterior	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	0.0	-0.5	-1.3	-0.1
4. Recompra deuda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.1	-0.2	-0.9
5. Condonación deuda bilateral	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
G. Mora Gas-Argentina	0.0	0.0	-2.8	-1.9	2.5	0.5	-0.1	-2.2	-0.2	3.2	-0.4
H. Compensación deuda c/Argent.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-3.3	0.0
I. Cambio res. netas BCB (Aumento:-)	2.1	2.9	1.2	-5.5	-2.1	-0.6	-2.8	1.8	0.2	3.1	-2.4
Saldo reservas netas	-2.2	-4.6	-6.2	-0.9	1.4	2.5	6.2	3.9	3.6	0.4	2.8
Reservas brutas	2.9	2.4	4.1	4.8	4.5	5.0	12.7	9.6	9.1	8.1	7.8
Retención Gas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.9	4.7	4.9	2.9	0.4	0.3
Obligaciones	5.1	7.0	10.3	5.7	3.1	2.5	6.5	5.7	5.5	7.7	5.1

Fuente: Elaboración en base a datos del Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística tomados de UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).  
Se utilizó el tipo de cambio oficial promedio anual.

Cuadro 3  
BALANZA EN CUENTA CORRIENTE  
(Como % del PBI corriente)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Cuenta corriente	-0.2	-8.2	-3.3	-2.7	-1.8	-7.1	-7.6	-9.4	-5.7	-3.9	-4.1
Balance comercial	4.3	-2.5	3.7	2.3	2.1	-1.6	-2.7	-6.2	-3.9	-1.8	-2.5
Exportaciones	22.0	17.7	17.3	16.9	11.3	14.0	18.1	15.1	15.1	18.9	20.3
Importaciones	-17.7	-20.2	-13.6	-14.6	-9.3	-15.5	-20.8	-21.3	-19.0	-20.7	-22.8
Intereses y renta (Neto)	-5.7	-6.4	-7.8	-7.1	-5.1	-7.0	-7.5	-6.0	-5.9	-5.5	-5.1
Transf. unilat. netas	1.3	0.7	0.9	2.1	1.2	1.5	2.5	2.8	4.1	3.4	3.5
Cta. corriente sin transferencias	-1.4	-8.9	-4.2	-4.8	-3.1	-8.6	-10.1	-12.2	-9.8	-7.3	-7.5

Fuente: Elaboración en base a cuadro 2.

Cuadro 4  
RELACIONES DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA, MEDIANO Y LARGO PLAZO(a)  
(En millones de US\$)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
A. Desembolsos efectivos	438.5	322.8	210.9	97.9	159.8	108.7	230.1	238.2	325.6	334.3	326.0
B. Amortizaciones (pagadas)	126.3	108.7	107.5	101.4	141.9	159.3	139.0	72.1	97.4	116.8	142.4
C. Intereses (pagados)	163.0	186.3	177.3	228.5	201.4	88.8	70.9	85.4	98.1	86.7	111.4
D. Flujo neto (A-B)	312.2	214.1	103.4	-3.5	17.9	-50.6	91.1	166.1	228.2	217.5	183.6
E. Transferencia neta (A-B-C)	149.2	27.8	-73.9	-232.0	-183.5	-139.4	20.2	80.7	130.1	130.8	72.2
F. Servicio de la deuda (B+C)	289.3	295.0	284.8	329.9	343.3	248.1	209.9	157.5	195.5	203.5	253.8
G. Exportaciones de bienes y servicios excluida la renta de la inversión	1031.5	1006.6	911.2	859.6	814.5	748.6	719.8	652.7	673.2	868.6	974.7
H. Coeficiente Servic./Exportac. (F/G*100)	28.0	29.3	31.3	38.4	42.1	33.1	29.2	24.1	29.0	23.4	26.0
En % del PBI corriente											
A. Desembolsos efectivos	9.3	5.7	4.0	1.9	2.2	2.0	5.8	5.5	7.3	7.3	6.8
B. Amortizaciones (pagadas)	2.7	1.9	2.0	2.0	2.0	3.0	3.5	1.7	2.2	2.5	3.0
C. Intereses (pagados)	3.5	3.3	3.4	4.5	2.8	1.7	1.8	2.0	2.2	1.9	2.3
D. Flujo neto (A-B)	6.7	3.8	2.0	-0.1	0.2	-0.9	2.3	3.8	5.1	4.7	3.8
E. Transferencia neta (A-B-C)	3.2	0.5	-1.4	-4.6	-2.6	-2.6	0.5	1.9	2.9	2.8	1.5
F. Servicio de la deuda (B+C)	6.2	5.2	5.4	6.5	4.8	4.6	5.3	3.6	4.4	4.4	5.3
G. Exportaciones de bienes y servicios	22.0	17.7	17.3	16.9	11.3	14.0	18.1	15.1	15.1	18.9	20.3

Fuente: Elaboración en base a datos del Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística tomados de UDAPE (1991A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B). Se utilizó el tipo de cambio oficial promedio anual.

(a) No incluye las amortizaciones de los préstamos del Fondo Andino de Reserva.

Cuadro 5

COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES  
(En millones de U\$, valores oficiales)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
A. Productos tradicionales	867.2	889.2	814.0	762.9	752.4	638.3	529.4	463.6	492.0	617.4	628.2
I. Minerales	646.3	556.6	420.1	347.7	363.4	263.8	196.8	207.5	273.1	403.4	401.3
1) Estaño metálico	238.8	265.9	237.3	175.5	190.8	133.9	55.3	12.6	43.5	81.4	82.9
2) Estaño concentrado	139.3	77.2	41.0	32.4	57.0	52.6	48.8	56.2	33.4	45.1	23.3
3) Plata	118.3	71.7	37.1	58.3	21.4	10.2	27.3	33.4	44.9	58.8	50.2
4) Zinc	41.0	40.4	38.4	33.4	37.3	29.5	28.0	32.8	60.1	132.2	142.5
5) Wolfram	47.4	43.0	33.8	20.0	18.9	10.3	6.6	5.1	5.3	6.9	4.7
6) Antimonio	26.4	34.3	17.8	16.3	22.9	15.9	14.5	19.6	17.4	15.8	12.2
7) Plomo	14.5	11.5	6.5	4.0	1.0	0.6	5.0	4.2	6.3	11.1	13.6
8) Cobre	3.5	4.4	3.1	3.0	1.8	1.7	0.8	0.0	0.1	0.0	1.1
9) Oro	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.5	7.2	37.5	59.9	44.5	64.6
10) Otros	17.0	8.3	5.1	4.8	12.2	3.6	3.3	6.1	2.2	7.6	6.2
II. Hidrocarburos	220.9	332.6	393.9	415.2	389.0	374.5	332.6	256.1	218.9	214.0	226.9
11) Petróleo	0.0	0.0	0.0	29.3	8.4	0.0	3.4	0.8	0.0	0.0	0.0
12) Gas natural	220.9	326.2	381.6	378.2	375.9	372.6	328.7	248.6	214.9	213.8	225.3
13) Otros	0.0	6.4	12.3	7.7	4.7	1.9	0.5	6.7	4.0	0.2	1.6
B. Productos no tradicionales	170.0	94.8	84.5	55.1	29.1	34.5	110.9	106.2	105.4	201.8	292.5
14) Ganado	1.3	0.9	0.6	1.3	1.7	1.2	13.4	6.8	0.5	6.2	49.4
15) Soya	6.9	5.3	8.2	4.7	2.2	5.3	18.7	18.5	20.0	54.3	48.2
16) Café	20.7	15.7	15.5	13.1	6.5	13.9	13.3	11.5	17.1	12.7	14.3
17) Azúcar	47.6	5.7	8.9	12.4	6.3	1.6	4.9	8.6	6.3	19.3	31.7
18) Maderas	28.6	17.9	13.7	7.0	3.6	4.8	23.0	30.8	24.1	44.1	50.1
19) Cueros	4.7	3.2	1.7	0.6	0.5	0.5	1.1	8.0	18.3	17.7	27.0
20) Goma	4.6	3.4	4.1	2.8	0.8	0.5	3.8	1.8	1.7	1.4	2.0
21) Castaña	1.8	2.0	1.3	1.2	1.9	1.5	3.5	6.7	5.0	11.1	15.6
22) Algodón	1.0	2.8	4.9	2.5	0.5	0.6	4.7	0.9	2.1	0.0	0.0
23) Otros	52.8	37.9	25.6	9.5	5.1	4.6	24.5	12.6	10.3	35.0	54.2
Total general	1037.2	984.0	898.5	818.0	781.5	672.8	640.3	569.8	597.4	819.2	920.7

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Bolivia tomado de UDAPE (1991 A).

Nota: Existen algunas diferencias con la información contenida en el Cuadro 1.

Cuadro 6  
**IMPORTACIONES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO**  
 (En millones de US\$)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>BIENES DE CONSUMO</b>	168.9	233.6	96.0	65.6	94.9	133.8	133.7	190.3	128.3	137.5	148.2
De consumo no duradero	104.6	115.9	56.8	46.4	42.0	46.1	61.9	92.8	57.4	70.2	76.2
De consumo duradero	64.3	117.7	39.2	19.2	52.9	87.7	71.8	97.5	70.9	67.3	72.0
<b>MAT PRIMAS Y PROD. INTERM.</b>	250.4	341.9	248.4	282.3	203.1	278.8	235.3	306.5	228.3	258.0	275.5
Combustibles y conexos	1.7	13.9	9.0	4.1	1.5	2.4	2.7	1.9	4.8	2.6	3.5
Mat. primas e interm. p/agric.	11.2	14.7	7.3	11.2	17.5	18.4	15.8	11.4	8.3	9.7	7.1
Mat. primas e interm. p/indust.	205.6	264.0	196.6	223.7	152.4	231.7	183.2	256.0	185.7	208.3	222.0
Materiales de construcción	31.9	49.3	35.5	43.3	31.7	26.3	33.6	37.2	29.5	37.4	42.9
<b>BIENES DE CAPITAL</b>	242.5	334.8	198.6	222.2	185.1	253.8	281.6	262.6	231.8	220.7	289.4
Bs. de capital p/agric.	13.6	20.4	5.2	7.3	13.5	27.4	40.1	24.2	13.3	13.9	14.5
Bs. de capital p/indust.	148.0	195.3	138.9	156.3	103.4	137.1	151.7	133.8	137.5	127.5	175.5
Equipo de transportes	80.9	119.1	54.5	58.6	68.2	89.3	89.8	104.6	81.0	79.3	99.4
<b>DIVERSOS</b>	3.6	6.8	11.1	6.6	5.4	26.6	23.4	6.9	2.1	3.7	2.5
<b>VALOR TOTAL CIF</b>	665.4	917.1	554.1	576.7	488.5	693.0	674.0	766.3	590.5	619.9	715.6
<b>VALOR TOTAL FOB</b>	563.4	778.2	475.9	485.5	406.3	567.1	563.9	646.3	504.6	522.4	600.0

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Bolivia tomado de UDAPE (1991 A).

Nota: Existen importantes diferencias con respecto de la información contenida en el cuadro 1.

Cuadro 7

PRECIOS Y CANTIDADES DEL COMERCIO EXTERIOR  
(Base 1980=100)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
<b>I. Índice de precios de las exportaciones</b>										
Según productos										
Productos tradicionales	100	96	92	94	93	89	70	64	62	64
Minerales	100	83	72	73	71	66	42	46	50	
Esaño	100	84	77	77	73	70	38	42	44	
Hidrocarburos	100	137	153	155	156	154	136	109	95	
Gas Natural	100	137	153	157	157	155	137	110	97	
Productos no tradicionales	100	98	87	72	81	83	116	125	137	136
Índice general	100	97	92	92	92	88	72	68	67	69
<b>II. Índice de precios de las importaciones FOB</b>										
Bienes de consumo	100	104	109	94	99	94	102	106	112	
Materias primas	100	106	115	115	127	155	139	155	156	
Bienes de capital	100	110	119	121	112	111	104	110	114	
Diversos	100	92	92	104	91	94	95	88	85	
Índice general	100	107	114	113	117	126	121	129	133	
<b>III. Índice de la relación de precios del intercambio (I/II x 100)</b>										
<b>IV. Índice de valor de las exportaciones</b>										
Según productos	100	91	81	81	79	70	60	53	50	
Productos tradicionales	100	100	92	86	84	72	59	52	55	70
Minerales	100	86	65	54	56	41	31	32	42	
Esaño	100	89	67	54	64	49	27	18	20	
Hidrocarburos	100	137	163	171	159	153	136	105	89	
Gas Natural	100	148	173	171	170	169	149	113	97	
Productos no tradicionales	100	63	55	34	20	24	76	73	72	99
Índice general	100	95	87	79	75	65	62	55	58	75
<b>V. Índice de volumen de las exportaciones</b>										
a. Según productos										
Productos tradicionales	100	104	100	92	91	80	85	81	90	110
Minerales	100	104	91	74	80	62	73	69	85	
Esaño	100	107	89	71	88	70	71	43	45	
Hidrocarburos	100	100	107	111	102	100	100	96	94	
Gas Natural	100	108	113	109	108	109	109	102	100	
Productos no tradicionales	100	64	63	48	25	28	66	58	53	73
Índice general	100	98	94	86	82	73	86	81	86	109

Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Banco Central de Bolivia tomado de DAPE (1991 A).

Cuadro 8  
TIPO DE CAMBIO OFICIAL  
(Tasas de Variación)

	1980	1981	1982	1982		1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
				Tipo medío	comerc.									
Promedio	NA	0.00	173.67		267.89	1033.31	15807.1	322.38	7.31	14.30	14.39	17.94		
Enero	NA	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	29.33	0.33	1.37	0.82	1.69	2.08	
Febrero	0.00	0.00	76.00		0.00	0.00	455.56	-10.97	0.52	0.90	1.21	1.00	0.87	
Marzo	0.00	0.00	0.00	5.74	0.00	0.00	0.00	-2.77	2.06	1.34	1.20	1.32	0.86	
Abril	0.00	0.00	0.00	39.71	0.00	311.60	0.00	0.88	1.52	1.32	1.19	0.98	0.57	
Mayo	0.00	0.00	0.00	9.23	0.00	0.00	50.00	0.00	1.00	1.74	1.17	0.97		
Junio	0.00	0.00	0.00	11.83	0.00	0.00	0.00	0.03	1.48	1.28	1.54	0.64		
Julio	0.00	0.00	0.00	37.03	0.00	0.00	0.00	-0.04	0.49	1.27	1.14	0.63		
Agosto	0.00	0.00	0.00	15.44	0.00	0.00	0.00	0.27	0.97	0.00	3.76	0.95		
Setiembre	0.00	0.00	0.00	25.32	0.00	0.00	1337.37	0.31	0.96	0.00	2.54	1.25		
Octubre	0.00	0.00	0.00	-1.14	0.00	0.00	2.34	0.31	0.47	0.00	1.77	1.23		
Noviembre	0.00	0.00	354.55		155.10	328.57	9.65	0.20	1.42	0.83	1.04	1.22		
Diciembre	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	31.85	-0.07	1.86	1.24	1.37	1.51		

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística tomado de UDAPE (1991 A).

Cuadro 9  
 TIPO DE CAMBIO PARALELO  
 (Tasas de Variación)

	1982												
	1980	1981	1982	Tipo comerc. medio	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Promedio	NA	27.08	356.52		379.47	1079.51	8482.45	179.50	5.54	13.92	14.41	17.76	
Enero	NA	0.00	2.67		34.48	58.33	191.81	32.66	-0.66	0.45	1.21	1.35	2.06
Febrero	0.00	0.00	3.71		28.21	10.53	94.72	-16.38	0.52	0.45	0.80	1.33	1.45
Marzo	0.00	0.00	9.77	5.93	0.00	32.38	4.82	2.76	2.05	1.33	0.79	0.98	0.57
Abril	0.00	0.00	63.87	39.71	-16.00	28.06	28.67	-1.96	2.01	1.32	1.18	0.97	0.28
Mayo	0.00	0.00	12.66	9.23	-9.52	-2.25	53.66	1.91	0.99	2.16	1.56	0.96	
Junio	0.00	0.00	15.73	11.83	2.63	-4.31	88.13	-1.01	1.95	0.85	1.15	0.64	
Julio	0.00	0.00	47.57	37.03	53.85	5.11	80.18	-0.58	0.00	1.68	1.14	0.95	
Agosto	0.00	65.00	18.42	15.44	30.00	109.43	35.63	0.03	0.48	0.00	4.12	0.63	
Setiembre	0.00	0.00	29.44	25.32	0.64	84.38	-7.32	-0.46	1.43	-0.41	2.52	1.56	
Octubre	0.00	0.00	-1.29	-1.14	33.76	12.17	4.95	0.43	0.47	0.00	1.75	1.23	
Noviembre	0.00	0.00	8.70	28.57	21.33	19.25	0.15	0.15	1.87	1.24	1.03	1.52	
Diciembre	0.00	0.00	16.00	-11.11	27.11	29.34	0.90	0.90	2.29	1.23	1.37	1.19	

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística tomado de UDAPE. (1991 A).

Cuadro 10

TIPO DE CAMBIO OFICIAL REAL  
(Base 1980=100)

	1982												
	1980	1981	1982	Tipo comerc. medio	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Promedio	100.0	75.7	92.6	136.4	90.7	74.4	99.9	112.2	105.0	103.5	102.8	103.5	
Enero	110.4	80.6	70.6	70.6	145.2	79.4	39.9	140.4	102.7	109.9	99.7	103.3	95.8
Febrero	109.9	79.1	107.1	107.1	131.7	64.5	78.4	115.8	102.0	108.8	100.3	104.4	96.4
Marzo	108.1	79.3	99.0	104.7	117.8	53.3	62.8	118.9	103.4	109.3	100.7	105.4	96.6
Abril	107.2	79.2	87.9	129.9	108.7	134.5	56.1	115.8	103.3	105.7	101.8	106.1	96.6
Mayo	104.1	77.5	84.5	136.4	99.5	91.5	62.1	114.7	104.0	106.1	102.3	106.6	
Junio	98.6	77.4	80.7	145.7	96.4	87.9	34.8	110.0	105.7	105.3	104.1	105.1	
Julio	97.2	76.3	66.4	164.2	87.6	83.6	20.9	108.1	106.3	102.5	104.8	103.9	
Agosto	94.0	72.0	56.3	160.8	69.6	72.7	12.6	107.7	106.3	100.1	105.4	103.8	
Septiembre	96.3	72.3	47.1	168.7	59.7	52.9	115.4	105.6	106.7	100.5	104.2	103.9	
Octubre	95.0	71.8	41.1	145.4	53.6	33.3	120.3	105.3	105.0	98.4	103.9	101.6	
Noviembre	93.9	71.9	157.4	157.4	109.5	108.4	127.9	105.6	106.8	99.4	103.2	100.0	
Diciembre	90.6	72.4	146.1	146.1	87.0	67.4	144.3	104.9	107.9	99.4	102.6	99.3	

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística tomados de UDAPE (1991 A).

Nota: Deflactado por Índice de precios al consumidor.

Los subrayados corresponden al mes siguiente a una maxidevaluación.

Cuadro 11

TIPO DE CAMBIO PARALELO O LIBRE REAL  
(Base 1980=100)

	1982												
	1980	1981	1982	Tipo comerc. medio	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Promedio	100.0	96.2	196.4	149.2	250.7	214.1	155.0	115.1	106.1	104.2	103.5	104.0	96.8
Enero	110.4	80.6	119.6	119.6	283.2	295.6	302.6	155.7	103.3	110.9	100.9	103.6	96.4
Febrero	109.9	79.1	106.9	106.9	329.3	265.6	208.4	120.6	102.5	109.2	101.1	105.1	97.5
Marzo	108.1	79.3	108.5	104.7	294.5	290.2	158.7	123.8	103.9	109.8	101.1	105.8	97.4
Abril	107.2	79.2	157.9	129.9	228.3	228.1	182.7	117.2	104.3	106.2	102.2	106.5	97.2
Mayo	104.1	77.5	171.0	136.4	189.0	151.6	206.9	118.3	105.0	107.0	103.1	106.9	
Junio	98.6	77.4	189.0	145.7	188.0	139.4	218.1	112.3	107.3	105.7	104.5	105.5	
Julio	97.2	76.3	229.4	164.2	262.8	139.3	236.3	109.7	107.3	103.4	105.2	104.6	
Agosto	94.0	118.8	230.4	160.8	271.2	253.7	192.6	109.0	106.8	100.9	106.2	104.1	
Setiembre	96.3	119.4	249.7	168.7	234.5	340.7	114.0	106.1	107.7	100.9	105.0	104.5	
Octubre	95.0	118.5	215.0	145.4	281.2	240.1	121.9	105.9	106.0	98.8	104.6	102.2	
Noviembre	93.9	118.7	196.8	196.8	289.8	221.5	140.9	106.2	108.3	100.3	103.9	100.9	
Diciembre	90.6	119.5	211.8	211.8	204.5	175.0	156.0	106.5	109.9	100.2	103.3	99.9	

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia e Instituto Nacional de Estadística tomados de UDAPE (1991 A).

Nota: Deflactado por Índice de Precios al Consumidor.

Cuadro 12  
ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DEL SPNF  
(En % del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Deficit primario de caja (1)	-4.8	-3.6	-2.9	-7.9	-12.4	-0.5	2.1	-3.5	-2.6	-2.0	-1.5
Intereses deuda interna (2)	-0.6	-0.9	-0.6	-0.4	-0.1	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
Intereses deuda externa (3)	-3.2	-3.1	-4.1	-4.1	-2.9	-6.5	-5.9	-4.3	-4.2	-3.7	-3.1
Deficit global A (4)=(1)+(2)+(3)	-8.6	-7.5	-7.6	-12.3	-15.4	-7.5	-3.9	-7.9	-6.8	-5.7	-4.6
Donaciones y otros ingresos (5)	0.5	0.6	0.1	0.2	0.2	0.2	1.2	0.2	0.9	0.7	1.5
Intereses no pagados											
Financiamiento externo (6)	0.0	-0.6	1.3	0.1	0.6	3.0	4.2	2.7	2.9	2.3	1.8
Deficit global B (7)=(4)+(5)+(6)	-8.2	-7.5	-6.2	-12.1	-14.6	-4.3	1.5	-5.0	-3.0	-2.6	-1.3
Otros gastos (8)	0.0	-1.4	-8.4	-7.3	-8.8	-2.2	0.0	0.0	-0.5	0.0	0.0
Def. global de caja (9)=(7)+(8)	-8.2	-8.8	-14.6	-19.3	-23.4	-6.5	1.5	-5.0	-3.6	-2.6	-1.3
Financiamiento de caja	8.2	8.8	14.6	19.3	23.4	6.5	-1.5	5.0	3.6	2.6	1.3
Externo	5.6	4.9	-0.5	-1.5	1.9	1.3	2.2	-0.2	1.8	-0.3	0.4
Interno	2.6	4.0	15.1	20.9	21.5	5.2	-3.7	5.2	1.7	2.9	0.9

Fuente: Elaboración en base a datos del Ministerio de Finanzas - SAFCO tomados e UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).

## Cuadro 13

**SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO**  
(Operaciones efectivas de caja en % del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Ingresos corrientes	42.0	37.7	35.4	25.3	19.9	24.3	28.6	25.2	26.2	27.0	27.5
Ingresos tributarios propios	10.2	9.9	5.2	3.5	2.1	2.7	6.0	8.1	8.2	7.2	7.4
Venta de bienes y servs. merc.int.	14.4	12.2	9.5	7.0	3.7	9.3	11.9	9.6	10.2	10.4	10.6
Venta de bienes y servs. merc.ext.	15.9	13.4	18.1	13.3	13.3	10.4	9.7	6.3	6.6	7.2	7.1
Otros	1.6	2.3	2.5	1.4	0.9	1.9	1.0	1.2	1.2	2.2	2.4
Gastos corrientes no financieros	39.1	34.6	31.7	28.3	28.1	21.0	21.2	22.7	20.8	21.2	20.9
Remuneraciones	13.4	12.3	10.3	9.1	13.7	9.1	7.2	8.1	9.7	10.3	10.4
Compra de bienes y servs.	18.6	16.3	16.3	14.2	10.4	9.7	9.7	8.4	7.4	7.6	7.2
Transferencias sector privado	2.7	2.7	1.4	2.2	2.4	1.6	1.8	2.1	1.1	2.0	2.5
Otros	2.4	3.3	3.6	1.9	1.1	0.3	1.3	3.4	2.5	1.3	0.7
Deuda flotante	2.0	0.0	0.2	1.0	0.5	0.2	1.2	0.7	0.2	-0.1	0.1
Gastos de capital	7.7	6.6	6.6	4.8	4.2	3.9	5.4	6.1	8.0	7.8	8.1
Maq. equip. const. e inst.	6.7	5.8	6.1	3.3	3.1	3.3	4.7	6.0	7.9	7.7	7.9
Inversiones financieras	0.1	0.2	0.2	1.0	0.6	0.4	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Otros (Inc. repos. cta. capital)	0.5	0.6	0.3	0.4	0.5	0.3	0.7	0.1	0.0	0.1	0.1
Deuda flotante	0.4	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deficit o superavit primario	-4.8	-3.6	-2.9	-7.9	-12.4	-0.5	2.1	-3.5	-2.6	-2.0	-1.5
Donaciones y otros ingresos	0.5	0.6	0.1	0.2	0.2	0.2	1.2	0.2	0.9	0.7	1.5
Otros gastos	0.0	1.4	8.4	7.3	8.8	2.2	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
Gastos de financiamiento	3.8	4.6	3.4	4.4	2.4	3.9	1.8	1.7	1.3	1.4	1.4
Intereses pagados D/I	0.6	0.9	0.6	0.4	0.1	0.5	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1
Intereses pagados D/E	3.2	3.7	2.8	4.0	2.3	3.5	1.6	1.6	1.3	1.3	1.3
Déficit o superavit global	-8.2	-8.8	-14.6	-19.3	-23.4	-6.5	1.5	-5.0	-3.6	-2.6	-1.3
VII. Financiamiento neto	8.2	8.8	14.6	19.3	23.4	6.5	-1.5	5.0	3.6	2.6	1.3
Externo	5.6	4.9	-0.5	-1.5	1.9	1.3	2.2	-0.2	1.8	-0.3	0.4
Interno	2.6	4.0	15.1	20.9	21.5	5.2	-3.7	5.2	1.7	2.9	0.9
Monetario	0.2	4.0	14.9	19.8	20.9	5.0	-4.9	4.5	3.1	4.7	1.2
No monetario	2.4	0.0	0.2	1.1	0.5	0.2	1.2	0.7	-1.4	-1.8	-0.2

**Fuente:** Elaboración en base a datos del Ministerio de Finanzas - SAFCO tomados de UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).

Cuadro 14

**INGRESOS TRIBUTARIOS DEL TGN**  
(En porcentajes del PBI)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Total	10.1	10.1	5.4	3.1	3.0	7.9	11.1	11.3	11.7	11.3	11.8
Sobre producción y consumo interno de petróleo	0.9	2.1	0.9	0.3	0.4	2.8	5.4	4.8	4.7	5.0	5.2
Sobre export. tradicionales	2.8	1.9	1.0	0.4	1.2	3.1	1.5	1.6	2.0	1.5	1.9
Otros imp. al com. ext.	2.4	2.6	1.2	0.6	0.6	1.0	1.3	1.6	1.3	1.1	0.9
Renta interna	3.9	3.4	2.3	1.8	0.8	1.1	2.9	3.3	3.6	3.7	3.7
Estructura tributaria											
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Sobre producción y consumo interno de petróleo	8.9	21.1	17.1	10.1	12.7	35.8	48.7	42.3	40.3	44.5	44.5
Sobre export. tradicionales	28.1	19.1	17.9	12.1	38.6	38.7	13.3	13.9	17.4	12.9	15.9
Otros imp. al com. ext.	23.8	25.8	22.8	18.6	21.6	12.2	12.1	14.5	11.4	9.9	7.8
Renta interna	39.2	34.0	42.2	59.2	27.1	13.3	26.0	29.3	30.9	32.7	31.7

Fuente: Elaboración en base a datos del Ministerio de Finanzas tomados de UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).

Cuadro 15

## VARIACIÓN PORCENTUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Enero	1.8	12.4	2.5	0.6	9.6	68.8	33.0	2.4	-0.5	0.5	1.0	5.8
Febrero	0.4	1.9	16.1	10.3	23.0	182.8	8.0	1.2	1.9	0.5	-0.1	0.3
Marzo	1.7	-0.3	8.1	11.8	21.1	24.9	0.1	0.7	0.8	0.8	0.3	0.6
Abril	0.9	0.1	12.6	8.4	63.0	11.8	3.6	1.6	4.7	0.1	0.3	0.5
Mayo	3.0	2.2	4.0	9.2	47.0	35.7	1.0	0.3	1.4	0.6	0.6	0.8
Junio	5.5	0.1	4.7	3.2	4.1	78.5	4.3	-0.2	2.1	-0.2	2.0	
Julio	1.5	1.4	21.6	10.1	5.2	66.3	1.8	-0.1	4.0	0.5	1.8	
Agosto	3.3	6.0	17.9	25.9	15.0	66.5	0.6	1.0	2.4	3.1	1.1	
Setiembre	-2.3	-0.5	19.5	16.4	37.3	56.5	2.3	0.6	-0.4	3.7	1.2	
Octubre	1.3	0.7	14.6	11.5	59.1	-1.9	0.6	2.1	2.1	2.1	3.5	
Noviembre	1.1	-0.1	18.8	24.8	31.6	3.2	-0.1	-0.3	-0.2	1.7	2.8	
Diciembre	3.7	-0.7	7.8	25.9	60.9	16.8	0.7	0.8	1.3	1.9	2.2	
Dic-Dic.	24.0	25.1	296.5	328.5	2177.5	8170.5	66.0	10.7	21.5	16.6	18.0	
Promedio	NA	32.1	123.5	275.6	1281.5	11749.9	276.3	14.6	16.0	15.2	17.1	

Fuente: Elaborado en base a datos del Inst. Nacional de Estadística tomados de UDAPE (1991 A).

Cuadro 16

VARIABLES MONETARIAS REALES: MI  
(Como % del PBI constante)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Enero	8.23	8.02	9.36	8.43	6.03	4.37	2.68	3.71	4.60	4.77	4.22
Febrero	8.60	7.83	8.35	8.34	4.65	2.15	2.63	4.11	4.44	4.85	4.50
Marzo	8.61	7.58	8.50	8.22	5.24	2.43	2.60	4.03	4.54	4.90	4.38
Abril	8.78	7.68	7.88	8.07	3.65	3.08	2.80	4.17	4.50	5.12	4.60
Mayo	9.06	7.42	8.30	7.90	3.04	3.76	3.02	4.27	4.41	4.91	4.78
Junio	9.32	7.30	9.30	8.46	3.88	2.74	3.07	4.25	4.55	5.04	4.88
Julio	9.59	7.61	8.91	8.32	5.03	2.81	3.15	4.38	4.62	4.92	4.97
Agosto	9.72	7.78	8.40	6.79	5.24	2.65	3.19	4.47	4.53	4.53	5.27
Setiembre	9.87	8.00	8.05	6.29	4.73	2.36	3.23	4.71	4.48	4.53	5.17
Octubre	9.86	7.95	8.19	6.14	4.00	3.07	3.61	4.81	4.74	4.55	5.10
Noviembre	9.67	8.14	7.30	5.42	3.80	3.16	3.93	4.92	4.78	4.55	5.15
Diciembre	9.97	9.52	8.28	6.25	5.21	3.83	4.33	5.33	5.74	4.95	5.71

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia e Inst. Nacional de Estadística tomados de UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).

Cuadro 17  
 IMPUESTO INFLACIONARIO SOBRE MI  
 (En miles de bolivianos de enero de 1980)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Enero	NA	1.29	0.28	0.05	0.59	2.28	1.01	0.11	-0.03	0.03	0.06
Febrero	0.04	0.18	1.47	0.85	1.21	3.01	0.20	0.05	0.10	0.03	0.00
Marzo	0.16	-0.03	0.71	0.95	0.87	0.46	0.00	0.03	0.04	0.05	0.02
Abril	0.09	0.01	1.08	0.69	2.18	0.27	0.09	0.07	0.23	0.01	0.02
Mayo	0.30	0.20	0.34	0.74	1.25	0.86	0.03	0.02	0.07	0.04	0.03
Junio	0.56	0.01	0.42	0.26	0.13	1.76	0.13	-0.01	0.10	-0.01	0.11
Julio	0.16	0.12	1.87	0.84	0.21	1.16	0.06	0.00	0.19	0.03	0.10
Agosto	0.36	0.51	1.53	1.85	0.70	1.19	0.02	0.05	0.12	0.17	0.06
Setiembre	-0.27	-0.05	1.55	1.03	1.53	1.02	0.07	0.03	-0.02	0.18	0.07
Octubre	0.15	0.07	1.16	0.70	1.89	-0.05	0.02	0.10	0.10	0.10	0.20
Noviembre	0.13	-0.01	1.46	1.32	1.03	0.10	0.00	-0.01	-0.01	0.09	0.16
Diciembre	0.40	-0.06	0.59	1.21	1.54	0.48	0.03	0.04	0.07	0.10	0.13
Total	NA	2.24	12.46	10.50	13.13	12.55	1.66	0.46	0.95	0.80	0.95
Total como % del PBI	NA	1.89	11.02	9.71	12.23	11.80	1.60	0.43	0.87	0.71	0.82

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia e Inst. Nacional de Estadística tomados de UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).

Cuadro 18  
**VARIABLES MONETARIAS REALES(a)**  
 (Base 1980=100)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Emisión monetaria (E)	100.0	92.5	86.3	63.8	65.0	47.5	47.5	57.5	62.5	52.5	56.3
Base monetaria (B=C+R)	100.0	93.8	92.9	66.4	50.4	37.2	41.6	52.2	70.8	79.6	88.5
Caja de Bancos (CB)	100.0	66.7	166.7	100.0	100.0	66.7	66.7	66.7	33.3	66.7	66.7
Dep. de bcos. en el BCB (DBAN) (1)	100.0	103.1	112.5	75.0	15.6	12.5	31.3	40.6	96.9	150.0	171.9
Reservas bcarias. (R=CB+EL)	100.0	100.0	117.1	77.1	22.9	17.1	31.4	42.9	91.4	145.7	162.9
ByM en poder público (C)	100.0	91.0	82.1	61.5	62.8	46.2	46.2	56.4	61.5	50.0	55.1
Depósitos cta. cte. (D)	100.0	105.1	74.4	48.7	17.9	12.8	23.1	30.8	38.5	41.0	59.0
Medio circulante (M1=C+D)	100.0	95.7	79.5	57.3	47.9	35.0	38.5	47.9	53.8	47.0	56.4
Cuasidinero M/N y CM (F)	100.0	122.4	136.7	71.4	24.5	24.5	42.9	32.7	38.8	40.8	44.9
Cuasidinero M/E (G)	100.0	95.7	8.7	0.0	0.0	30.4	139.1	252.2	313.0	439.1	587.0
Cuasidinero total (A)	100.0	112.3	94.5	47.9	16.4	26.0	71.2	101.4	126.0	165.8	215.1
Liquidez total (M3=M1+A)	100.0	102.1	85.3	53.7	35.8	31.6	51.1	68.4	81.6	92.6	117.4
Coloc. bcarias. totales (D+A)	100.0	109.8	87.5	48.2	17.0	21.4	54.5	76.8	95.5	122.3	160.7

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia tomados de UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).

(a) Datos de fin de período. El índice utilizado para el ajuste es IPC diciembre a diciembre.

Cuadro 19  
 VARIABLES MONETARIAS  
 (En % del PBI corriente)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Emisión monetaria (E)	8.4	7.9	11.6	10.4	15.0	7.5	4.0	4.7	5.2	4.3	4.4
Base monetaria (B=C+R)	11.8	11.4	17.7	15.2	16.3	8.3	5.0	6.0	8.4	9.2	9.8
Caja de Bancos (CB)	0.3	0.3	0.8	0.6	1.0	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dep. de bcos. en el BCB (DBAN)	3.3	3.5	6.0	4.8	1.3	0.7	1.0	1.3	3.2	5.0	5.1
Reservas bcarias. (R=CB+EL)	3.7	3.7	6.9	5.5	2.3	1.1	1.2	1.5	3.3	5.2	5.6
BYM en poder público (C)	8.1	7.7	10.8	9.7	14.0	7.1	3.9	4.5	5.0	4.0	4.2
Depósitos cta. cte. (D)	4.1	4.4	4.9	3.9	2.1	1.0	0.9	1.2	1.5	1.7	2.3
Medio circulante (M1=C+D)	12.2	12.1	15.7	13.7	16.1	8.2	4.8	5.7	6.5	5.7	6.5
Cuasidinero M/N y CM (F)	5.1	6.4	11.2	7.0	3.3	2.4	2.2	1.7	2.0	2.0	2.2
Cuasidinero M/E (G)	2.4	2.3	0.4	0.1	0.1	1.4	3.4	5.8	7.5	10.4	13.3
Cuasidinero total (A=F+G)	7.6	8.7	11.6	7.1	3.4	3.8	5.6	7.5	9.5	12.4	15.5
Liquidez total (M3=MI+A)	19.8	20.8	27.3	20.8	19.4	11.9	10.3	13.2	16.1	18.2	22.0
Coloc. bcarias. totales (D+A)	11.7	13.1	16.6	11.0	5.4	4.8	6.5	8.7	11.0	14.1	17.8

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central de Bolivia tomados de UDAPE (1991 A) y datos de producto tomados de UDAPE (1991 B).

## Cuadro 20

PRODUCTO BRUTO INTERNO POR TIPO DE GASTO  
(En porcentajes del PBI constante)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Gasto de consumo público	13.6	14.6	14.8	13.7	14.3	13.3	11.7	11.7	11.8	11.5	11.8
Gasto de consumo privado	66.8	66.4	66.5	67.8	68.8	70.9	74.7	74.9	74.0	73.4	72.3
Variación de existencias	0.5	3.1	0.0	1.1	4.0	6.7	3.6	0.8	-0.6	0.3	0.3
Inversión física en cap. fis.	14.9	14.4	10.7	9.6	10.7	13.0	14.0	14.0	14.3	14.4	14.3
Inv. pública	7.8	6.9	8.4	6.5	8.2	9.8	6.6	7.1	8.8	9.1	8.2
Inv. privada	7.2	7.5	2.3	3.0	2.5	3.2	7.4	6.9	5.5	5.3	6.1
Exportaciones n. f.	22.0	21.0	19.3	17.6	16.8	19.2	16.8	17.0	18.7	22.3	24.1
Importaciones n. f.	-17.7	-24.2	-18.5	-19.7	-17.9	-27.7	-19.3	-20.8	-18.4	-20.3	-17.5
Gastos no especificados	0.0	4.6	7.1	10.0	3.3	4.6	-1.5	2.3	0.4	-1.5	-5.3
PIB a precios de comprador	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Tasa de crecimiento del PBI	NA	0.9	-4.3	-4.5	-0.5	-1.1	-2.4	2.6	2.9	2.7	2.6
Tasa de crec. del PBI per capita	NA	-1.8	-6.8	-7.1	-3.1	-3.7	-5.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.1

Fuente: Elaboración en base a UDAPE (1991 B).

Cuadro 21

ESTRUCTURA DE AHORRO-INVERSIÓN  
(En % del PBI corriente)

	1980	1988	1989	1990
Inversión	15.4	10.8	13.5	13.4
Var. de existencias	0.4	-2.1	0.5	0.3
Inv. bruta fija	15.0	12.9	13.0	13.1
Pública	7.8	7.9	8.2	7.5
Privada	7.2	5.0	4.8	5.6
Ahorro	15.4	10.8	13.5	13.4
-----				
Deficit en cta.cte. antes de transferencias		9.8	7.3	7.6
Ahorro Nacional antes de transferencias		1.0	6.2	5.8
Ahorro Público antes de transferencias		1.3	2.9	3.5
Ahorro privado antes de transferencias		-0.3	3.3	4.1
-----				
Ahorro externo=-Def.en cta.cte.		5.7	3.9	4.1
Ahorro Nacional		5.1	9.6	9.4
Ahorro Público		2.1	3.6	5.0
Ahorro Privado		3.0	6.0	4.4
-----				

Fuente: Estimaciones propias en base a datos de Inversión y Producto tomados de UDAPE (1991 B).

## Anexo 1

### COMENTARIOS SOBRE LA INFORMACIÓN UTILIZADA EN EL TRABAJO

Uno de los principales problemas de la información macroeconómica en Bolivia deviene de la inconsistencia entre el balance comercial contenido en el cálculo del balance de pagos que realiza el Banco Central y las cifras de comercio exterior incluidas en las cuentas nacionales que publica el Instituto Nacional de Estadísticas. En el cálculo de producto del lado de la oferta, el INE computa estimaciones de producción de hoja de coca y del valor agregado en Bolivia en el proceso de elaboración de sus derivados. Del lado de la demanda las exportaciones totales contienen también una estimación del volumen y valor de exportación de hojas de coca y derivados. En cambio, el Banco Central solo considera exportaciones registradas.

En este trabajo hemos utilizado como estimación de la serie del producto a precios corrientes los resultados de un ejercicio de compatibilización realizado por UDAPE (UDAPE, 1991b), destinado precisamente a hacer consistentes la información de comercio exterior del Banco Central con el cálculo del producto. De esta manera, las cifras que presentamos excluyen la producción, elaboración y exportaciones de hojas de coca y derivados.

En segundo lugar, las cifras de importaciones publicadas por el Banco Central son también las registradas y excluyen, por lo tanto, estimaciones de importaciones de contrabando. Para los años 1988 al 90 UDAPE (UDAPE, 1991a) realizó estimaciones de las importaciones no registradas que conservan consistencia con los resultados del balance de pagos del Banco Central (parte de la partida de errores y omisiones fue atribuida a importaciones). Esta es la estimación que utilizamos en el trabajo para el período mencionado. En el resto del período hemos tomado el cuidado de considerar explícitamente la partida de errores y omisiones en la discusión del comercio exterior.

Debe observarse que la información sobre flujos financieros del sector público es consistente con el balance de pagos y los balances del Banco Central, de los que se derivan las cifras monetarias. La estimación del producto a precios corrientes solo entra como denominador común de todas ellas cuando son expresadas como proporción del producto. En consecuencia, los errores que pueden cometerse no afectan mayormente el análisis de las brechas fiscal y externa. Pero pueden inducir errores más gruesos si las condiciones de consistencia macroeconómica son utilizadas en las estimaciones de ahorro. Hemos tratado de evitar este problema en el último punto del trabajo considerando exclusivamente el período para el que se cuenta con información más confiable. Cabe agregar que la serie del PBI a precios corrientes fue estimada conservando las tasas de variación del PBI a precios constantes registras por el INE.

## **IV. EL CASO DE BRASIL**

### **A. INTRODUCCIÓN**

En este trabajo examinamos la evolución macroeconómica del Brasil en la década pasada. El momento inicial del análisis, situado a finales de los años setenta, está definido por el comienzo de una sucesión de shocks externos negativos que afectó por entonces a la economía brasileña así como a un extenso conjunto de países subdesarrollados, generando importantes desequilibrios fiscales y de balance de pagos, o bien ampliando desbalances ya existentes. El trabajo procura mostrar de qué manera el cambio en las condiciones externas gravitó sobre tales desequilibrios en el caso del Brasil y cómo estos eventos incidieron sobre la forma de funcionamiento y la evolución posterior de la economía.

En la primera parte se describen las condiciones macroeconómicas vigentes al inicio de los ochenta y se definen los grandes períodos que pueden identificarse hasta comienzos de los noventa: una etapa de ajuste externo y fiscal que culmina en 1984 y luego un prolongado lapso en el que se constatan una progresiva reapertura de la brecha fiscal y crecientes dificultades para el manejo macroeconómico. Este segundo período desemboca en una trayectoria explosiva de los precios -y de la deuda pública interna- en el último año de la década.

La periodización definida en la parte inicial se utiliza luego al examinar más detenidamente el proceso de ajuste externo, en la segunda parte, y la evolución de la brecha fiscal, en la tercera parte. Las políticas económicas no se analizan en detalle, aunque se caracterizan las principales orientaciones en relación con el tratamiento de los desequilibrios externo y fiscal, y los cambios que contribuyen a definir las diferentes etapas.

Finalmente, en la cuarta parte, a través del análisis de las variables de ahorro e inversión y de las relaciones de financiamiento entre los sectores público, privado y externo, se evalúa el desempeño macroeconómico del Brasil en los ochenta. Se procura examinar las razones por las que, a pesar del muy notable ajuste externo obtenido, la economía brasileña no logró retomar el sendero de crecimiento y tendió a presentar, en cambio, una muy marcada inestabilidad en los últimos años, enfrentando aún la tarea inconclusa de lograr un cierre fiscal perdurable.

### **B. LAS CONDICIONES MACROECONÓMICAS A COMIENZOS DE LOS OCHENTA Y LAS ETAPAS DE LA EVOLUCIÓN POSTERIOR**

#### **1. El sector externo al inicio de la década**

Bajo la estrategia de "crecimiento con endeudamiento", adoptada desde fines de los 60, la economía brasileña se había expandido con rapidez. Continuó haciéndolo luego del primer shock

del petróleo, aunque entonces a tasas más bajas, menos distantes del promedio regional de lo que estuvieran durante los años del "Milagro"<sup>1</sup>.

Ese proceso de crecimiento basado en el desarrollo industrial sustitutivo de importaciones fue conformando una economía relativamente cerrada en el plano comercial. Las exportaciones y las importaciones promediaban 7.4 y 9.5 puntos del producto, respectivamente, en la segunda mitad de los setenta. La estructura de exportaciones mostraba, sin embargo, una creciente diversificación. El sostenido y sustancial aumento de la participación de los productos manufacturados y semimanufacturados, favorecidos por la continuidad e intensidad de la política de incentivos, tendía a reducir la vulnerabilidad externa en relación con el comportamiento de los mercados de café y otros productos básicos. En 1980 los bienes de origen manufacturero superaban ya, en conjunto, el 56% de las ventas externas.

En materia de importaciones, por el contrario, se había hecho muy acentuada la dependencia de insumos energéticos, en particular petróleo y derivados. Esta característica expondría a la economía brasileña a severas consecuencias derivadas del segundo shock de los precios del petróleo, en 1979. Las importaciones de combustibles y lubricantes pasaron de casi 38% a más de 50% del valor de las compras externas entre 1979 y 1981. Este impacto dio lugar, como respuesta, a una intensificación notable del esfuerzo de sustitución de importaciones, en especial de combustibles.

Las cifras del balance de comercio muestran que la economía brasileña absorbía anualmente, en la segunda mitad de los 70, transferencias reales del resto del mundo próximas a los dos puntos del PBI en promedio. El déficit comercial habría de ubicarse por encima de ese porcentaje en 1979-80, debido principalmente al fuerte deterioro de los términos del intercambio asociado al shock petrolero (cuadros 2 y 15). Como los ingresos netos por pagos de factores eran negativos<sup>2</sup> y de magnitud semejante al déficit del comercio, el ahorro externo requerido era en aquellos años del orden de 5 puntos del PBI al año.

El déficit crónico de la cuenta corriente del balance de pagos no había constituido hasta entonces, sin embargo, un obstáculo para el crecimiento, debido a la disponibilidad de financiamiento externo. De tal modo, la estrategia de "crecimiento con deuda" había llevado a un rápido incremento de ésta última. Entre 1973 y 1980 el endeudamiento externo total del Brasil creció, medido en dólares corrientes, a una tasa media de 23% anual, pese a lo cual su nivel en relación con el PBI no era de los más elevados de la región latinoamericana. Hacia 1980 la deuda externa registrada alcanzaba una magnitud de aproximadamente 23 puntos del producto mientras la deuda total se acercaba al 28%, y la razón entre el flujo de intereses netos y las exportaciones no superaba el 30%<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Pese a esa desaceleración, el Brasil se mantuvo entre las economías de mayor dinamismo en el área latinoamericana. Entre 1974 y 1980 el producto aumentó a un ritmo de 6 a 7% anual, semejante al de México y algo superior al de Colombia, por ejemplo (véase el cuadro 1). Para el análisis de la etapa de "crecimiento con deuda" véanse Bacha y Malán (1989) y Bacha (1986).

<sup>2</sup> Egresos de los cuales alrededor de 90 por ciento correspondían a intereses netos.

<sup>3</sup> A este peso relativamente menor de la deuda externa contribuyó el hecho de que la misma no financió sino marginalmente los cambios en la composición de los portafolios financieros de los agentes privados a favor de los activos externos. En efecto, los movimientos de capitales estaban sujetos a diversas limitaciones y controles a través de los cuales

Ya en ese año, como consecuencia de las subas de las tasas de interés internacionales, los pagos a factores del exterior superaban los tres puntos del PBI y el desequilibrio de cuenta corriente se aproximaba a 5.5 del producto<sup>4</sup>.

## 2. Las condiciones fiscales iniciales

Otro aspecto importante del proceso de acumulación de los años 60 y 70 se refiere al rol central que asumiera el Estado, no sólo mediante elevadas tasas de inversión en el sector productivo estatal sino también a través del apoyo por diversos mecanismos a la inversión privada, a las exportaciones y a distintas actividades promovidas. A comienzos de los 80 -en parte como consecuencia de ese papel en el financiamiento de la expansión- el sector público enfrentaba elevadas necesidades de financiamiento<sup>5</sup>.

De acuerdo con las estimaciones del Banco Central, el déficit operativo del sector público consolidado rondaba por entonces los siete puntos del producto, con pesos semejantes del déficit primario y de los flujos de intereses sobre la deuda pública, ambas magnitudes superiores a 3 %

---

se procuraba dirigir el financiamiento externo a la acumulación productiva. La subordinación de las políticas cambiaria y financiera a las exigencias del proceso de industrialización sustitutiva constituye un aspecto central de la estrategia que ha sido designada de "complementación" financiera (véase Bacha, 1986), por oposición a la estrategia de "integración" a los circuitos financieros internacionales, ejemplificada por las experiencias de los países del Cono Sur de América Latina en los últimos '70. Es importante señalar, además, que el manejo del tipo de cambio revela otro aspecto de la estrategia de complementación. En efecto, a diferencia de Argentina, Chile y Uruguay, el tipo de cambio real medio de 1979-80 en el Brasil resultó relativamente alto en comparación con los años previos (cuadro 13). Sólo en un breve lapso, a comienzos de 1980, fue adoptada una política de prefijación de la tasa de devaluación, dando transitoriamente prioridad al objetivo antiinflacionario por sobre el de tipo de cambio real.

<sup>4</sup> El incremento de las exportaciones en 1980 impidió, por otra parte, que el desequilibrio comercial fuera aún mayor, compensando en parte el muy fuerte aumento del valor de las importaciones. La expansión de las exportaciones fue sobre todo en **volumen**. Este creció, en 1979-81, a una tasa anual media de casi 18%. En ese mismo lapso el precio promedio de las importaciones acumulaba un incremento de más de 80% en dólares corrientes. La caída de los términos del intercambio fue superior a 30% en el trienio.

<sup>5</sup> Pese a que esa caracterización estilizada es generalmente aceptada, su cuantificación enfrenta inconvenientes importantes, en razón del carácter fragmentario de la información disponible y de las diferencias de metodología de cómputo que presentan las diversas fuentes de datos. Este panorama resulta en parte de la multiplicidad de presupuestos (correspondientes a distintas esferas del sector público) que se observaba al comienzo de la década, y en parte de la simple carencia de información. Datos relativamente detallados y regulares del sector de empresas públicas, por ejemplo, sólo comenzaron a generarse a partir de la creación de la Secretaría de Control de las Empresas Estatales (SEST), en 1979, lo que dificulta las comparaciones con la década de los '70. Son también de difícil estimación las necesidades de financiamiento originadas en las instituciones monetarias (Banco Central y Banco do Brasil), las que no se incluyen en los cuadros presentados en este trabajo. Las series de déficit operativo de los cuadros 9 y 10 se remontan sólo hasta 1980.

A lo largo de los años ochenta se avanzó progresivamente hacia la unidad presupuestaria. Así, por ejemplo, en 1986 desapareció el llamado "presupuesto monetario", pero sólo en 1989 se logró consolidar en un único presupuesto fiscal al conjunto de los ingresos y gastos de la administración pública. La "atomización" del proceso presupuestario y de generación de información relativa a las cuentas públicas, su progresiva consolidación, y diversos aspectos de las distintas metodologías de cómputo se describen en CEPAL (1989). La evolución de las cuentas públicas a lo largo de la década pasada puede seguirse por ejemplo en Giambiagi (1989), Giambiagi y Gómez Soarez (1991), Rezende (1989 y 1990), Carneiro y Werneck (1991) y en el texto de CEPAL arriba indicado.

del PBI (cuadro 9). Debe destacarse el hecho de que el peso de los intereses sobre la deuda pública interna era superior (habría de serlo a lo largo de prácticamente toda la década) al de los intereses externos (2,1% y 1,5% del PBI en 1980, respectivamente).

Si bien no contamos con datos completos relativos a las empresas estatales para 1980, las cifras correspondientes a 1981 y 1982 revelan el importante peso de las mismas en las necesidades de financiamiento del sector público y en los pagos de intereses (véanse los cuadros 7 y 9). Esta situación se originaba en el intenso programa de inversiones en actividades sustitutivas de importaciones que venía desarrollándose. El endeudamiento externo de las estatales reflejaba también, sin embargo, uno de los aspectos del esfuerzo orientado a generar financiamiento para el desequilibrio externo en expansión.

En lo que se refiere a las Administraciones Públicas, de acuerdo con la información de cuentas nacionales, en el año 1980 la carga tributaria bruta se aproximaba a los 25 puntos del PBI, y el gasto corriente (sin intereses) era del orden de 21 puntos del producto. La inversión de las Administraciones alcanzaba a 2.4% del PBI, de modo que en ese nivel jurisdiccional se generaba un leve superávit primario, inferior a un punto del producto (cuadro 5).

Si bien suele destacarse la gravitación que tuvo el aumento de la carga de intereses de la deuda pública sobre la capacidad de ahorro estatal, al menos dos aspectos adicionales merecen ser señalados. En primer lugar, el deterioro de la carga tributaria, que de un promedio de 26.4% del PBI en el segundo quinquenio de los 70 bajó a 24.7% en 1980 (y bajaría a 23.7% en el promedio de los 80)<sup>6</sup>. En segundo lugar, el considerable aumento de los subsidios al sector privado, que fueron de casi 4 puntos del PBI en 1980 (cuadro 5), luego de haber promediado 1.5% a lo largo de los 70 (véase Bodin de Moraes, 1990). Ambos factores contribuyeron también de manera significativa, sin dudas, a debilitar la capacidad de ahorro del sector público.

Finalmente, señalemos que la inversión estatal se aproximaba en 1980 a 7% del PBI, constituyendo alrededor de 30% de la inversión total. La realizada por las empresas públicas era de casi 5% del producto.

El desequilibrio fiscal se financiaba en una elevada proporción mediante el recurso a fuentes externas. Así, en 1980 el 70% de la deuda externa bruta del Brasil había sido acumulado por el sector público. La deuda pública interna era de magnitud comparativamente reducida (alrededor de 4% del producto, considerando únicamente la instrumentada en títulos-valores<sup>7</sup>) pero tendía a crecer rápidamente.

---

<sup>6</sup> Cabe mencionar además la evolución de la estructura tributaria hacia una mayor participación de los impuestos directos, que pasaron de 40% de los ingresos tributarios totales en la primera mitad de los '70 a alrededor de 50% en la segunda mitad de esa década.

<sup>7</sup> Es decir, sin considerar, en particular, la deuda bancaria doméstica de las empresas estatales, de mayor significación que la constituida por títulos.

### 3. El período de ajuste: 1981-84

En los primeros años ochenta el Brasil logró un notable y rápido ajuste del desequilibrio de su sector externo y -si bien con menos éxito- produjo también una mejora de sus cuentas fiscales. Sin embargo, hay dos fases marcadamente distintas dentro de este período. En la primera, extendida entre 1980 y 1982, la política **comercial** (controles, licencias de importación, combinados con tributos sobre las compras externas, incentivos fiscales y crediticios a la exportación) y de inversiones orientadas a la sustitución de importaciones, por un lado, y la política **monetaria**, por otro, fueron los instrumentos privilegiados. El éxito de las políticas comercial y sustitutiva (particularmente por la fuerte caída de importaciones) apenas permitió compensar el mayor flujo de pagos de servicios al exterior, por lo que el desequilibrio externo persistió. La política monetaria restrictiva y la liberación de las tasas de interés fueron entonces utilizadas para inducir a las empresas a financiarse en el exterior y cubrir, de este modo, a través del ingreso de recursos por la cuenta de capitales, el desequilibrio en cuenta corriente del balance de pagos. La contracción monetaria tuvo efectos fiscales negativos, debido a su fuerte impacto recesivo<sup>8</sup> y a la mayor carga de intereses sobre la deuda pública interna, que contrabalanceó los moderados avances que se iban logrando en materia de reducción del déficit primario. Así, en esta etapa -hasta 1982- los desequilibrios básicos fueron **financiados**, antes que reducidos, lo que guarda cierta congruencia con la expectativa de que el giro desfavorable de la situación financiera internacional habría de revertirse o atenuarse.

Luego de la crisis de pagos de México, en 1982, la posibilidad de continuar financiando el desequilibrio externo desapareció, como también la de financiar mediante crédito internacional el desbalance fiscal. Se produjo entonces un cambio dentro del período de ajuste: entre 1983 y 1984, bajo el "monitoreo" del FMI<sup>9</sup> (con el que el Brasil suscribió una Carta de Intención a comienzos de 1983), se profundiza el ajuste externo y se avanza visiblemente hacia una situación más equilibrada de las cuentas públicas. Esto último se logra, sin embargo, mediante una acentuada contracción de los gastos, tanto corrientes cuanto de capital, al tiempo que también tiende a reducirse, en menor proporción, la carga tributaria. En esta fase son las políticas **cambiaria** y **fiscal** las que pasan a jugar un rol central, como suele ser habitual en los planes de ajuste que se corresponden con las orientaciones del FMI. El avance hacia una situación externa -y fiscal- más equilibrada se produce, sin embargo, al costo de una importante aceleración inflacionaria, alimentada por la devaluación y los ajustes de precios públicos.

### 4. La tendencia a la reapertura de la brecha fiscal: 1985-89

En 1985 la administración militar cedió paso a un gobierno democrático. En la fase que entonces se inicia se observa una tendencia de la brecha fiscal a abrirse, aunque con oscilaciones que se asociaban a distintos intentos de ajuste y estabilización. El signo y la razón más claros de esta

---

<sup>8</sup> En 1981 se registró la primera caída del producto en la posguerra.

<sup>9</sup> Que fue intermitente, debido a los sucesivos incumplimientos de metas comprometidas por el Brasil, seguidos por las correspondientes renegociaciones.

tendencia se revelan en el aumento sistemático del consumo final del sector público (cuadro 5), que absorbe una fracción creciente de los ingresos tributarios. El gasto de consumo de las Administraciones Públicas crece muy rápidamente y sin pausa, en efecto, desde un nivel de 8.3% del PBI en 1984, hasta 14.3% en 1989, y se ubica aún por encima de ese nivel en 1990 (cuadro 5, columna 1).

En esta fase se distinguen también, por otra parte, dos subperíodos con características diferentes en materia de desempeño macroeconómico. Una etapa inicial que puede catalogarse como "optimista", extendida a lo largo de 1985-86, en la que tenía fuerza la creencia en que la democracia recuperada haría posible alcanzar con relativa rapidez y en forma simultánea múltiples objetivos económicos, en particular en materia antiinflacionaria, redistributiva y de recuperación del crecimiento. El Plan Cruzado, instrumentado en 1986, se enmarca en esa perspectiva<sup>10</sup>. En este lapso la economía se expande con rapidez, se logra bajar abruptamente el ritmo inflacionario y, luego de un deterioro inicial, la situación fiscal mejora (a pesar de la expansión del gasto corriente y de capital), principalmente debido al aumento de la carga tributaria.

Pero luego de la **debacle** del Cruzado, desde fines de 1986, se pierden los logros antiinflacionarios y el desequilibrio fiscal vuelve a ubicarse en torno de los 6 puntos del PBI (promedio 1987-89). En el contexto de aceleración inflacionaria, ausencia de financiamiento externo voluntario y caída de la demanda de activos monetarios domésticos, las dificultades para financiar el desequilibrio fiscal fueron pronunciadas. Así, los años que siguieron al Plan Cruzado, hasta el final de la década, estuvieron signados por la inestabilidad económica y el fracaso de sucesivos intentos de estabilización. El corto plazo de la deuda doméstica, su elevada liquidez y la volatilidad de las tasas de interés amenazaron constantemente con alimentar una tendencia explosiva, tal como la que finalmente se observaría en los últimos meses de 1989, hacia el fin del gobierno de José Sarney.

---

<sup>10</sup> En aquel momento ganaban peso en los debates relativos a la situación macroeconómica del Brasil tres influyentes "tesis-diagnóstico". La primera de ellas, la tesis del "superávit estructural", sostenía que el ajuste externo se había completado como consecuencia de la maduración de los proyectos de inversión (particularmente la inversión sustitutiva de importaciones) encarada desde fines de los setenta (Véase Castro y Souza, 1988). En consecuencia, la política de "financiar el desequilibrio" en los años precedentes había resultado adecuada. Dos años sucesivos de fuerte expansión de los niveles de actividad (1984-85) sin problemas en el frente externo parecían avalar esta visión.

La segunda tesis partía también de la constatación del logro del equilibrio externo. Se interpretaba que en una economía con mecanismos generalizados de indexación, luego de completado el cambio de precios relativos necesario para el ajuste del balance de pagos, la inflación tenía carácter esencialmente inercial y resultaba neutral en el plano distributivo. Por este camino habrían de fundamentarse las propuestas de reforma monetaria basada en la introducción de una moneda indexada y, alternativamente, del shock antiinflacionario con eje en el congelamiento de precios (véanse por ejemplo Arida y Lara Resende, 1985, y Lopes, F. 1986). Ambas prescripciones sugerían la posibilidad de una baja de las tasas inflacionarias rápida y sin costos.

Una tercera tesis se refería al déficit fiscal: se afirmaba que el mismo tenía carácter fundamentalmente financiero. La deuda pública generaba el déficit y no a la inversa. En consecuencia, no se juzgaba necesario un **ajuste real** importante del sector público, sino una mejor negociación de la deuda externa y una acción antiinflacionaria más eficaz. Esta última, al reducir las tasas de interés nominales -y probablemente también las reales- domésticas debía producir una sustancial contracción del **déficit nominal** en relación con el PBI (véase al respecto, por ejemplo, Giambiagi, 1989, donde se aborda esta tesis desde una perspectiva crítica).

## C. LA BRECHA EXTERNA

### 1. El período 1981-84

Como resultado del deterioro de los términos del intercambio, acentuado por el shock petrolero de 1979 -que gravitó fuertemente sobre el valor unitario de las importaciones-, el déficit comercial creció marcadamente en los últimos años setenta.

Pese a ello, luego de la maxidevaluación ejecutada a fines de 1979, no habría grandes ajustes cambiarios hasta comienzos del año 1983. En 1980, tras el abandono de una política de prefijación de la tasa de cambio que estuviera vigente por pocos meses, se retornó a un **crawling-peg** pasivo. Este permitió mantener el tipo de cambio real de exportación, a lo largo de 1981-82, en un nivel próximo al promedio de 1976-78, aunque casi 20% inferior al "pico" de 1980 (que resultó de la maxidevaluación arriba referida). Ese nivel máximo no se alcanzaría nuevamente en los 80, ni aún después del fuerte ajuste cambiario de 1983, si se consideran los tipos ajustados por variación de precios internacionales y estructura del comercio (véase el cuadro 13).

Aún antes de la corrección cambiaria de 1983 el Brasil había logrado ya una importante reducción del desequilibrio comercial, merced a la intensificación de la política de sustitución de importaciones y a las restricciones de política comercial, por un lado, y al aumento del volumen exportado -alentado por la intensa política de promoción basada en crédito subsidiado y en exenciones tributarias-, por otro.

Entre 1980 y 1984 las exportaciones crecieron más de 90% en volumen y casi 80% en valor, mientras que el **quantum** de importaciones se contraía en aproximadamente 40%, lo que significó una merma de más de 20% en su valor en dólares corrientes. Este logro se debió en gran medida a la contracción de las adquisiciones de insumos intermedios, particularmente de "otros insumos" (cuadro 16), los que redujeron su participación en las importaciones totales de 33% a menos de 23% entre 1979 y 1983. Esto fue fundamentalmente el resultado de la maduración de proyectos sustitutivos en áreas como las de papel, celulosa, fertilizantes, metales no ferrosos y siderurgia (véase por ejemplo IPEA/INPES, 1989, cap. 1), en muchos de los cuales la inversión pública había tenido un rol central.

El deterioro de los términos del intercambio acumulado entre 1980 y 1984 fue muy significativo: alcanzó a 30% (cuadro 15). Debido a esto, y a pesar del señalado dinamismo de las exportaciones y a la caída del volumen de las compras externas, el signo del balance comercial no se revertiría sino en 1983.

El déficit comercial, combinado con el marcado aumento de los servicios financieros, produjo un saldo negativo récord en la cuenta corriente en 1982. El mismo superó los 16 mil millones de dólares. En ese año, el flujo de devengamientos de intereses sobre la deuda externa se ubicó por sobre los 12.500 millones de dólares, cifra que resultaba superior en más de U\$S 5 mil millones a los intereses devengados en el año 1980.

Hasta 1981 los recursos externos permitieron financiar el desequilibrio en cuenta corriente, aunque se produjo una pérdida importante de reservas en 1980. Las políticas monetaria y crediticia se orientaron a inducir el endeudamiento externo de la banca local y de las firmas productivas. También se establecieron restricciones al endeudamiento interno de las empresas públicas, a fin de forzarlas a obtener recursos financieros en el exterior, con el objeto

de cubrir el desequilibrio del balance de pagos. Así, los ingresos de capitales de largo plazo sumaron, entre 1980 y 1982, casi 27 mil millones de dólares, frente a un flujo de pagos de intereses netos al exterior de magnitud muy similar. Si se consideran también los pagos en concepto de utilidades, sin embargo, las salidas superan a los ingresos de capitales de largo plazo en más de 3 mil millones de dólares en el período mencionado. El desbalance se concentra, entre tanto, en el año 1982, y se debe en medida importante a la abrupta caída de los préstamos recibidos de los bancos comerciales (véase el cuadro 20).

A partir de 1982, las dificultades para continuar financiando el desequilibrio externo a causa de la retracción de la oferta de crédito hicieron inevitable una devaluación. El tipo de cambio nominal fue corregido a fines de ese año y a comienzos del siguiente, de modo que el tipo real promedio en 1983 se ubicó más de 20% por sobre el promedio de 1982<sup>11</sup>. Esa devaluación fue uno de los elementos del paquete negociado con el Fondo Monetario Internacional. Luego de la misma se mantuvo la política de minidevaluaciones periódicas, a fin de preservar la paridad cambiaria real.

Las exportaciones volvieron entonces a mostrar un muy marcado dinamismo. En 1984, además, los términos del intercambio mejoraron por primera vez desde 1978. Esos factores, sumados a la sostenida reducción del volumen de importaciones, dieron lugar a un muy importante superávit comercial, que permitió alcanzar rápidamente un resultado equilibrado de la cuenta corriente del balance de pagos. El "cierre" de la brecha externa se lograba en 1984 con una economía que se recuperaba de la recesión (el producto creció más de 5% en ese año) impulsada por las exportaciones, y con una paridad real de exportación próxima al promedio de 1976-80. La modificación del resultado del comercio había sido de magnitud asombrosa: ese saldo aumentó en casi 8 puntos del PBI a precios corrientes entre 1980 y 1984 (cuadro 2). Alrededor de 6 puntos se habían acumulado en el bienio 1982-84.

## 2. El período 1985-89

La situación equilibrada del sector externo alcanzada por el Brasil hacia 1984 tendió a mantenerse luego de ese año. El dinamismo de las ventas externas, la mayor estabilidad de los términos del intercambio y, luego de 1985, una reducción del flujo de intereses debido a la caída de las tasas internacionales, hicieron posible este resultado sin necesidad de nuevas devaluaciones reales, a pesar de que las importaciones crecieron, en volumen, en la segunda mitad de la década (cuadro 15).

En una única oportunidad, en 1986, se registró un resultado negativo relativamente importante en la cuenta corriente. El déficit de las transacciones corrientes acumulado en el quinquenio 1985-89 fue inferior a los 700 millones de dólares, y el saldo positivo de la cuenta de capital no alcanzó a los U\$S 2.800 millones.

Como se indicó, los flujos de financiamiento cayeron fuertemente a partir de 1982; la cuenta de capitales arrojó incluso un resultado negativo en 1985 (cuadro 14). Al año siguiente, como resultado de la rápida expansión económica generada por el Plan Cruzado, el balance

---

<sup>11</sup> Es el caso del tipo de exportación. Véase el cuadro 13.

comercial se deterioró en forma muy veloz; la brecha externa volvía a abrirse. El desequilibrio en cuenta corriente superó ese año los 5 mil millones de dólares, financiados esencialmente con caída de reservas. Tal resultado se debió tanto a una muy fuerte expansión del volumen de importaciones cuanto a una reducción del volumen exportado que superó el 13%. Los efectos de ese comportamiento fueron atenuados por la evolución favorable de la relación de precios del intercambio, que al subir alrededor de 15% alcanzó el valor máximo de los años 80, si se exceptúa el primer año de la década (cuadro 15).

Con todo, a partir de la crisis que puso fin al Cruzado el saldo del balance comercial volvió a incrementarse con rapidez. Los "megasuperávits" generados a partir de entonces se debieron principalmente a la elevada tasa de expansión de las exportaciones, que en valor crecieron un 53,5% entre 1986 y 1989. Las importaciones, entre tanto, evolucionaron en forma relativamente espasmódica. En 1989 el saldo del comercio se deterioró visiblemente. La fuerte caída del tipo de cambio real gravitó en forma negativa sobre las exportaciones. Estas fueron también afectadas por las expectativas de devaluación que, además, originaron una fuerte expansión de las importaciones<sup>12</sup>. Las compras externas se incrementaron así luego de dos años (1987-88) en los que su volumen había tendido a contraerse.

Observando los extremos de la década, se percibe con claridad la forma en que ajustó el saldo comercial del Brasil a la situación impuesta por la mayor carga de intereses de la deuda y la desaparición del financiamiento externo voluntario (cuadro 15). En primer lugar, es llamativo el comportamiento de las importaciones: hacia 1989 se encontraban, sorprendentemente, en niveles muy próximos a los de 1979 **en valores corrientes**. En términos de porcentajes del PBI habían descendido a aproximadamente la mitad de su nivel de 1980. Esto se logró a pesar del aumento de 30% en el valor unitario de las compras externas, que fue compensado con una caída de casi 22% en el volumen importado, medido a precios de 1980. En segundo lugar, en relación con las ventas de bienes y servicios al exterior, se observa, una importante expansión entre los extremos de la década. Esta supera el 125%, en valor, y es algo mayor en volumen -del orden de 8,5% anual, en promedio-.

En lo que se refiere a la composición de los flujos comerciales, el Brasil muestra cierta continuidad de las tendencias que venían observándose desde la década anterior. En materia de exportaciones, por una parte, sigue cayendo la participación de los productos básicos, con un paralelo aumento de los de origen industrial, como contrapartida. En los últimos años, sin embargo, es destacable el incremento de los semimanufacturados en las ventas totales, en detrimento de la participación tanto de los bienes básicos cuanto de los manufacturados.

En relación con las importaciones, se destaca la caída del peso de los combustibles y lubricantes, luego del fuerte aumento que habían registrado a partir del segundo shock del petróleo. Esto se debió a la continuidad de las políticas de sustitución, pero fue principalmente consecuencia de la reducción del precio internacional del petróleo hacia mediados de la década. Las importaciones de otros bienes intermedios no habían acompañado, en los primeros años

---

<sup>12</sup> El Plan Verano, un programa de estabilización ejecutado a partir de enero de 1989, tuvo como consecuencia un retraso progresivo del tipo de cambio real, tal como se había observado en los intentos antiinflacionarios anteriores, en los que la fijación de la paridad nominal había jugado también un rol importante. Precedieron al "Verano" el Plan Cruzado, iniciado en febrero de 1986, y el Plan Bresser, de mediados de 1987. Sobre las políticas de estabilización desarrolladas en esta fase véase por ejemplo IPEA/INPES (1989) cap. 4.

ochenta, la tendencia ascendente de las adquisiciones de petróleo y derivados. Cuando, luego de 1983, estas últimas disminuyeron, la participación de los intermedios en la pauta de importaciones cayó en forma significativa. Aumentó entonces el porcentaje de las compras externas de bienes de consumo (particularmente en 1986 y nuevamente en los últimos años de la década) y de bienes de capital. La participación de estas últimas en las importaciones totales prácticamente se duplicó entre 1983 y 1990.

En relación con los servicios financieros, se señaló más arriba que el flujo de intereses como porcentaje del producto tendió a caer en esta etapa, a causa de la reducción de las tasas internacionales de interés.

Así, los "megasuperávit" alcanzados por el Brasil en el balance comercial le permitieron obtener una situación de equilibrio relativamente estable del balance de pagos. Sin embargo, el equilibrio de la cuenta corriente no fue suficiente para convertir al sector externo en una fuente menor de problemas para la gestión de la política económica y para el desempeño global de la economía. Dos hechos pueden ilustrar esa afirmación. El primero de ellos es el que revela la crisis de sector externo que puso fin al Plan Cruzado. La expansión económica y el consecuente deterioro del balance de pagos al que la misma condujo generaron una crisis cambiaria, seguida por una importante aceleración inflacionaria. Esta crisis muestra con claridad la estrechez con la que opera la restricción externa en los ochenta. El desequilibrio de cuenta corriente de ese año fue relativamente modesto, si se compara con los observados a lo largo de los setenta. Sin embargo, la ausencia de financiamiento externo voluntario llevó en muy poco tiempo a una situación explosiva, de tal modo que no parece haber habido mayor margen para acciones correctivas, si acaso la conducción de la política económica de entonces hubiese decidido llevarlas a cabo. Esto parece poner en cuestión, por cierto, la tesis del "superávit estructural", antes mencionada.

El otro aspecto que cabe destacar es el siguiente. A pesar de los logros en materia de ajuste del balance de pagos, el Brasil no consiguió normalizar sus relaciones con sus acreedores externos, o establecer un cuadro más o menos estable y previsible en esta materia. Algo similar puede decirse de las relaciones con los organismos financieros multilaterales. Desde 1984, luego de alcanzada una situación equilibrada de la cuenta corriente del balance de pagos, predominó la propensión a "despegar" de la tutela del FMI y tratar directamente con la banca comercial los pagos de intereses y las renegociaciones del principal. Más allá de las buenas razones que puedan haber fundamentado esa actitud, la misma no parece haber dado los frutos esperados<sup>13</sup>.

Así, en 1986 se logró un acuerdo con la banca acreedora en el que "la novedad" fue la ausencia del Fondo. El acuerdo entró en crisis junto con el propio plan de estabilización, que desembocó en una moratoria parcial en 1987, en la que los pagos de intereses a la banca comercial fueron suspendidos. Una situación en cierta forma semejante se produciría en 1989. Dos moratorias en los pagos de intereses a la banca, en 1987 y 1989, constituyen momentos particularmente críticos en lo que respecta a las relaciones financieras externas del Brasil, que contrastan con el aparente equilibrio de largo plazo del balance de pagos. La situación inestable de las relaciones financieras con los acreedores externos se convirtió en una fuente casi

---

<sup>13</sup> Véase por ejemplo IPEA/INPES (1989) cap. 3.

permanente de incertidumbre, que gravitó negativamente sobre el desempeño macroeconómico y particularmente sobre la recuperación de las tasas de inversión.

Finalmente, cabe mencionar que a comienzos de la gestión del presidente Collor de Mello, en 1990, como parte de las medidas de reforma estructural que se intentó lanzar con el llamado Plan Collor I (a partir de marzo de ese año), se fijó un cronograma de reducción de aranceles de importación, que debería llevarlos a un promedio de 14% hacia 1994 (cuadro 17). Además de las razones microeconómicas que fundamentan las medidas de ese tipo, se pretende, mediante un movimiento aperturista de la economía, reducir la magnitud de los superávits comerciales que, como se señala más adelante, tienen importantes efectos desestabilizadores internos.

## **D. LA BRECHA FISCAL**

### **1. El período de ajuste 1981-84**

De acuerdo con las estimaciones del Banco Central (véanse los cuadros 9 y 10), el desequilibrio financiero fiscal a comienzos de los ochenta era del orden de 7 puntos del producto. Luego de una reducción en los años centrales de la década, retornaría en 1989 a niveles similares, aunque con un peso mucho mayor de los intereses de la deuda y un mejor resultado primario.

Durante la fase de relativa pasividad fiscal y activismo monetario de 1980-82, el resultado agregado de las cuentas públicas no presentó cambios de gran significación. El déficit operativo del sector público consolidado se mantuvo en un nivel elevado, del orden de 7 puntos del producto, aumentando en 1982 a 7,3%. Las estimaciones muestran, sin embargo, una tendencia a la reducción del déficit primario, que se acentuará en la fase subsiguiente. Esa reducción fue, entre tanto, más que compensada por la suba de la carga de intereses sobre la deuda pública, tanto externos cuanto internos. El flujo de intereses se incrementó en alrededor de 2 puntos del PBI entre 1980 y 1982. Las medidas de restricción monetaria aplicadas desde 1980, particularmente mediante fuertes colocaciones de títulos públicos, presionaron sobre las tasas de interés domésticas, contribuyendo a ese resultado. Las subas de las tasas internacionales y el crecimiento de la deuda externa actuaron en el mismo sentido.

En las partidas de gasto corriente de la Administración se destaca el referido aumento en el flujo de intereses. Se registra también una reducción de los subsidios al sector privado, paralela a un incremento de las transferencias de la seguridad social. La masa de salarios aumenta como consecuencia del crecimiento del empleo público (en vistas de las elecciones de gobernadores y autoridades municipales que habría de realizarse a fines de 1982).

En materia de ingresos corrientes, se observa un cambio en la composición de la carga tributaria. La recesión y la aceleración inflacionaria producen una tendencia a la baja de la participación de los impuestos indirectos, pero la misma resulta más que compensada, particularmente en 1982, por la recaudación de tributos directos. Esto financia el aumento del gasto corriente neto de intereses, de manera que el "ahorro corriente primario" de las Administraciones Públicas no muestra cambios importantes en esos años.

Posteriormente, a partir de 1983, el paquete ortodoxo asociado al acuerdo *stand by* negociado con el FMI condujo a una importante mejora de los resultados fiscales agregados. El déficit operativo fue inferior a 3 puntos del producto en 1984. Ese es el más bajo de la década, pese a que el flujo de intereses de la deuda externa e interna en ese año resultó, como porcentaje del producto, uno de los más elevados de todo el período (casi 7% del PBI). Esto fue posible merced a un elevado superávit primario, mayor a los 4 puntos del producto, siempre de acuerdo con las estimaciones del Banco Central. El ajuste que revela el resultado primario fue realmente notable. Entre 1980 y 1984 el mismo aumentó en una magnitud equivalente a 7.3 puntos del PBI.

Es llamativo -y constituye un claro indicador de la fragilidad del ajuste fiscal por entonces alcanzado- el hecho de que es también 1984 el año en que las cuentas nacionales muestran el nivel más bajo de la carga tributaria bruta en todo el período aquí considerado. En efecto, mientras que entre 1980 y 1983 la recaudación osciló en torno de 25 puntos del PBI, en 1984 resultó levemente inferior a 22%. La caída alcanzó tanto a los tributos directos cuanto a los indirectos, pero principalmente a éstos últimos, cuya recaudación se redujo en más de 2 puntos del producto comparada con la obtenida en el año precedente, y en más de tres puntos en relación con 1980 (cuadro 5).

Varios factores contribuyen a explicar la caída de la carga tributaria<sup>14</sup>. Por una parte, cabe considerar el efecto Olivera-Tanzi. La inflación se aceleró notablemente como resultado de la devaluación de 1983, y la imperfecta indexación de los tributos generó pérdidas fiscales. Un segundo factor se deriva de las políticas de cambio en la composición del gasto ("expenditure-switching"), orientadas a mejorar el resultado del balance de pagos. Las mismas tuvieron efectos fiscales negativos, no sólo por el impacto de la devaluación sobre el valor real del flujo de intereses y de las adquisiciones de insumos externos del sector productivo estatal. Estas políticas afectan también a la base tributaria, puesto que las actividades de exportación contribuyen a la recaudación en mucho menor medida que las de producción de bienes no comercializables, debido a los diversos sistemas de incentivos instrumentados, en especial aquellos que tienen el carácter de exenciones tributarias. En tal sentido, el efecto ingreso favorable de la expansión del nivel de actividad iniciada en 1984 sobre la recaudación resultó amortiguado por el hecho de que el componente dinámico de la demanda agregada fue, principalmente, la exportación. Adicionalmente, operan de manera desfavorable sobre la recaudación -siguiendo a Rezende- los diversos privilegios en materia de impuestos a la renta y al capital, un "caótico sistema de incentivos", y la ineficiencia de la administración tributaria, que se refleja por ejemplo en un grado en apariencia muy elevado de evasión impositiva.

De manera que, con los ingresos fiscales en declinación debido a los factores mencionados, el ajuste de 1983-84 se obtuvo esencialmente mediante una contracción aún mayor del gasto público. El gasto corriente de las Administraciones Públicas, sin considerar los intereses de la deuda interna, cayó en 3.5% del PBI entre 1982 y 1984, ubicándose también en el nivel más bajo de la década. Así, pese a la reducción de los ingresos, el ahorro corriente primario se incrementó, aproximándose a 5% del PBI (cuadro 5). La caída del gasto corriente se observa tanto en los salarios cuanto en las compras de bienes y servicios, en los subsidios al

---

<sup>14</sup> Véase al respecto Rezende (1990).

sector privado y en las transferencias de la seguridad social. También se constata una reducción importante de la inversión de las Administraciones Públicas y de las empresas estatales, y particularmente de estas últimas, cuyo gasto de capital cayó en 1.5% del PBI entre 1982 y 1984, de acuerdo con las estimaciones de la SEST.

La fuerte contracción de los salarios públicos y de las tasas de inversión, como también el deterioro de la recaudación fiscal configuraban un cuadro de ajuste fiscal frágil, de "tensión fiscal" o "represión del gasto". La precariedad de esa situación se tornaba más notoria frente al cambio de gobierno que se produciría en 1985. La nueva administración debería hacer frente a un cúmulo de expectativas y demandas que someterían a fuerte presión esa situación fiscal poco consolidada. Por lo demás, esto habría de suceder en un momento en que tendían a primar las "tesis optimistas" mencionadas más arriba, según una de las cuales el problema fiscal era básicamente financiero. Un ajuste real no parecía, desde tal perspectiva, prioritario. Este diagnóstico no predisponía a las nuevas autoridades, ciertamente, a caminar en la dirección de dar mayor solidez al ajuste real alcanzado procurando simultáneamente corregir las distorsiones distributivas y los aspectos de ineficiencia que se observaban en la fase inmediatamente precedente.

## 2. La reapertura de la brecha fiscal: 1985-89

A partir de ese momento, luego del cambio de gobierno en 1985, el comportamiento de las cuentas públicas presentará efectivamente una modificación importante de tendencia. Es particularmente destacable la evolución del consumo público, que desde el nivel mínimo alcanzado en 1984 habrá de crecer en forma sostenida hasta el final de la década. Los salarios públicos y el gasto corriente de las Administraciones en bienes y servicios muestran trayectorias ascendentes similares, siendo aún más intensa en este último caso. Las restantes partidas del gasto corriente, si se excluyen los intereses de la deuda, presentan una mayor estabilidad en sus participaciones en el producto (cuadro 5). En 1986 es importante la recuperación de la carga tributaria, asociada principalmente a la caída del ritmo inflacionario posibilitada por el Plan Cruzado -con la consecuente reducción de las pérdidas de recaudación debidas al efecto rezago fiscal- y al aumento del nivel de actividad económica. La relación entre la recaudación bruta y el PBI en ese año es superior a 25 puntos del producto, la mayor del período considerado si se exceptúa la registrada en 1990. Ese es también el mejor año en lo que respecta a la relación entre el consumo público y la carga tributaria bruta: sólo en esa oportunidad el consumo resultó inferior a 80% de la recaudación. Esta situación permitió mantener el desequilibrio operativo del sector público consolidado por debajo de los cuatro puntos del producto, a pesar del aumento del gasto. En 1985-86 se observa también un repunte de la inversión pública<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Otra de las razones del incremento del gasto corriente es el movimiento hacia una mayor **descentralización**, en el intento de revertir los rasgos de acentuado centralismo que caracterizaran a la administración militar. Esta era una de las banderas de la primera fila de la apertura democrática. La tendencia a la descentralización, en el plano fiscal, habría de ser reforzada luego por disposiciones establecidas en la nueva Constitución, aprobada en 1988. La pérdida de recaudación por parte de la Administración Central originada en las disposiciones constitucionales se estima en el orden de 16% de los ingresos tributarios totales, en favor de administraciones de estados y municipios. Dado que no se dispuso

En la etapa siguiente, entre 1987 y 1989, luego de la pérdida de los logros antiinflacionarios del Cruzado, y a pesar de los sucesivos intentos de estabilización llevados adelante, la situación fiscal tendió a deteriorarse. La carga tributaria bajó en 1988-89 a un nivel comparable, en términos de porcentaje del PBI, al mínimo de 1984. El comportamiento muy favorable de "otros ingresos netos" de las Administraciones Públicas (cuadro 5) parece amortiguar, sin embargo, el efecto de ese deterioro -paralelo al fuerte aumento del gasto corriente- sobre las cifras del ahorro corriente primario de la Administración y sobre el del déficit del sector público consolidado<sup>16</sup>. En el mismo sentido operó la caída de la inversión de las empresas estatales, aunque la inversión de la Administración se mantuvo por sobre los niveles mínimos del período de ajuste ortodoxo de finales de la administración militar.

Dos elementos significativos contribuyeron a evitar que el desequilibrio de las cuentas públicas en esta etapa presentara un desborde aún más acentuado. Uno de ellos fue la caída del peso de los intereses de la deuda, tanto externa cuanto interna<sup>17</sup>. Esto fue perceptible en especial hasta 1987. Posteriormente, a lo largo de 1988-89 la situación cambia por el comportamiento alcista de las tasas de interés domésticas (véase el cuadro 12). El segundo elemento estuvo constituido, también con excepción de 1989, por la mejora en el resultado de las empresas estatales, asociado a las menores tasas de inversión de las mismas, por un lado, y a una política de recomposición del cuadro tarifario a partir de 1987.

En 1990, luego del proceso hiperinflacionario que siguió a la **debacle** del plan Verano (ver sección siguiente), el gobierno entrante, encabezado por Collor de Mello, realizó un nuevo intento comprensivo de ajuste fiscal y estabilización. Además de los componentes de política de ingresos, semejantes a los de los planes heterodoxos que le precedieran, el plan incluyó una reforma monetaria, que inmovilizó una elevada proporción de los activos monetarios y financieros de particulares, y diversas medidas de carácter fiscal que produjeron una sustancial mejora en la recaudación y en el resultado del sector público consolidado. Así, se revirtió el signo del desequilibrio fiscal, alcanzándose un superávit primario de casi cinco puntos del

---

una descentralización semejante de partidas de gasto, es de suponer que puede tornarse más dificultoso el control de las cuentas fiscales en el futuro. Véase al respecto Rezende (1990).

<sup>16</sup> Sin embargo, este resultado debe ser tomado con precaución. Aparentemente, el mismo es, al menos en parte, consecuencia de un cambio en las prácticas contables. En efecto, a partir de 1988 se computa como ingreso del Tesoro el resultado del Banco Central, lo que no se hacía con anterioridad (los intereses sobre la deuda pública en cartera en el Banco Central sí se computan como gasto corriente de la Administración, en todos los años, pero obviamente no se incluyen en el cálculo del superávit primario -columna 15 del cuadro 5-). Por lo señalado, las series de Ingresos Corrientes de 1980-87 y 1988-90 (columnas 13 y 13a del cuadro 5) no son estrictamente comparables. En consecuencia, el superávit primario que muestran las Administraciones Públicas a lo largo de toda la década, se convertiría probablemente en déficit a partir de 1987. Este resultado es más consistente, por otro lado, con lo que se deduce de la coincidencia de una fuerte tendencia ascendente del gasto con la simultánea contracción de la carga tributaria como porcentaje del PBI a precios corrientes.

<sup>17</sup> Así, si bien los factores financieros tuvieron relevancia en la generación del déficit fiscal hasta mediados de los ochenta, posteriormente, hasta 1989, este factor actúa en sentido contrario, mientras que aumentan considerablemente otros componentes del gasto corriente, particularmente el consumo público. Este cambio en la naturaleza del déficit es enfatizado por Giambiagi y Gomez Soarez, quienes cuestionan la vigencia de la tesis relativa al carácter "financiero" del déficit fiscal, en el segundo quinquenio de los ochenta.

producto, el que, combinado con la caída del flujo de intereses, permitió obtener un superávit operativo equivalente a algo más de un punto del PBI. Sin embargo, varias de las medidas impositivas del Plan Collor tenían un carácter transitorio o "por única vez", y la mejora de la situación tendió a desvanecerse, al menos parcialmente, ya a fines del año 1990, juntamente con una nueva aceleración inflacionaria.

### 3. Inflación, deuda interna e hiperinflación

La marcada adaptación de la economía brasileña -de los agentes económicos y de las instituciones- a la elevada inflación, es uno de los elementos que explican la magnitud de los efectos desequilibradores internos de los shocks externos negativos de los últimos 70 y de las políticas de ajuste aplicadas con posterioridad. En varios sentidos, el año 1979 es el hito entre la fase de sostenido "crecimiento con deuda" y las turbulencias y el estancamiento de la década siguiente. Ya se hizo referencia al impacto del segundo shock petrolero y a la escalada que inician por entonces las tasas internacionales de interés. Por otro lado, la maxidevaluación de 30% decidida por el gobierno a fines de aquel año puso fin a un muy largo período de minidevaluaciones periódicas. Casi simultáneamente, una nueva ley laboral acortaba la extensión del período de reajuste de los salarios. Este, que hasta entonces era anual, se convierte en semestral. Estos hechos determinan un cambio en el régimen de alta inflación que caracterizaba a la economía brasileña. Combinados con el impacto de la suba del precio de los combustibles, estos factores causaron una importante aceleración inflacionaria. Al año siguiente el índice de precios al consumidor se ubicó por primera vez por sobre el 100% anual.

Posteriormente, las devaluaciones de 1982-83, en una economía fuertemente indexada, dieron origen a una nueva aceleración de la inflación, llevando las variaciones de los índices de precios a un "escalón" más elevado. En 1984-85 la inflación mensual media se situó en torno de 10%.

En 1986 el Plan Cruzado, basado en la tesis inercialista de la inflación, lograría reducir sensiblemente las tasas de variación de precios, aunque en forma transitoria. Sin embargo, ciertas medidas asociadas a ese plan favorecerían el curso explosivo seguido posteriormente por algunas variables económicas, particularmente por la inflación. Merece especial mención la "cláusula-gatillo" de reajuste salarial. Se estableció, en sustitución de la indexación salarial automática -semestral- vigente hasta el lanzamiento del plan, una cláusula según la cual los salarios nominales serían reajustados luego de acumulada una variación de 20% en los precios al consumidor. Esta cláusula podría contribuir al éxito del programa en tanto la inflación se mantuviera en niveles muy bajos. Sin embargo, la crisis cambiaria que siguió al Cruzado detonó una fuerte aceleración inflacionaria, impulsada por el tipo de cambio (aunque la rápida respuesta de los precios domésticos impidió una devaluación real significativa). En el nuevo contexto, el gatillo salarial fue la vía por la que, en forma "automática", la indexación pasó a convertirse, de hecho, en mensual. Se acentuó así la volatilidad de la inflación, como lo revelarían las fuertes aceleraciones que siguieron a los breves lapsos de inflación baja que produjeron sucesivos intentos posteriores de estabilización basados centralmente en políticas de ingresos.

Las aceleraciones de la inflación tuvieron consecuencias fiscales negativas, principalmente por el efecto rezago fiscal, según se comentara en la sección anterior.

La aceleración inflacionaria tendió también a generar una progresiva desmonetización de la economía, dificultando el financiamiento monetario del déficit público. El agregado M1, por ejemplo, cayó año a año entre 1980 y 1985, desde 9.3% a 3.5% del PBI (cuadro 11). Cabe notar que el proceso de desmonetización continuó, en virtud de la aceleración inflacionaria, a pesar de la mejora de los resultados fiscales de 1983-84. Luego de la transitoria recuperación de la demanda de dinero no remunerado bajo el Cruzado, la caída de la liquidez real se hizo más abrupta. M1 descendió a 2 puntos del PBI en el promedio de 1989.

Ahora bien, el bajo grado de apertura financiera de la economía brasileña contribuyó a que el proceso de desmonetización fuese acompañado en un grado también bajo por la dolarización de los portafolios privados y de las transacciones en los mercados de activos. En cambio, tendió a adquirir un peso creciente en el total de los recursos monetarios privados la deuda pública interna instrumentada en títulos-valores con corrección por inflación, la que se convirtió de hecho en "dinero indexado" (aunque imperfectamente indexado) debido a la liquidez que daba a los títulos el mercado de **overnight**, en el que eran renegociados diariamente.

La deuda pública interna crecía aceleradamente ya desde comienzos de los ochenta, desde la fase de "financiamiento de los desequilibrios" de 1980-82, que se analizara más arriba. Posteriormente, luego del lapso de ajuste 1983-84, su trayectoria ascendente se hace más acentuada, y su peso en el total de los activos financieros domésticos de particulares crece hasta superar el 50% en 1989 (cuadro 11).

Esta dinámica de la deuda interna se alimenta en la inconsistencia entre la situación de relativo equilibrio alcanzada en la cuenta corriente del balance de pagos, y la magnitud de la brecha fiscal, que tendía a ampliarse. Si bien en la segunda mitad de la década la magnitud del déficit de las cuentas públicas no superó (como porcentaje del PBI) los registros de sus primeros años, la desaparición de las fuentes de financiamiento externo convirtieron a ese desequilibrio en inmanejable. Una de las consecuencias de esa situación fue el incremento de la deuda interna pública. Debido al cortísimo plazo de la misma, la situación planteada se caracterizó por una marcada propensión a la inestabilidad. Cuando, en los últimos meses de 1989, la aceleración inflacionaria y la fuerte incertidumbre, creciente a medida que se aproximaban las nuevas elecciones generales y el cambio de gobierno, produjeron una muy notoria suba de las tasas de interés, la deuda interna tendió a crecer explosivamente, agravando, a su vez, el desequilibrio de las cuentas fiscales y realimentando la incertidumbre, en un proceso que contribuiría a la configuración de un cuadro hiperinflacionario, que se desarrollaría a lo largo de los meses previos a la asunción de Collor de Mello<sup>18</sup>.

Una de las medidas que, como parte del Plan Collor I, se orientaron a cortar el proceso hiperinflacionario fue la reforma monetaria. Esta consistió esencialmente en la inmovilización de una parte importante de la deuda pública, que quedó retenida como "valores a la orden del Banco Central" en el sistema bancario, con una remuneración fijada en seis por ciento anual por sobre la corrección por inflación. Esta deuda retenida sería liberada en doce cuotas mensuales,

---

<sup>18</sup> El comportamiento más estable que muestra la serie correspondiente al agregado M4, si comparado con M1, por ejemplo, se debe, justamente, a que en este agregado se encuentran incluidos la deuda pública interna y otros pasivos bancarios de alta liquidez y ajustables por inflación, cuya demanda mostró menos variabilidad que la de M1, a pesar de la acentuada volatilidad de las tasas reales de interés.

a partir de transcurridos dieciocho meses desde aquel shock. Los activos bloqueados se aproximaban, en 1990, a los ocho puntos del producto. Sin embargo, las numerosas excepciones a la inmovilización, que se fueron acumulando en el tiempo, esterilizaron en gran medida el efecto de la reforma. Por ello, pese a su costo en términos de deterioro de la confianza en los instrumentos de deuda del Tesoro, la situación precedente, signada por un endeudamiento interno relativamente elevado a plazos muy cortos se fue reconstituyendo y de hecho permaneció como un problema irresuelto.

### E. AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

La comparación de las necesidades de financiamiento de los distintos sectores agregados (privado, público y externo) entre los extremos de la década ilustra con claridad acerca de los drásticos cambios producidos en esos años en la economía del Brasil<sup>19</sup>. Si se dejan momentáneamente de lado -por excepcionales- los registros de 1990, se constata que a diez años del segundo shock del petróleo, en 1989, las necesidades de financiamiento del sector público consolidado se encontraban en niveles comparables a los del lapso 1980-82, próximas a los 7 puntos del producto. Pero a diferencia de aquel momento (en que el ahorro externo superaba los cinco puntos del PBI), hacia el final de la década el desequilibrio de las cuentas públicas tenía como contrapartida al superávit privado, mientras que el ahorro externo se ubicaba en valores muy bajos, del orden de 0.20% del producto en promedio, en el lapso 1985-89 (véase el cuadro 10).

En efecto, en una perspectiva macroeconómica, el desbalance básico que presentaba la economía brasileña a fines de los ochenta surgía de la incompatibilidad entre el grado de ajuste alcanzado en el sector externo y la situación fiscal. El sector público no puede adquirir las divisas provenientes de los "megasuperávit" comerciales, en tanto no genera un superávit primario equivalente<sup>20</sup>. En ausencia de éste, y sin posibilidades de acceder, como sucedía a comienzos de los ochenta, al financiamiento externo, el gobierno debe recurrir a los mercados monetario y financiero domésticos, utilizando por un lado la capacidad de señoreaje y procurando, por otra, captar parte del ahorro privado mediante la colocación de instrumentos de deuda.

En las condiciones de funcionamiento de la economía luego del fracaso del Plan Cruzado, las dificultades crecientes para financiar el desequilibrio fiscal recurriendo a fuentes internas, particularmente debido al descontrol de la inflación y a la elevada incertidumbre, presionaron al alza a las tasas de interés y dieron lugar a tendencias explosivas de la deuda interna y de la inflación. La desmonetización y la consecuente desintermediación financiera llevaron al sistema financiero doméstico a una situación de relativa fragilidad.

---

<sup>19</sup> Corresponde reiterar la advertencia sobre el carácter tentativo de la estimación de los superávit sectoriales que se comenta aquí, presentada en el cuadro 10. Esto se debe en especial, según se señalara con anterioridad, a las diferencias en los métodos de cómputo de las distintas fuentes de información a las que se recurrió para la elaboración de las series.

<sup>20</sup> En realidad, los recursos disponibles para la adquisición de divisas equivalen básicamente al superávit primario **neto de intereses domésticos**. En el caso del Brasil esta distinción es cuantitativamente muy importante, puesto que los intereses internos sobre la deuda pública han sido de magnitud comparable a los externos, en el período aquí examinado.

Se concluye que, más allá de la magnitud del déficit, que de acuerdo con las estimaciones del Banco Central no difiere sustancialmente entre los extremos de la década, es la pérdida de la posibilidad de su financiamiento de fuentes externas el factor que potencia los desequilibrios domésticos y las tendencias desestabilizantes señaladas.

Ahora bien, si por un lado la gravedad de la situación fiscal que presenta el Brasil, y sus consecuencias en términos de inestabilidad monetaria y fragilidad financiera son difícilmente discutibles, un segundo efecto importante de los shocks externos negativos de comienzos de los ochenta, el que se refiere a la caída de las tasas de ahorro, muestra algunos resultados de carácter ambiguo.

El "cierre" de la brecha externa logrado en los primeros años ochenta, particularmente en el lapso 1983-84, significó, como ya se señalara, una caída sustancial del ahorro externo disponible para financiar la inversión doméstica. El ahorro interno bruto, entre tanto, tendió a caer -como proporción del producto- en la fase inicial del ajuste, pero se recuperó luego, de manera que en 1984, cuando la cuenta corriente del balance de pagos se equilibraba, el ahorro interno alcanzaba un nivel semejante al de comienzos de la década<sup>21</sup>. Sin embargo, por entonces una fracción considerable de ese ahorro, superior al 25%, no correspondía ya a residentes sino que resultaba transferida al resto del mundo. El ahorro nacional se ubicaba así, en 1984, casi cuatro puntos del producto por debajo de su nivel medio del quinquenio 1975-79. Debe destacarse que, de acuerdo con la estimación que presentamos aquí (cuadro 4), la caída del ahorro nacional en los primeros años ochenta se originó fundamentalmente en una contracción del ahorro privado, mientras que el ahorro público habría sido de magnitud relativamente reducida en todos los años, con un máximo de 2.54% del PBI en 1984<sup>22</sup>.

La caída abrupta del ahorro nacional se correspondía, promediando la década, con una sustancial reducción de las tasas de inversión. En 1984 la inversión privada alcanza su participación mínima en el PBI a precios corrientes, del orden de 10.5 puntos, y lo mismo sucede con la inversión pública, que desciende a 5.2% del PBI. Es interesante observar que, a partir de ese año, la participación de la inversión de las Administraciones Públicas en el producto presenta una tendencia ascendente (aunque es levemente descendente en las series a precios de 1980), mientras que la inversión en las empresas públicas, a precios constantes,

---

<sup>21</sup> En 1983 el ahorro interno y el ahorro nacional habían tocado sus "pisos" de los ochenta, con 19.1% y 13.3% del PBI, respectivamente, para recuperarse luego.

<sup>22</sup> Las dificultades informativas ya mencionadas se tornan más acentuadas si se pretende comparar las cuentas de ahorro e inversión de los ochenta con las de la década anterior. Se afirma que uno de los efectos negativos más importantes del cambio en las condiciones externas a partir de 1979 habría sido el deterioro que indujo en la capacidad de generación de ahorro público (véase por ejemplo Bodin de Moraes, 1990, Carneiro y Werneck, 1991). Los datos aquí presentados no permiten confirmar, sin embargo, que una caída de esa naturaleza se haya producido en los primeros años ochenta. El ahorro público oscila relativamente poco, y en torno de valores que son reducidos desde el comienzo de la década. Sin dejar de reconocer la importancia del aumento de la carga de intereses internos y externos sobre las cuentas fiscales, la observación sugiere que, en alguna medida, el problema de generación de ahorro público precede al impacto del shock externo y persiste luego del mismo. Ya se mencionaron, por ejemplo, el fuerte incremento de los subsidios al sector privado y la caída de la carga tributaria, a fines de los setenta, como factores importantes de pérdida de capacidad de ahorro público. Adicionalmente, puede pensarse que el énfasis en el efecto de la crisis sobre el ahorro estatal ha sido quizás sobre-enfatizado por el hecho de que el cómputo habitual de las necesidades de financiamiento fiscal se hiciera, antes de la aceptación del "concepto operacional", en términos nominales, sin excluir la "corrección monetaria" o el ajuste por inflación del flujo de intereses pagados o devengados sobre la deuda interna. Del mismo modo, el ahorro nominal se obtenía deduciendo egresos que incluían también los intereses **nominales**.

continúa cayendo año a año (como venía haciéndolo desde 1982), de lo que resultan una tendencia declinante de la tasa de inversión pública real según las series a precios constantes y una relativa estabilidad si se la mide como proporción del PBI a precios corrientes (cuadro 8).

A partir de 1984, sin embargo, con un breve paréntesis en 1986, el ahorro interno se incrementa sostenidamente hasta 1989. En 1988-89 alcanza un nivel de 28% del producto, sin precedentes, según la medida suministrada por las cuentas nacionales a precios corrientes<sup>23</sup>. El ahorro nacional crece aún más, hasta superar los 25 puntos del producto en 1989, favorecido también por la caída de la relación entre los pagos netos a factores del exterior y el PBI. Lo mismo sucede con las tasas de inversión, en particular la privada, que casi duplica su participación en el PBI entre 1984 y 1989, alcanzando un nivel comparable a los de mediados de los años setenta.

Sin embargo, este mayor esfuerzo de ahorro no se corresponde con un aumento de las tasas de acumulación, de acuerdo con las cuentas nacionales a precios constantes. Esto se debe a un fuerte cambio de precios relativos, observado particularmente en los últimos años, en favor de los bienes de capital (cuadro 8). De manera que, a pesar de la mayor participación de la inversión en el PBI nominal, la tasa de inversión en relación con el PBI a precios constantes de 1980 mantuvo una tendencia descendente luego de la recuperación de 1986<sup>24</sup>. En 1990 la inversión bruta fija a precios constantes se ubicaba en 16% del producto, por debajo incluso de los muy deprimidos niveles medios de la fase de ajuste iniciada en 1983 (véase el cuadro 3). La caída fue notoriamente más acentuada, por lo demás, en los ítems de maquinaria y equipos, mientras que la inversión en construcciones mostraba una relativa estabilidad, manteniéndose siempre por sobre los once puntos del PBI. De tal modo, no sólo la inversión a precios constantes sufrió un importante descenso, sino que también se habría producido un deterioro en la calidad de los incrementos en el acervo de capital. Es así que, a pesar del muy fuerte aumento de las tasas de ahorro en la segunda mitad de los ochenta, que las cuentas nacionales a precios corrientes revelan, el mismo resulta insuficiente, dado el nuevo conjunto de precios relativos, para que la economía del Brasil pueda recuperar las tasas de inversión anteriores a la crisis y, con ellas, el sendero de crecimiento.

---

<sup>23</sup> Un hecho destacable del comportamiento del ahorro interno en la segunda mitad de los años ochenta es el de que su incremento, en términos del PBI, se originó fundamentalmente en la caída de la participación del consumo privado, al tiempo que el consumo de las administraciones públicas se incrementaba sin pausa (cuadro 2), según ya se señaló.

<sup>24</sup> El importante cambio en el precio relativo de los bienes de capital, señalado en IBGE (1991), se destaca y analiza en Carneiro y Werneck (1991). Se hace allí un primer intento de aproximación a los orígenes y naturaleza del fenómeno, aún insuficientemente examinado.

Cuadro 1  
CRECIMIENTO E INFLACIÓN

	PBI a Precios Corrientes (Cr\$ 1000) (1)	PBI a Precios Constantes de 1980 (2)	Tasa de crec. del PBI real (3)	Tasa de crec. del PBI per cápita (4)	Inflación (%)		
					Deflactor del PBI (5)	IPC (6)	IPC(media mensual) (7)
1970	194	5498.0					
1971	260	6119.0	11.3	8.6	20.4	19.1	1.5
1972	347	6856.0	12.0	9.4	19.1	15.6	1.2
1973	485	7815.0	14.0	11.3	22.6	15.3	1.2
1974	714	8521.0	9.0	6.5	35.0	34.5	2.5
1975	1005	8965.0	5.2	2.8	33.8	29.4	2.2
1976	1629	9843.0	9.8	7.2	47.6	46.3	3.2
1977	2491	10296.0	4.6	2.2	46.2	38.8	2.8
1978	3627	10792.0	4.8	2.4	38.9	40.8	2.9
1979	6059	11571.0	7.2	4.8	55.8	77.2	4.9
1980	12382	12382.0	7.0	4.6	91.0	110.3	6.4
1981	24532	11851.0	-4.3	-6.4	107.0	95.2	5.7
1982	50541	11920.0	0.6	-1.7	104.8	99.7	5.9
1983	117258	11496.0	-3.6	-5.7	140.6	210.9	9.9
1984	386091	12107.0	5.3	3.0	212.6	223.8	10.3
1985	1382524	13069.0	7.9	5.6	231.7	235.6	10.6
1986	3661818	14060.0	7.6	5.3	146.2	62.4	4.1
1987	11536551	14569.0	3.6	1.5	204.0	365.9	13.7
1988	86197482	14557.0	-0.1	-2.1	647.8	933.6	21.5
1989	1266348349	15037.0	3.3	1.2	1322.2	1764.9	27.6
1990	32353476753	14430.0	-4.0	-5.9	2562.3	1584.7	26.5
Prom. 1974-80:			6.80	4.34			3.54
Prom. 1981-84:			-0.60	-2.80			7.95
Prom. 1985-86:			7.70	5.40			7.30
Prom. 1987-90:			0.88	-1.85			22.19
Promedio 1981-90:			1.54	-0.62			13.31

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

Cuadro 2  
COMPOSICIÓN DEL GASTO Y DEL INGRESO AGREGADO  
(% del PBI a precios corrientes).

PBI (a p.m.) (1)	Consumo Final (2)	Consumo de las Familias (3)	Consumo de las Adm. Públicas (4)	Inversión Bruta Interna (5)	Inv. Bruta Fija (6)	Var. de Exist. y (7)	Exportac. de Bienes y Servicios (8)	Importac. de Bienes y Servicios (9)	Saldo del Comercio (10)	Absorción Doméstica (11)	Ahorro Bruto Interno (12)	Ingr. Netos por Pagos de Factores Nacionales (13)	Ahorro Bruto Nacional (14)	
1975	100	78.1	67.9	10.2	25.7	23.3	2.4	7.2	11.0	-3.8	103.8	21.9	-1.3	20.6
1976	100	79.3	68.9	10.5	23.0	22.4	0.6	7.0	9.4	-2.4	102.3	20.7	-1.5	19.1
1977	100	78.6	69.2	9.4	22.0	21.3	0.7	7.3	7.9	-0.6	100.6	21.4	-1.6	19.7
1978	100	78.2	68.5	9.7	23.0	22.2	0.8	6.7	7.9	-1.2	101.2	21.8	-2.3	19.5
1979	100	78.9	69.0	9.9	23.1	23.4	-0.2	7.2	9.3	-2.1	102.1	21.1	-2.7	18.3
1980	100	78.9	69.7	9.2	23.3	22.9	0.4	9.1	11.3	-2.3	102.3	21.1	-3.2	17.9
1981	100	77.3	68.0	9.3	23.1	22.9	0.1	9.4	9.8	-0.4	100.4	22.7	-4.1	18.6
1982	100	79.6	69.6	10.0	21.1	21.4	-0.3	7.6	8.3	-0.7	100.7	20.4	-5.1	15.3
1983	100	80.9	71.2	9.7	16.7	18.1	-1.4	11.4	9.0	2.4	97.6	19.1	-5.8	13.3
1984	100	78.6	70.4	8.3	15.7	16.9	-1.1	13.5	7.9	5.6	94.4	21.4	-5.6	15.8
1985	100	75.6	65.8	9.9	19.2	16.9	2.3	12.2	7.0	5.3	94.8	24.4	-5.3	19.1
1986	100	78.4	67.8	10.7	19.1	19.1	0.0	8.8	6.4	2.5	97.5	21.6	-4.4	17.1
1987	100	74.4	62.3	12.2	22.3	22.3	0.0	9.5	6.2	3.3	96.7	25.6	-3.8	21.8
1988	100	72.0	59.4	12.6	22.8	22.8	0.0	10.9	5.7	5.2	94.8	28.0	-3.9	24.1
1989	100	71.9	57.6	14.3	24.9	24.9	0.0	8.3	5.0	3.2	96.8	28.1	-3.0	25.1
1990	100	76.6	60.9	15.6	21.7	21.7	0.0	7.2	5.5	1.8	98.2	23.4	-2.3	21.2
Prom. 1975-79:	100	78.6	68.7	9.9	23.4	22.5	0.9	7.1	9.1	-2.0	102.0	21.4	-1.9	19.5
1980:	100	78.9	69.7	9.2	23.3	22.9	0.4	9.1	11.3	-2.3	102.3	21.1	-3.2	17.9
Prom. 1981-82:	100	78.4	68.8	9.7	22.1	22.2	-0.1	8.5	9.0	-0.5	100.5	21.6	-4.6	17.0
Prom. 1983-84:	100	79.8	70.8	9.0	16.2	17.5	-1.3	12.5	8.5	4.0	96.0	20.2	-5.7	14.5
Prom. 1985-86:	100	77.0	66.8	10.3	19.1	18.0	1.1	10.5	6.7	3.9	96.2	23.0	-4.8	18.1
Prom. 1987-89:	100	72.8	59.7	13.0	23.3	23.3	0.0	9.5	5.7	3.9	96.1	27.2	-3.6	23.7
1990:	100	76.6	60.9	15.6	21.7	21.7	0.0	7.2	5.5	1.8	98.2	23.4	-2.3	21.2

Fuente: Elaboración propia en base a IBGE, Cuentas Nacionales, 1991.

Cuadro 3

COMPOSICIÓN DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO E INGRESO  
Bruto Interno a Precios Constantes de 1980 (% del PBI).

	Consumo Final (1)	Inversión Bruta Interna (2)	Inversión Total (3)	Inversión Nacs. (4)	Bruta Equipos Imp. (5)	Fija Constr. (6)	Otros (7)	Variación de Exis- tencias (8)	Saldo del Comercio (9)	Exporta- ciones (10)	Importa- ciones (11)	Producto Bruto Interno (12)	Efecto Term. del Interc. (13)	Ingreso Bruto Interno (14)	Saldo Comercial (a) (15)
1980	78.9	23.3	22.9	7.0	1.2	13.9	0.9	0.4	-2.25	9.1	11.3	100	0.0	100.0	-2.25
1981	77.7	21.2	21.0	5.6	1.1	13.6	0.7	0.2	1.12	11.5	10.4	100	-1.8	98.2	-0.63
1982	80.1	19.2	19.5	4.9	0.8	13.3	0.5	-0.3	0.69	10.4	9.7	100	-1.8	98.2	-1.15
1983	80.6	15.4	16.9	4.0	0.6	11.8	0.5	-1.5	4.00	12.3	8.3	100	-2.2	97.8	1.82
1984	78.3	15.1	16.3	4.2	0.5	11.3	0.2	-1.1	6.59	14.2	7.6	100	-1.7	98.3	4.92
1985	76.6	16.4	16.4	4.3	0.6	11.1	0.4	0.0	7.03	14.1	7.1	100	-1.6	98.4	5.39
1986	78.0	18.7	18.7	5.2	0.7	12.2	0.6	0.0	3.27	11.7	8.5	100	0.5	100.5	3.77
1987	76.5	17.9	17.9	4.7	0.7	11.9	0.5	0.0	5.57	13.5	7.9	100	-0.9	99.1	4.63
1988	75.5	17.0	17.0	4.2	0.7	11.6	0.4	0.0	7.43	15.3	7.8	100	-0.1	99.9	7.32
1989	76.0	16.7	16.7	3.9	0.8	11.6	0.4	0.0	7.27	15.5	8.3	100	-1.9	98.1	5.40
1990	78.1	16.0	16.0	3.4	1.0	11.1	0.5	0.0	5.90	15.4	9.5	100	-3.0	97.0	2.95
1980:	78.9	23.3	22.9	7.0	1.2	13.9	0.9	0.4	-2.3	9.1	11.3	100	0.0	100.0	-2.3
Prom. 1981-82:	78.9	20.2	20.2	5.2	0.9	13.4	0.6	0.0	0.9	10.9	10.0	100	-1.8	98.2	-0.9
Prom. 1983-84:	79.4	15.3	16.6	4.1	0.6	11.6	0.4	-1.3	5.3	13.3	8.0	100	-1.9	98.1	3.4
Prom. 1985-86:	77.3	17.6	17.6	4.8	0.6	11.7	0.5	0.0	5.1	12.9	7.8	100	-0.6	99.4	4.6
Prom. 1987-89:	76.0	17.2	17.2	4.3	0.8	11.7	0.4	0.0	6.8	14.8	8.0	100	-1.0	99.0	5.8
1990:	78.1	16.0	16.0	3.4	1.0	11.1	0.5	0.0	5.9	15.4	9.5	100	-3.0	97.0	2.9

Fuente: Elaboración propia en base a datos de IBGE, Cuentas Nacionales, 1991.

(a) Corregido por el efecto de los términos del intercambio.

Cuadro 4

**AHORRO E INVERSIÓN TOTALES Y POR SECTORES**  
(% del PBI a precios corrientes)

Período	Inversión Pública (1)	Inversión Privada (2)	Inversión Bruta Interna (3)	Ahorro Externo (4)	Ahorro Bruto Nacional				
					Total (5)	Privado (6)	Público		
							Total (7)	Empresas (8)	Resto (9)
1975	8.61	17.08	25.69	5.16	20.53				
1976	10.59	12.44	23.03	3.91	19.12				
1977	9.49	12.53	22.02	2.27	19.75				
1978	11.17	11.86	23.03	3.47	19.55				
1979	11.37	11.76	23.13	4.80	18.32				
1980	6.94	16.41	23.34	5.45	17.89	17.76	0.14	nd	
1981	7.90	15.19	23.08	4.44	18.64	17.04	1.60	2.40	-0.80
1982	7.21	13.88	21.09	5.79	15.30	15.39	-0.09	1.26	-1.35
1983	5.57	11.12	16.68	3.37	13.32	12.15	1.17	0.84	0.33
1984	5.24	10.50	15.74	-0.02	15.76	13.22	2.54	2.24	0.30
1985	5.45	13.75	19.20	0.11	19.09	18.04	1.05	0.83	0.22
1986	5.91	13.18	19.09	1.97	17.13	14.82	2.31	1.43	0.88
1987	6.63	15.67	22.30	0.49	21.82	20.88	0.93	2.52	-1.59
1988	6.12	16.69	22.81	-1.28	24.09	22.77	1.32	2.55	-1.23
1989	5.52	19.28	24.86	-0.23	25.09	26.41	-1.38	0.19	-1.57
1990	5.15	16.53	21.67	0.50	21.18	14.73	6.45	nd	
Prom. 1975-79:	10.25	13.13	23.38	3.92	19.45				
1980:	6.94	16.41	23.34	5.45	17.89	17.76	0.14		
Prom. 1981-82:	7.55	14.54	22.09	5.12	16.97	16.22	0.75	1.83	-1.08
Prom. 1983-84:	5.40	10.81	16.21	1.67	14.54	12.69	1.85	1.54	0.31
Prom. 1985-86:	5.68	13.47	19.15	1.04	18.11	16.43	1.68	1.13	0.55
Prom. 1987-89:	6.09	17.21	23.33	-0.34	23.67	23.35	0.29	1.75	-1.46
1990:	5.15	16.53	21.67	0.50	21.18	14.73	6.45		

(2) Incluye el total de la variación de existencias, como también el total de la inversión fija distinta de construcciones y estructuras y equipos.

(7) El ahorro público fue estimado restando el déficit operativo del sector público consolidado estimado por el Banco Central do Brasil, de la inversión pública total según surge de las cuentas nacionales estimadas por el IBGE. Debe llamarse la atención sobre los problemas que esta estimación presenta, debido a las diferentes metodologías de cómputo seguidas por las fuentes mencionadas.

(8) Obtenido restando el déficit operativo de las empresas estatales estimado por el Banco Central do Brasil, de la inversión de las empresas públicas según la estimación de la SEST.

(9) = (7) - (8).

Fuente: Elaboración propia en base a datos de SEST; BACEN; IBGE, Cuentas Nacionales, 1991, y de IPEA (1989).

Cuadro 5

CUENTA CORRIENTE Y SUPERÁVIT PRIMARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
(% del PBI)

	Consumo Final (1)	Salarios y Cargas Soc. (2)	Bienes y Servicios (3)	Subsidios (4)	Transf. de Seg.Soc. (5)	Intereses Deuda Int. (6)	Gasto Corriente (7)	Ahorro Corriente Nominal (8)	Gasto Corriente sin Int. (7a)	Ahorro Corriente Primario (8a)
1980	9.20	6.31	2.89	3.86	7.77	1.93	22.76	0.90	20.83	3.21
1981	9.32	6.46	2.86	2.68	8.22	2.26	22.48	1.09	20.22	3.64
1982	10.01	7.05	2.96	2.48	8.58	3.30	24.36	-0.35	21.06	4.10
1983	9.66	6.61	3.05	2.65	8.36	4.22	24.90	-1.37	20.67	3.91
1984	8.28	5.65	2.63	1.59	7.76	6.28	23.92	-2.83	17.64	4.75
1985	9.87	6.94	2.93	1.59	7.24	11.12	29.82	-8.16	18.70	4.13
1986	10.67	7.30	3.37	1.47	7.97	10.70	30.81	-7.11	20.11	4.63
1987	12.16	7.77	4.39	1.59	7.54	9.95	31.24	-6.13	21.29	4.72
1988	12.61	7.92	4.68	1.23	7.18	16.15	37.16	-12.54	21.01	4.55
1989	14.32	9.72	4.60	1.93	7.50	22.42	46.16	-20.06	23.74	3.25
1990	15.63	10.49	5.15	1.72	8.29	15.19	40.84	-10.17	25.64	5.68
1980:	9.20	6.31	2.89	3.86	7.77	1.93	22.76	0.90	20.83	3.21
Prom. 1981-82:	9.66	6.75	2.91	2.58	8.40	2.78	23.42	0.37	20.64	3.87
Prom. 1983-84:	8.97	6.13	2.84	2.12	8.06	5.25	24.41	-2.10	19.16	4.33
Prom. 1985-86:	10.27	7.12	3.15	1.53	7.60	10.91	30.31	-7.64	19.40	4.38
Prom. 1987-89:	13.03	8.47	4.56	1.58	7.41	16.17	38.19	-12.91	22.02	4.17
1990:	15.63	10.49	5.15	1.72	8.29	15.19	40.84	-10.17	25.64	5.68

  

	Carga Tributaria Bruta (9)	Impuestos Indirectos (10)	Impuestos Directos (11)	Otros Ingresos Netos (12)	Ingreso Corriente Total (13)	Ingreso Corriente sin Int. (13a)	Inversión de las Adm. Públicas (14)	Superávit Primario Adm. Publ. (15)
1980	24.70	13.52	11.18	-1.03	23.66	24.03	2.37	0.84
1981	24.65	12.92	11.73	-1.09	23.57	23.86	2.60	1.04
1982	25.27	12.57	12.69	-1.25	24.02	25.16	2.35	1.75
1983	25.07	12.81	12.26	-1.54	23.52	24.59	1.83	2.09
1984	21.82	10.43	11.39	-0.73	21.09	22.39	1.90	2.85
1985	22.53	10.57	11.96	-0.87	21.66	22.83	2.32	1.81
1986	25.35	12.47	12.88	-1.66	23.69	24.74	3.08	1.55
1987	23.34	11.59	11.76	1.77	25.11	26.01	3.21	1.51
1988	21.89	10.89	11.00	2.73	24.62	25.56	3.17	1.38
1989	21.94	10.77	11.17	4.16	26.10	26.99	2.93	0.31
1990	27.43	14.31	13.12	3.24	30.66	31.32	3.50	2.18
1980:	24.70	13.52	11.18	-1.03	23.66	24.03	2.37	0.84
Prom. 1981-82:	24.96	12.75	12.21	-1.17	23.79	24.51	2.47	1.39
Prom. 1983-84:	23.44	11.62	11.82	-1.14	22.31	23.49	1.86	2.47
Prom. 1985-86:	23.94	11.52	12.42	-1.26	22.68	23.78	2.70	1.68
Prom. 1987-89:	22.39	11.08	11.31	2.88	25.28	26.19	3.11	1.07
1990:	27.43	14.31	13.12	3.24	30.66	31.32	3.50	2.18

(1) = (2) + (3)

(7) = (1) + (4) + (5) + (6)

(6) Intereses nominales incluyendo corrección monetaria.

(7a) Gasto corriente de las Adm. Públicas sin considerar los intereses de la deuda pública interna.

(8a) = (13a) - (7a).

(9) = (10) + (11).

(13) = (9) + (12).

(13a) Ingreso corriente de las Adm. Públicas sin considerar las transferencias al exterior.

(15) = (8a) - (14).

Fuente: Elaboración propia en base a IBGE, Cuentas Nacionales, 1991.

Cuadro 6

**INGRESO DISPONIBLE SECTORIAL**  
(% del PBI)

	Ingreso Disponible Privado (1)	Ingreso Disponible Público (2)	Remesas Netas de Ingresos a Extranjeros (3)
1980	87.46	9.34	3.20
1981	85.04	10.86	4.10
1982	84.99	9.91	5.10
1983	83.35	10.85	5.80
1984	83.62	10.78	5.60
1985	83.84	10.86	5.30
1986	82.62	12.98	4.40
1987	83.18	13.02	3.80
1988	82.17	13.93	3.90
1989	84.01	12.99	3.00
1990	75.63	22.07	2.30
-----			
1980:	87.46	9.34	3.20
Prom.1981-82:	85.02	10.39	4.60
Prom.1983-84:	83.49	10.82	5.70
Prom.1985-86:	83.23	11.92	4.85
Prom.1987-89:	83.12	13.31	3.57
1990:	75.63	22.07	2.30

(1): Consumo de las familias más ahorro privado (cuadros 2 y 4).  
(2): Consumo del gobierno más ahorro público (cuadros 4 y 5).

Cuadro 7

**GASTO CORRIENTE DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR PRODUCTIVO**  
**ESTATAL FEDERAL**  
(% del PBI a precios corrientes).

	Salarios y Cargas Sociales (1)	Gasto en Bienes y Servicios (2)	Intereses y otras Cargas Financieras (3)	Gasto Corriente Total (4)	Gasto Corriente sin Intereses (5)
1980	2.03	7.36	0.86	10.25	9.39
1981	2.23	8.28	1.32	11.83	10.51
1982	2.30	8.19	1.87	12.36	10.49
1983	2.03	9.99	2.28	14.30	12.02
1984	1.73	9.72	2.54	13.99	11.45
1985	1.87	8.70	2.55	13.12	10.57
1986	1.93	7.11	1.88	10.92	9.04
1987	2.22	7.86	2.36	12.44	10.08
1988	2.04	6.69	2.08	10.81	8.73
1989	nd	nd	nd	nd	nd
1990	nd	nd	nd	nd	nd
-----					
1980:	2.03	7.36	0.86	10.25	9.39
Prom.1981-82:	2.27	8.24	1.60	12.10	10.50
Prom.1983-84:	1.88	9.86	2.41	14.15	11.74
Prom.1985-86:	1.90	7.91	2.22	12.02	9.81
Prom.1987-88:	2.13	7.28	2.22	11.63	9.41

Fuente: CEPAL (1989).

Cuadro 8

INVERSIÓN PÚBLICA A PRECIOS CORRIENTES Y CONSTANTES  
(% del PBI)

	A precios corrientes			Precio Relativo de la Inversión Bruta Fija (4)	A precios de 1980		
	Inversión de las Adm. Públicas (1)	Inversión de Empresas Estatales (2)	Inversión Pública Total (3)		Inversión de las Adm. Públicas (5)	Inversión de Empresas Estatales (6)	Inversión Pública Total (7)
1975	3.95	4.66	8.61				
1976	4.03	6.56	10.59				
1977	3.29	6.20	9.49				
1978	3.15	8.02	11.17				
1979	2.47	8.90	11.37				
1980	2.37	4.57	6.94	100	2.37	4.57	6.94
1981	2.60	5.30	7.90	109	2.38	4.86	7.24
1982	2.35	4.86	7.21	110	2.14	4.42	6.56
1983	1.83	3.74	5.57	107	1.71	3.50	5.20
1984	1.90	3.34	5.24	104	1.83	3.21	5.04
1985	2.32	3.13	5.45	103	2.25	3.04	5.29
1986	3.08	2.83	5.91	102	3.02	2.77	5.79
1987	3.21	3.42	6.63	125	2.57	2.74	5.30
1988	3.17	2.95	6.12	134	2.37	2.20	4.57
1989	2.93	2.59	5.52	149	1.97	1.74	3.71
1990	3.50	1.65	5.15	136	2.57	1.21	3.78
<hr/>							
1980:	2.37	4.57	6.94	100	2.37	4.57	6.94
Prom. 1981-82:	2.47	5.08	7.55	110	2.26	4.64	6.90
Prom. 1983-84:	1.86	3.54	5.40	106	1.77	3.35	5.12
Prom. 1985-86:	2.70	2.98	5.68	103	2.64	3.01	5.37
Prom. 1987-89:	3.11	2.99	6.09	136	2.30	2.23	4.53
1990:	3.50	1.65	5.15	136	2.57	1.21	3.78

Fuente: SEST; IBGE, Cuentas Nacionales; Ministerio de Economía; Secretarías de Hacienda y de Planeamiento.

Cuadro 9

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO  
(% del PBI)

	Déficit Primario (1)	Intereses (2)	Int. Externos (2a)	Int. Internos (2b)	Déficit Operativo (3)	Adm. Central (3a)	Adm. Estad. y Munic. (3b)	Empresas Estat. (3c)	Org. descent. y Prev. Soc. (3d)	Senoreaje (4)
1980	3.2	3.6	1.5	2.1	6.8	nd	nd	nd	nd	
1981	2.3	4.0	2.0	2.0	6.3	1.8	1.4	2.9	0.1	1.7
1982	1.9	5.4	2.3	3.1	7.3	2.2	1.5	3.6	0.0	1.9
1983	-1.6	6.0	2.8	3.2	4.4	1.1	0.3	2.9	-0.1	1.3
1984	-4.1	6.8	3.4	3.4	2.7	1.8	-0.4	1.1	0.0	2.3
1985	-2.6	7.0	3.0	4.0	4.4	1.4	0.9	2.3	0.0	2.3
1986	-1.6	5.2	2.6	2.6	3.6	1.6	0.9	1.4	-0.3	3.7
1987	1.0	4.7	2.3	2.4	5.7	3.0	1.6	0.9	0.1	2.8
1988	-0.9	5.7	2.3	3.4	4.8	3.4	0.2	0.4	0.4	3.6
1989	0.9	6.0	1.6	4.4	6.9	3.8	0.6	2.4	0.1	5.0
1990	-4.6	3.3	1.5	1.8	-1.3	nd	nd	nd	nd	4.8
1991 (a)	-1.0	3.3	nd	nd	2.3	nd	nd	nd	nd	
1980:	3.2	3.6	1.5	2.1	6.8					
om. 1981-82:	2.1	4.7	2.2	2.6	6.8	2.0	1.5	3.3	0.1	1.8
om. 1983-84:	-2.9	6.4	3.1	3.3	3.6	1.5	-0.1	2.0	-0.1	1.8
om. 1985-86:	-2.1	6.1	2.8	3.3	4.0	1.5	0.9	1.9	-0.2	3.0
om. 1987-89:	0.3	5.5	2.1	3.4	5.8	3.4	0.8	1.2	0.2	3.8
1990:	-4.6	3.3	1.5	1.8	-1.3					4.8

ente: IPEA (1989, cap.3) y estimaciones propias en base a datos del Banco Central del Brasil.

(a) Datos preliminares.

- (1) = (3) - (2).  
(2) Intereses reales externos e internos, estimación del BACEN presentada en IPEA (1989), cap. 3.  
(2a) Estimación presentada en Giambiagi (1991).  
(2b) = (2) - (2a). Cabe destacar que esta serie incluye los intereses domésticos sobre la deuda bancaria de las empresas estatales.  
(3) Necesidades de financiamiento del Sector Público, (PSBR, definición operacional), estimadas por el BACEN y presentadas en IPEA (1989), cap. 3.  
(4) = (3a) + (3b) + (3c) + (3d). Esta desagregación se presenta en Queiroz y Nabao (1990).  
(5) Flujo de emisión anual de base monetaria, en % del PBI a precios corrientes.

Cuadro 10

**SUPERÁVIT SECTORIALES**  
(Estimación en % del PBI)

	Ahorro Externo (1)	Superávit Privado (2)	Déficit Público (3)
1980	5.45	1.35	6.8
1981	4.44	1.86	6.3
1982	5.79	1.51	7.3
1983	3.37	1.03	4.4
1984	-0.02	2.72	2.7
1985	0.11	4.29	4.4
1986	1.97	1.63	3.6
1987	0.49	5.21	5.7
1988	-1.28	6.08	4.8
1989	-0.23	7.13	6.9
1990	0.50	-1.80	-1.3 (a)
<hr/>			
1980:	5.45	1.35	6.80
Prom. 1981-82:	5.12	1.68	6.80
Prom. 1983-84:	1.67	1.88	3.55
Prom. 1985-86:	1.04	2.96	4.00
Prom. 1987-89:	-0.34	6.14	5.80
1990:	0.50	-1.80	-1.30

(1) y [(2)+(3)] fueron obtenidos de las cuentas nacionales a precios corrientes. (3) corresponde a las necesidades de financiamiento del sector público (PSBR, definición operacional), presentados en IPEA (1989, cap. 3) y datos del Banco Central del Brasil. Las metodologías de ambas fuentes son diferentes.

(a) Estimación preliminar.

Cuadro 11

ACTIVOS MONETARIOS Y FINANCIEROS  
(% del PBI)

	Base Monetaria	M1	Deuda Interna Pública	M2	Depósitos de Ahorro	Depósitos a Plazo	M4	A la orden del BC	M5
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1980	3.4	9.3	4.2	13.5	5.9	1.5	20.9		
1981	2.7	7.7	5.2	12.9	9.3	3.2	25.4		
1982	2.9	6.5	6.5	13.0	7.8	5.1	25.9		
1983	2.3	5.1	5.9	11.0	8.7	5.0	24.7		
1984	1.7	3.6	6.1	9.7	8.5	5.6	23.8		
1985	1.6	3.5	9.8	13.3	8.7	5.9	27.9		
1986	3.1	7.7	9.2	16.9	7.9	6.2	31.0		
1987	2.0	4.2	9.4	13.6	8.8	4.6	27.0		
1988	1.3	2.4	10.8	13.2	9.6	3.7	26.5		
1989	1.2	2.0	12.6	14.5	7.8	2.6	24.8		
1990	2.1	3.3	3.6	7.0	3.6	3.2	13.7	7.7 (a)	21.4
-----									
1980:	3.4	9.3	4.2	13.5	5.9	1.5	20.9		
Prom. 1981-82:	2.8	7.1	5.9	13.0	8.6	4.2	25.7		
Prom. 1983-84:	2.0	4.4	6.0	10.4	8.6	5.3	24.3		
Prom. 1985-86:	2.4	5.6	9.5	15.1	8.3	6.1	29.5		
Prom. 1987-89:	1.5	2.9	10.9	13.8	8.7	3.6	26.1		
1990:	2.1	3.3	3.6	7.0	3.6	3.2	13.7	7.7 (*)	21.4

Fuente: IPEA (1989, cap. 3) y Banco Central del Brasil.

(a) Promedio de tres trimestres (segundo a cuarto).

(7) Valores a la orden del Banco Central (nuevos cruzados "bloqueados").

Nota: Las cifras de deuda pública en poder de particulares de 1990 no son estrictamente comparables con las de los períodos previos por cuanto el Banco Central excluyó del cómputo los títulos públicos en poder de las entidades financieras.

Cuadro 12

**TASAS DE INTERES MENSUALES  
(OVERNIGHT) Y TASAS DE INFLACIÓN  
(Porcentajes)**

Período	Tasas de Interés	Tasas de Inflación	Período	Tasas de Interés	Tasas de Inflación
1985 Enero	12.7	12.6	1988 Enero	16.7	19.1
Febrero	12.2	10.2	Febrero	18.3	17.7
Marzo	11.9	12.7	Marzo	16.6	18.2
Abril	12.5	7.2	Abril	20.2	20.3
Mayo	11.3	7.8	Mayo	18.7	19.5
Junio	10.2	7.8	Junio	20.2	20.8
Julio	9.3	8.9	Julio	24.7	21.5
Agosto	8.7	14.0	Agosto	22.6	22.9
Setiembre	10.0	9.1	Setiembre	26.3	25.8
Octubre	9.8	9.0	Octubre	29.8	27.6
Noviembre	10.0	15.0	Noviembre	28.4	28.0
Diciembre	12.7	13.2	Diciembre	30.3	28.9
Acumulado	247.1	235.1	Acumulado	1056.8	1037.6
1986 Enero	15.0	17.8	1989 Enero	23.0	36.6
Febrero	15.2	15.0	Febrero	19.0	11.8
Marzo	1.2	5.5	Marzo	20.4	4.2
Abril	1.2	-0.6	Abril	11.5	5.2
Mayo	1.2	0.3	Mayo	11.4	12.8
Junio	1.4	0.5	Junio	27.3	26.8
Julio	1.9	0.6	Julio	33.2	37.9
Agosto	2.6	1.3	Agosto	35.5	36.5
Setiembre	2.9	1.1	Setiembre	38.6	38.9
Octubre	2.9	1.4	Octubre	47.7	39.7
Noviembre	3.7	2.5	Noviembre	48.4	44.3
Diciembre	7.8	7.6	Diciembre	64.2	49.4
Acumulado	72.1	65.0	Acumulado	2407.9	1782.9
1987 Enero	11.0	12.0	1990 Enero	67.6	71.9
Febrero	19.6	14.1	Febrero	82.0	71.7
Marzo	12.0	15.0	Marzo	36.8	81.3
Abril	15.3	20.1	Abril	4.2	11.3
Mayo	24.6	27.5	Mayo	5.7	9.1
Junio	18.0	25.9	Junio	8.7	9.0
Julio	8.9	9.3	Julio	13.8	13.0
Agosto	8.1	4.5	Agosto	11.5	12.9
Setiembre	8.0	8.0	Setiembre	15.2	11.7
Octubre	9.5	11.1	Octubre	16.5	14.1
Noviembre	12.9	14.5	Noviembre	19.8	17.5
Diciembre	14.4	15.9	Diciembre	22.8	16.5
Acumulado	353.0	415.8	Acumulado	1152.7	1476.6

Fuente: Banco Central del Brasil.

Nota: las tasas de inflación corresponden a las estimadas de acuerdo con el Índice General de Precios de Disponibilidad Interna IGP-DI.

Cuadro 13

## TIPOS DE CAMBIO REALES (1980=100).

		Exp.	Imp.
	(1)	(2)	(3)
1971	191.2	67.7	52.1
1972	183.0	73.7	56.2
1973	164.2	76.4	59.1
1974	141.6	76.6	68.8
1975	132.5	77.9	68.8
1976	123.3	75.6	67.7
1977	114.6	76.1	67.9
1978	105.5	80.2	69.9
1979	102.1	89.8	80.9
1980	100.0	100.0	100.0
1981	84.1	81.7	86.4
1982	82.9	78.5	82.0
1983	104.8	94.6	93.6
1984	104.7	87.4	86.6
1985	107.9	87.9	85.7
1986	101.2	91.5	72.4
1987	91.6	95.2	73.4
1988	89.6	86.4	64.6
1989	75.9	75.7	53.7
1990	57.9	60.7	nd
-----			
Prom.1976-80:	109.1	84.3	77.3
Prom.1981-82:	83.5	80.1	84.2
Prom.1983-84:	104.8	91.0	90.1
Prom.1985-86:	104.6	89.7	79.1
Prom.1987-89:	85.7	85.8	63.9
1990:	57.9	60.7	nd

Fuente: Bonelli y Landau, 1990 y DEC-CNI, abril de 1991; CEPAL, 1981 y 1989, y DEC-CNI, abril de 1991.

(1): Tasa de cambio oficial media mensual, deflactada por el Índice de Precios Mayoristas Industriales (IPA).

(2) y (3): Tasas de cambio reales de exportaciones y de importaciones, respectivamente. Corresponden al promedio de los índices del tipo de cambio real de la moneda doméstica respecto de las monedas de los principales países con los cuales el Brasil mantiene intercambio comercial, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones o de las importaciones según el caso, hacia o desde esos países.

Cuadro 14  
RESUMEN DE LOS RESULTADOS DEL BALANCE DE PAGOS  
(En millones de dólares corrientes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Acum. 80-83	Acum. 84-89	Acum. 80-89
Balance en cuenta corriente	-12848	-11760	-16314	-6842	33	-353	-5199	-1456	4889	1424	-47764	-662	-48426
Balance comercial	-5935	-1677	-2795	4079	11345	10735	5869	8777	16198	13367	-6328	66291	59963
Balance de Servicios de Factores	-7041	-10274	-13509	-11025	-11473	-11228	-11158	-10346	-11403	-12188	-41849	-67796	-109645
Balance en Cuenta de Capital	9379	12381	11119	4943	5342	-170	2016	3587	-3184	470	37822	8061	45883
Balance Global	-3469	621	-5195	-1899	5375	-523	-3184	2131	1705	1894	-9942	7398	-2544
Variación total reservas (-aumento)	3322	-747	4157	1214	-5139	930	5364	-1805	-2138	-1391	7946	-4179	3767

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

Cuadro 15

## PRINCIPALES INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1980-84	1985-89	1980-89
Tasas de crecimiento:														
Exportaciones Fob	22.2	32.1	15.6	-13.3	8.6	23.3	-5.4	-12.3	16.7	29.2	1.8	77.4	27.3	125.8
Valor	9.8	21.0	23.0	-6.9	17.0	19.4	1.5	-13.3	19.3	16.7	-2.0	93.6	20.1	132.4
Volumen	11.3	9.2	-6.0	-6.9	-7.2	3.2	-6.8	1.2	-2.2	10.7	3.9	-8.5	6.1	-2.9
Importaciones Fob	31.8	27.8	-3.8	-12.2	-20.4	-9.8	-5.7	6.7	7.4	-3.0	25.2	-22.5	31.3	1.7
Valor	7.9	-4.3	-13.0	-11.3	-16.3	-3.8	-1.6	22.5	-2.1	-6.5	19.4	-40.5	31.8	-21.7
Volumen	22.1	33.6	10.6	-1.0	-4.9	-6.3	-4.1	-12.9	9.7	3.8	4.9	30.3	-0.3	30.1
Relac. de precios del intercambio	-8.7	-17.8	-15.0	-6.2	-2.6	9.6	-3.1	15.0	-10.5	6.5	-1.0	-30.0	5.1	-26.4
-----														
Indices (1980=100):														
Poder de compra de las export.	100.6	100	104.5	91.3	104.1	136.3	134.1	133.8	142.8	177.4	172.2			
Quantum de expo.	100	123.0	114.5	134.0	160.1	162.4	140.9	168.1	196.1	192.2				
Quantum de impo.	100	87.0	77.1	64.5	62.1	61.1	74.9	73.3	68.6	81.8				
Rel. de precios del intercambio	121.6	100	85.0	79.8	77.7	85.2	82.6	95.0	84.9	90.5	89.6			
FoB/CiF														

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

Cuadro 16

## ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
<b>EXPORTACIONES FoB</b>												
Totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Prods. básicos	42.9	42.2	38.3	40.8	38.9	32.4	33.3	32.8	30.6	27.8	27.9	27.8
Prods. semimanuf.	12.4	11.6	9.1	7.1	8.1	10.5	10.8	11.1	12.1	14.5	16.9	16.3
Manufacturados	43.6	44.8	51.0	50.8	51.5	56.0	54.9	55.3	56.6	56.8	54.1	54.1
Otros	1.1	1.4	1.6	1.3	1.5	1.1	1.0	0.8	0.7	0.9	1.1	1.8
<b>IMPORTACIONES FoB</b>												
Totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Bs. de consumo	8.7	5.7	4.5	5.2	5.2	5.0	6.0	14.2	10.1	9.4	14.4	16.4
Intermedios	70.0	75.2	77.3	77.9	78.6	79.5	75.1	61.1	63.6	61.9	59.1	54.6
Comb. y lubric.	37.5	44.4	51.3	53.9	55.8	48.4	43.3	19.8	25.6	28.3	24.2	
Otros	32.9	30.8	25.9	24.1	22.8	31.1	34.1	41.3	38.0	33.6	34.9	
Bs. de Capital	20.9	19.1	18.2	16.9	16.2	15.5	18.9	24.7	26.3	28.7	26.5	29.0

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

Cuadro 17

CRONOGRAMA DE REDUCCIÓN DE  
ARANCELES DE IMPORTACIÓN

	Arancel Promedio (%)
1990	32.2
1991	25.3
1992	21.2
1993	17.1
1994	14.2

Fuente: Coordinación Técnica  
del Intercambio Comercial.

Cuadro 18

## INDICADORES DEL GRADO DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	
	Millones de dólares				Porcentajes						
1980	14145	6689	7456	11419	246.4	64.7	28.9	123.8	22.9	nd	
1981	17802	7496	10306	17424	240.6	69.8	35.9	102.2	23.3	27.3	
1982	20765	8215	12550	14207	319.6	94.5	51.7	146.2	24.9	29.6	
1983	20066	10403	10263	14518	344.4	87.5	40.4	142.4	40.0	45.0	
1984	20123	8888	11235	16799	324.1	69.4	34.8	119.8	43.6	47.8	
1985	21399	10160	11239	12794	345.7	77.2	34.8	164.3	43.0	47.1	
1986	23231	17176	10055	13963	417.9	95.6	37.4	166.4	37.9	41.4	
1987	22822	13503	9319	13368	381.4	81.0	31.1	170.1	36.6	41.2	
1988	25817	15226	10591	15433	284.6	71.6	27.3	167.3	31.2	34.5	
1989	44427	33456	10971	31128	264.5	118.4	26.0	142.7	22.2	25.6	
1990	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	20.4	25.3	

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

- (1) Servicio de la deuda registrada.
- (2) Amortizaciones.
- (3) Intereses.
- (4) Desembolsos.
- (5) Deuda externa registrada sobre exportaciones de bienes y servicios.
- (6) Servicio de la deuda externa registrada sobre exportaciones de bienes y servicios.
- (7) Intereses netos sobre exportaciones de bienes y servicios.
- (8) Servicio de la deuda registrada sobre desembolsos.
- (9) Deuda registrada sobre PBI (deuda en dólares, por tipo de cambio anual promedio, sobre PBI a precios corrientes).
- (10) Deuda total (registrada y no registrada) sobre PBI (deuda en dólares, por tipo de cambio anual promedio, sobre PBI a precios corrientes).

Cuadro 19

DEUDA EXTERNA PÚBLICA SOBRE DEUDA EXTERNA TOTAL  
(%)

	(1)	(2)
1980	69.2	56.8
1981	68.0	57.8
1982	66.8	60.7
1983	74.1	71.2
1984	77.5	71.9
1985	80.7	73.8
1986	85.6	78.4
1987	86.6	80.9
1988	88.8	80.8
1989	90.1	83.3
1990	89.7	81.9

Fuente: IPEA (1989, cap.3) y Banco Central do Brasil.

(1) Deuda pública registrada sobre deuda registrada total.

(2) Deuda externa pública neta sobre deuda externa neta total.

Cuadro 20

## BALANCE DE PAGOS (EN MILLONES DE DÓLARES CORRIENTES)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Balance en cuenta corriente	-12848	-11760	-16314	-6842	33	-353	-5199	-1456	4889	1424
Balance comercial	-5935	-1677	-2795	4079	11345	10735	5869	8777	16198	13367
Exp. de bienes y servicios	21857	25523	21967	23619	28939	27617	24225	28100	36060	37520
Bienes FoB	20132	23275	20172	21906	27001	25539	22408	26156	33789	34392
Servicios reales	1726	2248	1791	1712	1937	2077	1818	1943	2271	3128
Transportes y seguros	843	1102	1013	1119	1309	1515	1161	1320	1655	1415
Viajes	125	242	66	40	64	66	84	102	117	1224
Importaciones de bienes y serv.	27792	27200	24762	19540	17594	16882	18355	19322	19862	24153
Bienes FoB	22955	22091	19395	15434	13915	13127	14011	15050	14605	18281
Servicios reales	4838	5109	5365	4106	3678	3754	4345	4274	5257	5872
Transporte y seguros	2758	2786	2460	2025	2070	1873	1993	2139	2558	2959
Viajes	367	407	913	431	218	440	591	287	705	706
Servicios de factores	-7041	-10274	-13509	-11025	-11473	-11228	-11158	-10346	-11403	-12188
Utilidades	-720	-1112	-2141	-1453	-1267	-1605	-1793	-1534	-1539	-2380
Intereses recibidos	1146	1144	1198	707	1245	1521	919	526	759	1196
Intereses pagados y devengados	-7456	-10306	-12550	-10267	-11449	-11124	-10261	-9308	-10591	-10971
Trabajo y propiedad	-9	-1	-14	-13	-2	-20	-26	-31	-32	-33
Transf. unilaterales privadas	128	189	-11	106	161	140	90	112	94	245

(Continúa)

(continuación)

Balance en cuenta de capital	9379	12381	11119	4943	5342	-170	2016	3587	-3184	470
Transf. unilaterales oficiales	42	10	2	2	10	15	-2	-43	--	--
Capital de largo plazo	7104	11659	8011	7997	9773	2302	759	-1010	3497	-2194
Inversión directa	1544	2313	2534	1372	1557	1281	181	1078	2269	130
Inversión de cartera	354	-2	-1	-286	-272	-235	-454	-429	--	--
Otro capital de largo plazo	5206	9348	5478	6911	8489	1255	1032	-1659	1228	-2324
Sector oficial	-14	60	1744	9279	11283	6296	8780	7949	--	--
Préstamos recibidos	1841	1650	3368	13329	20561	15160	13281	11039	--	--
Amortizaciones	-1366	-1319	-1286	-4153	-9427	-8683	-4462	-3027	--	--
Bancos comerciales	2105	4054	1681	-1520	-1404	-2630	-3630	-2183	--	--
Préstamos recibidos	4005	6409	4239	1136	1230	327	70	746	--	--
Amortizaciones	-1917	-2361	-2559	-2656	-2631	-2957	-3699	-2929	--	--
Otros sectores	3115	5234	2053	-848	-1390	-2411	-4118	-7425	--	--
Préstamos recibidos	6085	9633	6675	2527	2079	2126	1154	2093	--	--
Amortizaciones	-3394	-3761	-4264	-3358	-4128	-5133	-5761	-9152	--	--
Capital de corto plazo	2572	1132	3476	-2464	-4844	-1991	1211	5444	-5848	3036
Sector oficial	-31	-6	3879	-1390	-1942	-461	365	5026	--	--
Bancos comerciales	608	1039	-136	-710	1001	-555	711	441	--	--
Otros sectores	1996	99	-267	-364	-3903	-975	135	-23	--	--
Errores y omisiones netos	-343	-418	-369	-592	404	-495	47	-807	-833	-372
Balance global	-3469	621	-5195	-1899	5375	-523	-3184	2131	1705	1894
Variación total reservas (-aumento)	3322	-747	4157	1214	-5139	930	5364	-1805	-2138	-1391
Oro monetario	-103	-130	824	-156	-336	-559	205	-13	--	--
Derechos especiales de giro	-1	-68	452	--	-1	--	1	--	--	--
Posición de reserva en el FMI	-103	80	-23	287	--	--	--	--	--	--
Activos en divisas	3301	-844	2245	-714	-6209	938	5254	-1268	--	--
Otros activos	228	215	109	-297	-141	126	21	--	--	--
Uso de crédito del FMI	--	--	550	2094	1549	426	-118	-525	-643	-911

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

Cuadro 21

## DEUDA EXTERNA. (MILLONES DE DÓLARES A FINES DE CADA AÑO)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 a/
I. Deuda de mediano y largo plazo (deuda registrada)											
1) Deuda externa total registrada y no registrada	--	71.878	83.205	91.362	99.765	105.126	111.045	121.174	113.469	114.471	120.918
2) Liquidez internacional	--	7.509	3.994	4.563	11.995	10.482	6.760	7.458	9.140	9.679	10.171
3) Deuda Neta = (1) - (2)	--	64.369	79.211	86.799	87.77	94.644	104.285	113.716	104.329	104.792	110.747
II. Deuda de corto plazo (deuda no registrada)											
Total	53.848	61.411	70.198	81.319	91.091	95.857	101.759	107.514	102.555	99.285	97.731
Deuda Pública	37.270	41.789	46.858	60.292	70.569	77.396	87.118	93.080	91.041	89.478	87.712
Deuda Privada	16.578	19.622	23.340	21.027	20.522	18.461	14.641	14.434	11.514	9.807	10.019
Préstamos compensatorios	--	--	544	2.645	3.967	4.608	4.409	3.938	3.075	2.439	--
Gobierno de los Estados Unidos	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Fondo Monetario Internacional	--	--	544	2.645	3.967	4.608	4.409	3.938	3.075	2.439	--
Otros	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Bonos	3.236	2.896	2.610	2.226	1.737	1.919	1.941	1.589	1.460	1.126	--
Organismos Internacionales	3.485	3.583	3.847	4.326	5.714	7.411	9.059	9.559	9.788	11.095	--
Banco Mundial	2.246	2.264	2.341	2.588	3.905	5.057	6.367	6.932	6.946	8.310 (b)	--
BID	1.047	1.071	1.203	1.367	1.397	1.927	2.071	2.405	2.590	2.380	--
Corp. Fin. Internac.	192	248	301	303	285	279	231	222	252	2405	--
Organismos bilaterales oficiales	3.485	3.894	4.160	4.855	6.603	7.793	10.225	13.022	13.350	13.720	--
USAID	1.050	1.019	989	967	895	886	848	860	823	802	--
Préstamos para programas	512	490	470	449	340	340	388	372	340	340	--
Préstamos para proyectos	538	529	519	518	466	476	460	488	476	462	--
Trigo (c)	514	568	889	1.212	1.375	1.155	696	661	444	97	--
Eximbank de los Estados Unidos	931	955	934	981	789	674	633	532	457	355	--
Eximbank del Japón	489	508	477	502	384	349	514	602	523	370	--
Kreditanstalt für Wiederaufbau (RFA)	498	624	613	722	644	796	1.167	1.503	1.398	1.528	--
Otros (d)	3	220	258	471	2.516	4.341	6.367	8.864	9.705	10.568	--
Créditos de los proveedores	5.651	5.983	5.983	7.513	6.492	7.427	8.429	8.528	9.832	9.357	--
Créditos financieros	37.820	44.984	52.918	59.626	66.467	66.195	67.185	67.938	64.458	61.082	--
Resolución Nro. 63	9.924	13.456	16.146	15.115	13.630	11.379	8.772	6.831	4.317	2.604	--
Ley Nro. 4131	27.887	31.520	36.763	44.511	52.830	54.809	58.413	61.100	60.133	58.470	--
Otros créditos	171	160	136	128	111	504	430	539	592	466	--
II. Deuda de corto plazo (deuda no registrada)											
Total	--	10.467	13.007	10.313	8.674	9.269	9.286	13.660	10.914	15.456	--
Operaciones tradicionales (netas)	--	--	9.292	7.973	8.374	7.285	7.251	7.596	8.015	7.408	--
Líneas de créditos comerciales	--	--	5.034	4.377	3.779	3.126	3.291	3.123	3.143	2.731	--
Bancos comerciales brasileños	--	--	4.306	3.596	4.595	4.023	4.060	4.473	4.872	4.677	--
Activos	--	--	2.099	1.924	2.274	1.984	1.399	1.763	2.351	2.604	--
Operaciones especiales	--	--	6.405	5.520	6.869	6.007	5.459	5.905	6.635	7.028	--
Préstamos transitorios	--	--	3.715	2.340	300	134	536	4.632	1.136	5.659	--
Atrasos en el pago de la deuda	--	--	--	--	--	--	--	3.973	--	4.606	--
Club de París y otras operaciones	--	--	--	2.340	300	134	536	659	1.136	1.091	--

Fuente: Banco Central del Brasil.

(a) Datos a fines de setiembre. (b) Monto actualizado por las presentes paridades de los tipos de cambio. (c) Ley 480 de los Estados Unidos, préstamos del Canadian Wheat Board y otros créditos para trigo. (d) La mayor parte de este rubro corresponde a financiamiento que hasta 1980 fue contabilizado dentro del rubro "créditos de los proveedores".

## V. EL CASO DE COLOMBIA

### A. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo analizamos la evolución macroeconómica de Colombia en la década pasada. Procuramos mostrar de qué manera los shocks externos negativos de comienzos de los ochenta generaron importantes desequilibrios fiscales y de sector externo que afectaron el ritmo de crecimiento de la economía. Estos dieron posteriormente lugar a un proceso de ajuste que, en el caso colombiano, se completó hacia mediados de la década sin que se atravesaran períodos de intensa inestabilidad como los que caracterizaran a otras economías de la región. La recuperación de los equilibrios macroeconómicos básicos permitió, a partir de entonces, el logro de un desempeño macroeconómico razonable hasta inicios de los noventa.

En la primera parte se examinan las condiciones macroeconómicas vigentes al inicio de los ochenta, particularmente en lo que se refiere a las cuentas fiscales y de sector externo, y se establece la periodización que se seguirá en el resto del trabajo.

Las políticas económicas no se analizan de manera detenida, si bien se caracterizan sus orientaciones principales en relación con el tratamiento de los desequilibrios externo y fiscal. La periodización establecida en la sección inicial se utiliza posteriormente al enfocar más detalladamente el proceso de ajuste externo, en la segunda parte, y la evolución de la brecha fiscal, en la tercera. Por último, en la parte final, se examinan las variables de ahorro e inversión y las relaciones entre los sectores público, privado y externo, evaluando globalmente el desempeño macroeconómico colombiano en los ochenta.

### B. LAS CONDICIONES MACROECONÓMICAS A COMIENZOS DE LOS OCHENTA Y LAS ETAPAS DE LA EVOLUCIÓN POSTERIOR

#### 1. El sector externo al inicio de la década

Hacia fines de los setenta la economía colombiana se encontraba en una posición financiera de gran solidez. Contaba con elevados niveles de reservas de divisas (equivalentes a más de un año de importaciones) y una reducida deuda externa neta, que apenas superaba el 3% del PBI.

Si bien el ritmo de expansión económica fue algo más lento en la segunda mitad de aquella década que en la primera, se ubicó de todos modos en un nivel elevado, superior al 5% anual. Además, la situación del sector externo tendió a mejorar en forma muy significativa. La obtención simultánea de una expansión relativamente rápida y una mejora de la posición financiera externa del país fue posible merced a la bonanza cafetera que siguió a la crisis de la producción brasileña de ese grano en 1975, debida a una sequía. Los precios del café se mantuvieron muy elevados entre 1976 y 1978. De hecho, los términos del intercambio de Colombia mejoraron casi un 90% en sólo dos años. Estas condiciones externas favorables se reflejaron en la cuenta corriente del balance de pagos, que fue superavitaria entre 1976 y 1980.

Luego de 1978, pese a que los precios del café bajaron, las exportaciones se mantuvieron elevadas por los importantes aumentos en los volúmenes de ventas externas de ese producto. En 1980, 51.4% de las exportaciones colombianas correspondían al café, revelando un rasgo de fragilidad de la estructura comercial del país. Con todo, esa participación resultaba diez puntos menor a la observada a comienzos de los años setenta.

Durante el período de bonanza externa, bajo la administración del presidente López, se trató de amortiguar por diversos medios los efectos negativos de la sobreoferta de divisas. Se indujo la cancelación de pasivos externos, particularmente del sector público, a lo que contribuyó también una política fiscal de signo contractivo, asentada en una importante reforma tributaria realizada en 1975 y en medidas de contención del gasto. Se esterilizó parte del efecto expansivo de la acumulación de reservas mediante el manejo de los encajes bancarios y la colocación de títulos. Se controlaron estrictamente los movimientos de capitales, a fin de evitar que los flujos de origen privado, atraídos por la solidez del sector externo colombiano y las tasas de interés domésticas relativamente elevadas, acentuasen el exceso de oferta de divisas.

Para aminorar el efecto monetario del sector externo se redujo también el ritmo de devaluación. El tipo de cambio real de exportación (corregido por canasta de monedas) era en 1979 un 16% inferior al previo a la bonanza cafetera. Simultáneamente, se redujeron las trabas a las importaciones, que crecieron con rapidez en los últimos años setenta.

El aumento de las compras externas fue acentuado en el año 1980; al mayor volumen de las mismas se agregó una importante suba del valor unitario, de casi 23% (cuadro 15). De modo que en ese año se produciría por primera vez desde 1975 un resultado deficitario, aunque reducido, de la cuenta corriente del balance de pagos.

En el lapso 1975-80, el saldo favorable del comercio promedió 2.3% del PBI (cuadro 2). Al mismo tiempo, los ingresos netos por pagos de factores eran, en media, de -1.4% del producto y las "otras transferencias corrientes netas del resto del mundo" alcanzaban a 0.3% del PBI. De manera que, a partir de las cifras de las cuentas nacionales a precios corrientes, se obtiene una estimación del ahorro externo para ese período: el mismo fue negativo, y equivalente a -1.2% anual, en promedio.

Como resultado del "boom" externo, en consecuencia, la posición financiera externa colombiana mejoró apreciablemente y presentaba una gran solidez hacia 1980. En ese año la deuda externa neta del país resultaba apenas superior a los 1 000 millones de dólares, equivalentes a menos de 20% de las exportaciones de bienes y servicios. La deuda externa total resultaba inferior a 20% del producto, y el cociente entre los servicios de la deuda y las exportaciones era de 18% (cuadro 18). En América Latina, sólo Venezuela contaba por entonces con una situación financiera externa comparable a la colombiana.

Había, con todo, algunos signos de menor dinamismo económico: un progresivo descenso de la tasa de expansión a partir del máximo de 1978 (cuadro 1), un crecimiento rezagado de la industria en la segunda mitad de los setenta (reflejo de tasas de inversión relativamente bajas y lento incremento de la productividad) y, por otra parte, una cierta reversión del proceso de diversificación de exportaciones. Este había avanzado con rapidez desde fines de los sesenta, pero fue afectado negativamente por cortes de subsidios operados a partir de 1975 y también por la revaluación cambiaria que se produjo a lo largo de los años de "boom", así como por las menores trabas a la importación (Ocampo, J.A., 1986).

## 2. Las condiciones fiscales iniciales

También en el plano fiscal Colombia presentaba, a comienzos de los ochenta, una situación más equilibrada que el promedio de la región. El cuadro relativamente favorable de las cuentas del sector público al momento de producirse los shocks externos negativos de inicios de la década no eximió al país, sin embargo, de un fuerte impacto desestabilizador sobre los resultados fiscales. Inicialmente este provendría, entre tanto, en mucho menor medida de la suba de las tasas de interés internacionales que del impacto doméstico de la crisis del sector cafetalero, generada por la importante caída del precio de ese grano en 1980, y por la ruptura del acuerdo internacional de cuotas que le siguió.

En el período de la bonanza cafetera, las autoridades colombianas habían mantenido una disciplina relativamente estricta en el manejo fiscal, a lo que contribuyó la importante reforma tributaria puesta en vigencia en 1975, antes del referido "boom". La austeridad fiscal y monetaria tendió a amortiguar el efecto expansivo del sector externo.

En 1979, al fin de la administración López, el sector público consolidado registraba un déficit del orden de 1% del producto (cuadro 7), el que era financiado esencialmente con crédito externo. El ahorro corriente del gobierno consolidado era por entonces superior a los 6 puntos del PBI, los que permitían financiar 85% de la formación de capital estatal. Era por entonces muy importante, sin embargo, la contribución de los recursos provenientes del sector cafetalero al financiamiento fiscal. El superávit del Fondo Nacional del Café fue, en 1979, de 1.85% del PBI. Sin embargo, el gobierno central y el sector público descentralizado presentaban un déficit primario consolidado próximo a los dos puntos del PBI (cuadro 6), que resultó mayor en 1980, y un déficit global que promedió 3.9% del producto en el bienio 1979-80.

A la posición relativamente equilibrada de las cuentas del sector público consolidado debe adicionarse la constatación de que Colombia mostraba por entonces tasas de inflación más bajas y un grado de monetización mayor (más estable, en particular) que los que caracterizaban a la mayor parte de las economías de la región. Esto reduce el efecto desestabilizador de los desequilibrios fiscales sobre los mercados financieros domésticos. Por otro lado, a pesar del hecho de que el estado detentaba la mayor parte de la deuda externa del país (64.7% del total en 1980), su fragilidad financiera resultaba atenuada por la magnitud relativamente reducida del endeudamiento total. En particular, debe destacarse que el monto de las reservas internacionales era superior en más de 1 200 millones de dólares a la deuda pública total en 1979. Ambos valores resultaban muy semejantes, entre tanto, en 1980.

Debe señalarse, sin embargo, que el panorama de relativo equilibrio fiscal que se ha trazado estaba cambiando en sentido negativo ya con anterioridad a los choques externos que habría de enfrentar la economía colombiana a comienzos de los ochenta. En efecto, desde 1979 se produjo un cambio importante en la orientación de las políticas macroeconómicas, que alteró sensiblemente el cuadro que caracterizara el período de "boom".

## 3. La fase de desequilibrios crecientes: 1979-82

Pese a la situación externa sólida y a la posición fiscal relativamente equilibrada que presentaba Colombia a fines de los setenta, la sucesión de shocks externos negativos de los primeros años

de la década pasada no dejó de afectar su desempeño macroeconómico. Así, habría de observarse inicialmente una fase de creciente desequilibrio externo y fiscal, extendida a lo largo del lapso 1979-1982. Parece posible entender a esa etapa, sin embargo, como una fuerte fluctuación negativa de corto plazo, antes que como manifestación de una crisis de carácter estructural. La constatación del razonable desempeño macroeconómico que alcanzaría Colombia en la segunda mitad de la década de los ochenta parece avalar ese parecer.

El progresivo deterioro del sector externo, en particular debido al fuerte ritmo de aumento de las importaciones, había generado un leve desequilibrio de la cuenta corriente en 1980. Sin embargo, la crisis del precio del café promediando ese año, y la ruptura del acuerdo internacional de cuotas, agravaron considerablemente la situación entre 1980 y 1981. El deterioro del saldo comercial entre esos años fue superior a 4 puntos del PBI (cuadro 2), de acuerdo con las cifras de las cuentas nacionales a precios corrientes. A eso se sumó el impacto de las subas de las tasas de interés internacionales. De modo que, en 1981, el ahorro externo, que había sido negativo en la segunda mitad de los setenta, resultó positivo y de una magnitud próxima a los 5 puntos del producto.

Si bien la gravitación de los shocks externos es indudable, parte importante del deterioro del desempeño macroeconómico colombiano en los primeros años ochenta puede atribuirse a la política económica seguida bajo la administración del presidente Turbay entre 1979 y 1982. En efecto, se aplicó por entonces una combinación de política fiscal expansiva (que incluyó un programa de inversiones públicas dirigidas a objetivos de desarrollo en las áreas energética, minera y de infraestructura de transportes, principalmente) y política monetaria contractiva, junto con una significativa liberalización de los controles de importaciones. La restricción monetaria y la apertura importadora se orientaban a impedir el surgimiento de una espiral inflacionaria, puesto que el diagnóstico gubernamental suponía que la economía se encontraba operando en pleno empleo. Mientras que la orientación de la política fiscal cambió fuertemente en relación con la seguida por la administración anterior, la política monetaria mantuvo su carácter contractivo, aunque tendió a basarse en mayor medida en operaciones de mercado abierto. La política cambiaria también mantuvo los lineamientos de la fase de bonanza externa, de modo que el proceso de revaluación del peso continuó.

Esa combinación de política fiscal expansiva y política monetaria contractiva había sido en realidad concebida para un período de "boom" como lo fueran los últimos años setenta. Resultó inadecuada, entre tanto, en la nueva fase que atravesaría la economía desde comienzos de la década siguiente, como consecuencia del marcado deterioro de su sector externo. La política fiscal expansiva, combinada con el aumento de los pagos de intereses externos, generó un creciente desequilibrio fiscal. En 1982 el mismo alcanzaba ya a los 6 puntos del producto, para el sector público consolidado. Al mismo tiempo, la fuerte expansión de las importaciones tendía a agravar el deterioro del sector externo. En 1982 la cuenta corriente alcanzaba un resultado negativo récord, superior a los siete puntos del PBI. En ese mismo año, una crisis financiera doméstica de proporciones se sumaba al drástico cambio de la situación financiera externa a partir de la crisis de pagos de México, completando el legado crítico que habría de recibir la nueva administración, encabezada, a partir de 1983, por el presidente Betancur.

#### 4. El período de ajuste: del gradualismo a la ortodoxia tradicional

La fase de desequilibrio creciente extendida entre 1979 y 1982 fue seguida por un período de ajuste, entre ese año y 1986. En esta fase pueden a su vez distinguirse dos subetapas. En la primera de ellas, entre 1983 y 1984, sobre la base de la existencia de reservas de divisas todavía elevadas, se intentó un ajuste gradual del sector externo con elementos heterodoxos, sin recurrir a la devaluación real. Se frenó el proceso de revaluación del peso, y se recurrió a un conjunto de medidas de restricción a las importaciones. Así, en esa etapa tuvieron un rol central las políticas comercial y monetaria, mientras que el sector fiscal continuaba deteriorándose. Una reforma tributaria encarada en 1983 dio pocos frutos, al menos en términos de resultados inmediatos. Paralelamente, la economía recibía una nueva serie de choques desfavorables. A la crisis de los pagos externos de México y su efecto sobre los flujos internacionales de crédito se sumó la maxidevaluación venezolana de comienzos de 1983, que afectó al comercio (legal e ilegal) de Colombia con ese país. El fuerte desequilibrio del balance de pagos en cuenta corriente, combinado con una notoria reducción de los ingresos de capitales, determinaron una importante caída de reservas en 1983. La estrategia de ajuste externo gradual, basada esencialmente en la política comercial, parecía así mostrarse inviable, a pesar de que había producido una mejora perceptible en los resultados del comercio, dando lugar al mismo tiempo para la recuperación de los niveles de actividad, impulsados por los sectores productivos favorecidos por las mayores trabas a la importación.

Entonces, desde la segunda mitad de 1984, las políticas cambiaria y fiscal pasaron al centro de la escena. Se elevó sustancialmente el ritmo de devaluación y se procuró mejorar las cuentas públicas actuando simultáneamente sobre los recursos y sobre el gasto. En este último caso, particularmente sobre la inversión. A comienzos de 1985 se llegó a un acuerdo con el FMI, sobre la base de estas orientaciones de política, lo que facilitó cierta recomposición del financiamiento externo.

En 1985 los desequilibrios fiscal y externo mostraron sensibles reducciones en relación con el período precedente. El resultado de la cuenta corriente del balance de pagos mejoró a pesar del comportamiento desfavorable de las exportaciones. En 1986, la excepcional mejoría del balance comercial posibilitada por una importante elevación de los precios internacionales del café dio lugar a un saldo positivo de la cuenta corriente del balance de pagos, por primera vez a lo largo de los años ochenta. Este shock favorable permitió además, consolidar la mejora de las cuentas fiscales y alcanzar, en este plano, una situación nuevamente equilibrada.

#### 5. La fase de recuperación del crecimiento

A partir de entonces, restablecidos los equilibrios macroeconómicos básicos, la economía colombiana inicia una etapa de expansión sostenida. Entre 1986 y 1990 el crecimiento anual medio del PBI sería de 4.7%. Los rasgos más notorios de esta fase son los siguientes. En primer lugar, el equilibrio del sector externo alcanzado hacia mediados de la década se mantuvo, a pesar del aumento del flujo de importaciones asociado a la recuperación económica, y de la fuerte caída del precio del café en 1987. Un factor decisivo para permitir este logro fue la notable diversificación de exportaciones, en la que se destaca la expansión de las ventas de productos

mineros (petróleo, carbón, ferroníquel, entre los principales) y las exportaciones "menores". Esta expansión fue fruto, por un lado, de las fuertes inversiones (en buena medida estatales) en minería, desarrolladas en la primera mitad de la década, y también de la política cambiaria. En efecto, luego de las devaluaciones de 1984-85, la paridad real del dólar tendió a mantenerse relativamente estable (cuadro 14), y el tipo de cambio efectivo corregido por canasta de monedas subió incluso en forma fuerte y sostenida hasta el final de la década. La respuesta al incentivo cambiario parece haber sido muy significativa, particularmente en el caso de las exportaciones menores.

El buen desempeño del sector externo se refleja en una recomposición de la solidez financiera externa de la economía colombiana. La tasa de crecimiento de la deuda total se redujo visiblemente, y la deuda neta se mantuvo estabilizada desde 1987 en adelante. Por lo tanto, los indicadores de fragilidad financiera mejoraron generalizadamente (cuadro 18).

En segundo lugar, se constata que la expansión económica fue acelerada durante el bienio 1986-87, pero tendió a moderarse después, en especial en el caso de la industria manufacturera (el crecimiento de este sector en 1990, superior a 6%, se debió fundamentalmente a la expansión de la actividad de trilla de café). Si, por un lado, la industria manufacturera no recuperó el rol dinámico que tuviera al menos hasta mediados de los setenta, se observa además que ningún otro sector ocupó el lugar de eje del proceso de expansión. Por el contrario, el cambio estructural de la economía colombiana en la segunda mitad de los ochenta no mostró un patrón definido, sino una serie de movimientos erráticos. El sector que lideró la expansión fue claramente el de la minería, pero debido a sus relativamente escasos eslabonamientos hacia atrás en la cadena productiva, sus efectos indirectos sobre la actividad productiva son relativamente limitados<sup>1</sup>.

Así, el problema del crecimiento "lento" (a pesar de que muy superior al promedio regional) aparecía destacado en los análisis de la economía colombiana de finales de los ochenta. Las reformas estructurales, y particularmente la apertura económica acelerada de inicios de los noventa, aparecieron como orientaciones destinadas a revertir esta situación, impulsadas además por los organismos multilaterales.

Sin embargo, en cierto contraste con la situación aparentemente más sólida del sector externo, la situación fiscal y monetaria, a pesar de la menor magnitud de los desequilibrios, no dejaba de mostrar signos preocupantes. Parte de la aceleración inflacionaria de 1990 se debió a los ajustes de tarifas y precios públicos orientados a mejorar las cuentas del gobierno descentralizado. Junto con la progresiva aceleración de la inflación a partir de 1983, y la caída de las tasas reales de interés (cuadro 12) se observa también una reducción progresiva de los agregados monetarios como porcentaje del PBI.

---

<sup>1</sup> El punto es enfatizado en J.A.Ocampo, 1991.

## C. LA BRECHA EXTERNA

### 1. El período 1979-82

A mediados de 1980 se produjo un colapso de los precios del café, y los volúmenes exportados de ese producto se redujeron debido a la puesta en operación, en ese año, del acuerdo de cuotas. En 1981 el valor unitario de las exportaciones colombianas cayó más de 11 %, y el volumen otro 11 %. Como también se encontraban en alza los precios de las compras externas de Colombia, sólo entre 1980 y 1981 los términos del intercambio cayeron algo más de 15 %.

El pobre desempeño exportador que siguió a esos shocks se reflejó, por ejemplo, en una pronunciada reducción del coeficiente exportaciones/PBI, que cayó en más de cuatro puntos entre 1980 y 1981, en las cuentas nacionales a precios corrientes (cuadro 3).

Paralelamente el coeficiente de importaciones tendía a elevarse. Entre 1979 y 1981 incrementaron su participación en el PBI en dos puntos en las cuentas a precios corrientes, superando el 15 % del producto. La suba es más acentuada en las cuentas a precios constantes, en las que las compras externas llegaron a superar el 21 % del PBI en 1982. Contribuyeron a esto, por un lado, el progresivo deterioro del tipo de cambio real, que en 1982-3 resultó alrededor de 20 % inferior al promedio de 1975-80, ajustado por canasta de monedas (para el caso del tipo de exportación. Véase cuadro 13) y por otro la liberalización de importaciones, la baja de aranceles y el programa de inversiones públicas encarado por la administración Turbay. Este programa presentó un marcado sesgo intensivo en importaciones. De manera, según señala J.A. Ocampo (1986), el mayor nivel de importaciones a partir de 1979 se asocia con un cambio en la **composición** de la demanda agregada antes que con un aumento en su nivel.

Como resultado de las tendencias señaladas del intercambio de bienes, se produjo un desequilibrio creciente de la cuenta comercial del balance de pagos. Esta pasó de una situación relativamente equilibrada en 1980, a un déficit superior a 4 % del PBI (a precios corrientes) dos años después.

Por otra parte, como resultado de las subas de las tasas de interés internacionales y del rápido incremento de la deuda neta, entre 1980 y 1983 el flujo de pagos de servicios de factores al exterior aumentó en cifras del orden de 2 % del producto.

Debido al deterioro simultáneo de las cuentas de comercio de bienes y de servicios, el saldo de las transacciones en cuenta corriente con el resto del mundo pasó también de una situación relativamente equilibrada en 1980 a un significativo déficit, superior a los 7 puntos del PBI, en 1982 y en 1983. Sin embargo, la disponibilidad de crédito externo (dirigido en gran proporción al financiamiento del programa de inversiones públicas), permitió financiar ese desequilibrio sin pérdida de reservas, hasta 1982, año en que estas comienzan a reducirse. Entre 1980 y 1982 la deuda neta crece en forma muy rápida, pasando de 3 % a casi 14 % del PBI.

### 2. El período 1983-86

A pesar de la notable magnitud del desequilibrio del balance de pagos que se generó velozmente a comienzos de los ochenta, en el caso colombiano no hubo una respuesta inmediata a ese problema, que procurase producir un rápido ajuste al choque externo. En un primer momento,

la administración Betancur asumió que la recuperación económica y la corrección del desequilibrio externo eran objetivos compatibles, tomando en consideración la sólida posición de reservas que presentaba por entonces el país.

Las políticas de sector externo se basaron inicialmente en instrumentos tradicionales: "crawling peg", racionamiento de importaciones, suba de aranceles, subsidios a la exportación, controles cambiarios y depósitos previos para importar. En principio, la política de manejo de la demanda agregada no jugó ningún rol en el equilibrio del balance de pagos. Aún así, la política comercial inició el proceso de recuperación externa. Las importaciones cayeron en más de 900 millones de dólares entre 1982 y 1983, contrayéndose más de 8% en volumen. De este modo, a pesar de que también se redujeron las ventas externas (casi 5% en valor, cuadro 15), el balance comercial mostró un desequilibrio algo menor. Pero el aumento de los pagos netos de factores mantuvo el desequilibrio de la cuenta corriente por sobre los 3 mil millones de dólares. Entre tanto, como se indicó, hasta fines de 1982, el pronunciado desequilibrio de la cuenta corriente del balance de pagos fue financiado mediante el recurso al endeudamiento externo. La sólida posición financiera externa del país tendía a debilitarse con rapidez. Luego de la contracción de la oferta internacional de crédito en 1982, la posición de reservas se deterioró velozmente. En 1984 se establecieron trabas más estrictas a la importación y se elevaron los aranceles. La mejora del balance comercial se acentuó y el déficit de cuenta corriente se redujo considerablemente. El saldo de la cuenta de capitales de largo plazo, por otra parte, se mantuvo en los elevados niveles del trienio precedente, en buena medida merced a que el sector público continuó teniendo acceso a fuentes de financiamiento externo, a pesar de la contracción de la oferta internacional de crédito hacia los países fuertemente endeudados de la región. También continuó en niveles elevados el flujo de recursos de inversión directa, dirigida en particular a proyectos de explotación minera iniciados con anterioridad. Sin embargo, los movimientos de capitales de corto plazo registraron un saldo negativo superior a los ochocientos millones de dólares, y la posición de reservas se deterioró considerablemente por tercer año consecutivo. La creciente fragilidad de la posición financiera de la economía colombiana forzó entonces un replanteo de la política.

Así, en 1984, esa concepción inicial del gobierno de Betancur fue abandonada y se aplicó un paquete de medidas de ajuste de carácter ortodoxo, basado en un incremento del ritmo de devaluación y en el control de la demanda agregada. El cambio de política fue acompañado también por una reversión de las restricciones al comercio, es decir, un nuevo giro en el sentido de una mayor liberalización de las prácticas comerciales, que incluyó una rebaja de aranceles (cuadro 17). Este programa produjo una reversión relativamente rápida de los resultados de las cuentas externas.

El aumento del tipo de cambio real jugó un rol fundamental en esa mejoría. El mismo había declinado sostenidamente desde mediados de los setenta (cuadro 13). Entre 1984 y 1986, sin embargo, el ritmo de devaluación se ubicaría considerablemente por sobre la tasa de inflación. En términos de promedios anuales, la devaluación media en ese lapso fue de casi 35%, frente a una inflación (mayorista) de 21.7%. De este modo, la devaluación real en el trienio superó el 36%. La suba de la paridad fue aún mayor si se consideran las series corregidas para tomar en cuenta la estructura del comercio y las variaciones de paridad entre las monedas de los principales países con que Colombia tiene intercambio comercial. En este caso la

devaluación entre 1983 y 1986 fue del orden de 50% (cuadro 13). De tal modo, la paridad se ubicó por sobre los máximos de la segunda mitad de los setenta.

A partir de entonces, alentadas por el cambio de precios relativos, las exportaciones se expandieron aceleradamente. En volumen, crecieron casi 40% en 1984, y lo harían a una tasa media anual de casi 14% entre 1984 y 1990. En dólares corrientes, la expansión fue también levemente superior a 13% al año, en este lapso.

Paralelamente, entre 1983 y 1986, se contraían en forma notable las importaciones. Como ya se indicara, los mecanismos de racionamiento jugaron un rol importante para la configuración de esa tendencia. Si se comparan los saldos del comercio de 1982 y 1985 se constata que toda la mejoría corresponde a la caída de las compras externas, que fue de 1 600 millones de dólares. El coeficiente importaciones/PBI pasó de 15,2% en 1982 a 12% en 1986. La caída proporcional es mucho más intensa, entre tanto, en las series a precios constantes (cuadros 2 y 4).

Como resultado de los procesos señalados, el balance comercial resultó prácticamente equilibrado ya en 1984, año en que se produjo un notable incremento de los volúmenes exportados. En 1985 hubo una cierta reversión de esos logros, motivada en parte por la caída de los términos del intercambio, superior a 8%. Sin embargo, se obtuvo un importante superávit en 1986, el primero de la década. El superávit comercial de ese año fue posibilitado por desempeño tendencial de las importaciones ya referido, combinado con un extraordinario incremento del volumen y del valor exportado, particularmente debido a la situación muy favorable del mercado del café. Como ya se indicara, el excedente del comercio permitió obtener, por primera vez desde 1980, un resultado superavitario en la cuenta corriente del balance de pagos.

### 3. El período 1986-90

El equilibrio del sector externo alcanzado por Colombia en 1985-86 se mantuvo, en lo esencial, a lo largo del resto de la década. La cuenta corriente del balance de pagos, que había registrado un desequilibrio acumulado de casi 11 500 millones de dólares entre 1979 y 1985, acumuló un superávit algo inferior a 1 000 millones de dólares desde entonces hasta 1990, con un sólo año de déficit, en 1988.

El superávit comercial mostró oscilaciones luego de 1986, asociadas en parte a las fluctuaciones en el mercado del café. La suba del precio del mismo registrada en 1986 fue seguida por una caída de igual magnitud en 1987. En ese año el valor unitario de las ventas externas colombianas sufrió un muy fuerte deterioro, próximo a 20%. Sin embargo, esto fue compensado en gran medida merced a la operación del mecanismo regulador administrado por el Fondo Nacional del Café. En 1987 se incrementaron las ventas cafeteras, a partir de las elevadas existencias que el Fondo había acumulado en años previos. Con todo, la participación de las ventas de café en las exportaciones totales cayó en 1987 por debajo de 30%, y caería aún más en 1989-90, aproximándose a 20% del valor de las mismas. Esta caída se debió principalmente a la extraordinaria expansión de las exportaciones mineras, por un lado, y de las llamadas "menores" por otro. En el cuadro 16 puede observarse, por ejemplo, el importante incremento del peso relativo de las ventas de petróleo y derivados, carbón, ferróníquel y oro, en la segunda mitad de los ochenta. Estas pasaron de 24.4% de las exportaciones totales en 1985

a 42.5% en 1990. En el caso del petróleo debe contabilizarse además el efecto favorable sobre el saldo comercial de la contracción de las importaciones.

Debe hacerse notar, sin embargo, que el superávit comercial generado por la economía colombiana en la segunda mitad de los ochenta (y registrado en el balance de pagos), fue sistemáticamente inferior a los pagos al exterior en concepto de servicios de factores (cuadros 14 y 20). Mientras que el saldo comercial acumulado entre 1986 y 1990 fue de 5 964 millones de dólares, la cuenta de servicios de factores arrojó un flujo negativo de 9 789 millones. La diferencia, de 3 825 millones, fue cubierta con creces, sin embargo, por 4 812 millones de ingresos en concepto de "transferencias unilaterales privadas", las que han pasado así a constituirse en un factor de gran importancia para la configuración de la situación equilibrada del sector externo colombiano. Estos ingresos fueron equivalentes a dos veces y media el saldo positivo de la cuenta de capital, en el período que se está considerando, y superaron en 500 millones de dólares al saldo de los movimientos de capitales de largo plazo. En apariencia, parte importante de estas transferencias unilaterales privadas tienen origen en recursos generados por actividades ilegales, particularmente por el narcotráfico.

Estos ingresos, combinados con los modestos ingresos generados por nuevo financiamiento externo en los últimos cuatro años de la década, permitieron por un lado mantener el equilibrio de la cuenta corriente y por otro producir una recuperación del nivel de reservas. La deuda neta se estabilizó en términos nominales (cuadro 18), por lo que su peso en relación con el PBI cayó desde el máximo de 34.3% que alcanzara en 1985, a 29.8% en 1990. La relación deuda bruta/PBI, entre tanto, se mantenía levemente por sobre 40%. El dinamismo de las exportaciones permitió, además, reducir sensiblemente los coeficientes deuda/exportaciones, e intereses/exportaciones. Este último, por ejemplo, era en 1990 inferior a 19%. Estos indicadores configuran una situación financiera de relativa solidez, aún si la misma se compara desfavorablemente con la que Colombia presentaba a comienzos de los ochenta.

## D. LA BRECHA FISCAL

### 1. El período 1979-82

Si bien la situación fiscal de Colombia al inicio de los ochenta era relativamente sólida, entre 1979 y 1982 el déficit del sector público consolidado creció aceleradamente. Pasó en ese lapso de 0.96% del PBI a 6%. Este fue, según se describiera en la primera sección del trabajo, el resultado de la política fiscal de signo expansivo aplicada bajo la administración Turbay, combinada con el efecto fuertemente negativo del shock de 1980 sobre el precio y los volúmenes comercializados de café, que impactó sobre las cuentas del Fondo Nacional del Café. Posteriormente, en 1983, ya bajo la presidencia de Betancur, la necesidad de ajustar las cuentas públicas adquirió más relevancia en la definición de la política. Sin embargo, como puede observarse en el cuadro 7, a pesar de los esfuerzos entonces encarados, el desequilibrio presupuestario se mantendría en niveles muy elevados hasta 1985. En este sentido, la periodización que aquí seguimos está, en el plano fiscal, definida principalmente por la secuencia de orientaciones de política, antes que por sus resultados efectivos.

Por otra parte, observando las cuentas del gobierno central y del sector descentralizado, que se presentan desagregadas en el cuadro 6, se constata que el creciente desequilibrio público a comienzos de los ochenta se debe en gran medida al aumento del déficit primario del gobierno central, que crece en más de 3.5% del producto entre 1979 y 1982. Tanto en el gobierno central cuanto en el sector público descentralizado se observa una tendencia al alza de los gastos de capital, generado por el programa de inversiones públicas en infraestructura, proyectos energéticos y mineros por entonces encarado; pero crecen también los gastos corrientes como porcentaje del PBI. En el sector descentralizado, entre tanto, esa tendencia es en gran medida contrabalanceada por un aumento de los ingresos, lo que no sucede en el caso del gobierno central. La recaudación tributaria, en particular, muestra un progresivo deterioro. La pérdida de ingresos tributarios en el período fue, para el sector público consolidado, del orden de 2% del PBI (cuadro 7). Esto resultó en parte de rebajas en las tasas impositivas implementadas en 1979 y de la reducción de la carga tributaria sobre el sector cafetero.

Como se indicara, un factor de gran importancia en el deterioro del resultado financiero del sector público consolidado en esta fase fue la desaparición del importante superávit que generó, hasta 1979, el Fondo Nacional del Café (cuadro 8). Entre 1979 y 1982 esta caída fue de 1.55% del PBI. El shock externo derivado de la crisis cafetera iniciada a mediados de 1980 operó así negativamente sobre el financiamiento público en forma directa, pero también indirectamente, puesto que el fuerte efecto recesivo de la contracción de los ingresos cafeteros afectó la recaudación de impuestos generados por la actividad económica interna.

Entre tanto, debido al bajo grado de endeudamiento externo a comienzos de los ochenta, el rol de los intereses pagados al exterior fue relativamente menor.

En esta fase se observa también el rol creciente del financiamiento interno neto del déficit fiscal, que pasa de valores muy reducidos en 1979 a más de 3.5% del PBI en 1982, correspondientes a 60% del financiamiento neto total del sector público (cuadro 7).

## 2. El período 1983-86

En 1983 el gobierno de Betancur encaró el grave problema que por entonces constituía del desequilibrio financiero fiscal, principalmente mediante una tentativa de incrementar los ingresos públicos. Para ello se implementó una reforma tributaria, que se basó en algunos cambios en el régimen del impuesto a la renta: se incorporó la noción de renta presunta, se modificó el régimen de retención en la fuente y se dictó una amnistía. A su vez se modificó el impuesto a las ventas, pasándolo del nivel mayorista al minorista, con lo que quedaba transformado en un impuesto al valor agregado (CEPAL, 1992). La reforma produjo alguna mejora en la recaudación sobre actividades internas, pero esto apenas compensó la pérdida de ingresos generados por los tributos sobre el comercio exterior.

El esfuerzo de ajuste de las cuentas públicas sería reforzado con un nuevo paquete tributario en 1984, en el que se estableció un nuevo impuesto a las importaciones y se extendió el gravamen sobre el valor agregado a bienes de consumo popular que hasta entonces estaban exentos. Se comenzaron a encarar también, por entonces, medidas destinadas a contener o contraer el gasto, como reducciones de los reajustes de salarios públicos y cortes en gastos administrativos y de inversión. Se produjeron asimismo reajustes de tarifas y se establecieron

mecanismos de "ahorro obligatorio" para financiar parte del desequilibrio del sector público. Estas medidas comienzan a mostrar resultados entre 1984 y 1985, y particularmente en éste último año.

En 1985, el déficit del sector público consolidado se aproxima a los cuatro puntos del producto, nivel elevado para estándares colombianos, pero muy inferior al registrado dos años antes. En el cuadro 7 puede observarse, por ejemplo, el importante repunte de los ingresos, que entre 1982 y 1985 fue de poco menos de 3 puntos del PBI. Esto se debió tanto a la mejora de la recaudación tributaria cuanto a la suba de los "otros ingresos", debidos en parte a los ajustes tarifarios. Paralelamente, las erogaciones tendían también a contraerse, en particular las de capital (cuadro 7).

Si se observa la desagregación presentada en el cuadro 6, se constata la caída del déficit primario del gobierno central, basada principalmente en la recuperación de los ingresos tributarios. Las erogaciones corrientes en 1985 no se diferencian significativamente del promedio 1980-84. Los gastos de capital, sin embargo, son inferiores al promedio de ese lapso, en medio punto del producto. El ritmo de la inversión pública sigue aún elevado, sin embargo, en el sector público descentralizado, donde se registra en 1985 el pico del gasto, con casi 7.5% del producto. Sin embargo, el efecto del aumento de la inversión sobre las erogaciones no financieras totales en este segmento del sector estatal fue atenuado por la caída de las erogaciones corrientes (netas de intereses) a partir de 1983.

La reducción del desequilibrio fiscal observable hacia el final del período de ajuste, se refleja también en una sensible atenuación de la presión de las necesidades financieras del gobierno sobre el sistema financiero doméstico. El financiamiento neto obtenido por el sector estatal de fuentes domésticas fue, en 1985, de apenas 1.72% del PBI, muy por debajo de lo observado en el lapso 1981-84.

La mejora fiscal ya visible en los resultados de 1985 se transforma en un saldo equilibrado de las cuentas públicas al año siguiente, en el que jugó un rol decisivo la excepcional situación favorable del mercado internacional de café, que ya se mencionara al hacer referencia al desempeño del sector externo. En efecto, el superávit del Fondo Nacional del Café en 1986 fue de casi 3.7% del PBI. El déficit del sector público consolidado resultó, en ese año, equivalente a apenas 0.3% del producto.

El desempeño de las cuentas públicas en 1986, combinado con la disponibilidad de financiamiento externo neto superior a 2% del PBI para el sector estatal, permitió que en ese año, por primera vez desde el inicio de la década, el sector público se convirtiese en oferente neto de financiamiento en los mercados domésticos. En efecto, el financiamiento interno neto al sector estatal fue negativo, próximo a -2% del PBI.

### 3. Los últimos años de la década: un desequilibrio manejable

En los años que siguieron a 1986, el déficit del sector público consolidado se mantendría relativamente estable, en torno de 2% del producto. El relativo deterioro en relación con la situación excepcional de 1986 se debió principalmente al comportamiento de los "otros ingresos corrientes", afectados por la tendencia negativa del sector cafetero que siguió al "mini-boom" de aquel año.

Los promedios del lapso 1986-89 presentados en el cuadro 7 y su comparación con los correspondientes a los períodos previos ilustran sobre la naturaleza del ajuste fiscal alcanzado en Colombia desde mediados de los ochenta. En primer lugar, se destaca el incremento de los ingresos corrientes. Estos se ubicaban, en la segunda mitad de la década, más de 3 puntos del producto por sobre su nivel medio en el lapso 1979-82. Su incremento se debió en parte a las mejoras observadas en la recaudación tributaria, pero en mayor medida al aumento de los "otros ingresos" corrientes.

En relación con los ingresos impositivos cabe mencionar, en los últimos años ochenta, el repunte de los generados por el impuesto a la renta, derivados del relativo suceso de una nueva reforma tributaria instrumentada en 1986 y, posteriormente, el incremento de la generación de recursos fiscales a partir del comercio exterior, particularmente debidos al aumento de la carga fiscal sobre las importaciones (cuadro 9). También fue significativa la mejora de la recaudación del impuesto al valor agregado, cuya participación en los ingresos tributarios totales creció en forma perceptible a partir de la reforma de 1983 (CEPAL, 1992). En lo que se refiere a los "otros ingresos" corrientes, deben destacarse también los generados por las regalías y transferencias petroleras y por la actividad de extracción de carbón.

Por el lado de las erogaciones, se destaca la contracción de los gastos de capital. Este fue consecuencia, en parte, de la finalización, hacia mediados de la década, de importantes proyectos capital-intensivos, particularmente en las áreas de energía e infraestructura de transportes, y en minería. Pese a este descenso, la inversión pública resultaba, hacia el final de los años ochenta, apenas inferior a lo que fuera a comienzos de la década, medida como proporción del producto.

En el cuadro 6 puede verse que la mejora de las cuentas públicas fue importante tanto en el sector descentralizado cuanto en lo que se refiere al gobierno central. El déficit primario consolidado de ambos subsistemas desapareció en el lapso 1986-89 considerado en conjunto. En ese período se alcanzó, en realidad, un leve superávit promedio anual de 0.8% del PBI, luego de haberse registrado déficit de 4.3% puntos del producto en media, entre 1983 y 1985. La caída de la inversión fue particularmente intensa en el sector descentralizado, donde la misma descendió, medida como proporción del producto, alrededor de 3 puntos entre el pico de 1985 y el registro del año 1989.

Entre tanto, el descenso del déficit global fue menor que el del resultado primario, en ambas jurisdicciones, debido particularmente al mayor peso de los intereses externos, que crecieron en más de un punto del producto al año. La carga de intereses de la deuda de hecho se duplica entre 1983 y 1988, pasando de 0.87% a 2.12% del producto, lo que se debe principalmente al incremento de los intereses externos, que pasan de 0.63 a 1.63% del PBI (cuadro 6).

El descenso del déficit promedio del sector público consolidado a aproximadamente 2% del PBI en el período 1986-89 significó, por otra parte, que las necesidades de financiamiento doméstico se redujeran sustancialmente en relación con el período precedente. En promedio, el financiamiento interno neto cayó por debajo de 1 punto del PBI (cuadro 7).

#### 4. Inflación y mercados monetarios

Colombia mostró en la década pasada una destacable estabilidad de las tasas de inflación, para estándares latinoamericanos. En el promedio de los ochenta, la variación anual media del índice de precios al consumidor (obreros) fue levemente inferior a 24% (cuadro 1), con un mínimo de 16.7% en 1983 y un máximo de 28.1% en 1988. En 1990, sin embargo, se ubicó por sobre el 30% anual, mostrando una riesgosa tendencia a la aceleración.

A fines de los setenta y comienzos de los ochenta Colombia registraba una inflación oscilante, con máximos cercanos a 30% y mínimos superiores a 17% anual. La misma tenía un fuerte componente inercial, resultante de los mecanismos de indexación de salarios sobre una base anual, y de los reajustes periódicos de tipos de cambio y tarifas y precios públicos. Las fluctuaciones de la inflación en torno del "core" inercial se asociaban en gran medida con la evolución de los mercados de productos agrícolas.

Entre tanto, a comienzos de los ochenta, en la fase de crecientes desequilibrios externo y fiscal, la tasa de inflación se encontraba en declinación, impulsada por la mayor apertura a las importaciones y por la progresiva revaluación del peso. En 1983 se sumó a ello el descenso relativo de los precios agrícolas. De modo que, al iniciarse el proceso de devaluación real en el período de ajuste externo, a partir de 1983, la inflación se encontraba en su nivel más bajo desde 1972. A partir de allí, en parte como resultado del "crawling-peg" activo que produjo una devaluación real de 36% entre 1983 y 1986, la inflación se acelera, pero moderadamente. El efecto acelerador de la devaluación sobre las tasas de inflación fue en parte amortiguado por el comportamiento favorable de los precios agrícolas.

La ausencia de "maxidevaluaciones" y los bajos niveles inflacionarios predominantes al iniciarse el ajuste externo y fiscal, permitieron evitar el acortamiento de los períodos de reajuste de los contratos, impidiendo así un cambio en el régimen inflacionario.

De este modo, los niveles de inflación luego del ajuste retornaron a niveles similares a los de comienzos de la década, del orden de 26% anual en promedio. La aceleración de 1990, entre tanto, se debió en parte importante a una conjunción de medidas de política que incluyeron una nueva aceleración de las tasas de devaluación en la segunda parte del año, y correcciones de tarifas y precios públicos.

Esta relativa estabilidad de las tasas inflacionarias se reflejó en los mercados financieros, en la forma de un nivel de monetización también razonablemente estable (cuadro 11). Si bien las oscilaciones del grado de monetización no son muy acentuadas año a año, se constata una tendencia declinante sostenida de la relación entre la base monetaria y el PBI. El agregado M1 se mantiene relativamente estable hasta 1985 y luego desciende lentamente. Sin embargo, se observa que M2, que también declina luego de 1985, aumentó en forma relativamente importante en los años previos, entre 1982 y 1985. Fueron esos los años de mayor desequilibrio fiscal, por una parte, y de tasas de interés reales más elevadas, por otra (cuadro 12).

## E. AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

La solidez de la posición financiera externa de Colombia a comienzos de los ochenta, y la situación equilibrada de las cuentas fiscales antes de los shocks negativos que la afectaron desde 1980 fueron destacadas como factores importantes para explicar la mayor capacidad de respuesta de la economía. Esta solidez resultó, como se indicó, por un lado del shock positivo proveniente de la bonanza cafetera, a partir de 1975, y por otro, del prudente manejo fiscal seguido en esos años, que permitió reducir el grado de endeudamiento externo y amortiguó, mediante fuertes restricciones a los movimientos de capitales de corto plazo, el efecto de los flujos financieros especulativos sobre los mercados financieros domésticos.

De este modo, al comienzo de los ochenta, los indicadores de stock/flujo que reflejan la posición financiera del país eran particularmente bajos, y a pesar de que los desequilibrios de flujo en la primera mitad de la década fueron considerables, aquellos indicadores permanecieron por debajo del promedio regional.

Un factor adicional favorable fue, como se señalara en la sección precedente, el bajo nivel de las tasas de inflación previas a la crisis y, más ampliamente, la naturaleza del régimen inflacionario. Posteriormente, la ausencia de devaluaciones masivas o ajustes discretos muy significativos de los precios públicos contribuyeron a evitar que el régimen inflacionario tendiera hacia períodos más cortos de indexación y a una mayor volatilidad de las tasas de variación de precios.

El análisis de las necesidades de financiamiento de los distintos sectores agregados, que se presenta en el cuadro 10, ilustra en forma clara sobre el ciclo descrito por la economía colombiana en los años ochenta. En 1980 los desequilibrios financieros del sector público, privado y externo eran de reducida magnitud. Si bien el déficit fiscal en ese año tiene contrapartida fundamentalmente en el superávit privado, debe recordarse que en 1980 ya ha culminado el ciclo de bonanza externa extendido a lo largo de la segunda mitad de los años setenta, durante el cual el desahorro externo fue más significativo. Luego de transcurridos cinco años, en la segunda mitad de la década, los desequilibrios sectoriales son nuevamente reducidos, y la contrapartida del moderado desequilibrio fiscal es el superávit privado, en tanto que el ajuste del sector externo ha sido completo. Esta situación sucede a un lapso, extendido entre 1981 y 1985, en el que el superávit privado fue prácticamente nulo año a año, y los desequilibrios fiscal y externo promediaron alrededor de 6% del PBI. Varios elementos de política (en especial la liberación de importaciones y las rebajas arancelarias combinadas con tasas de devaluación inferiores a la inflación) contribuyen a explicar la apertura de la brecha externa. Como se analizara más arriba, la crisis del mercado internacional del café en 1980 fue también importante, tanto en la generación de la mayor brecha externa cuanto de la fiscal. Y sobre esta última operaron además negativamente los mayores niveles de gasto y las pérdidas de recaudación analizadas en la sección precedente, así como las subas de los devengamientos de intereses sobre la deuda. Entre tanto, la tasa de crecimiento de la economía decayó sensiblemente en los primeros años de la década, en los que el ingreso per cápita registró incluso variaciones negativas, excepcionales en la *performance* de la economía colombiana. Esto confirma el hecho de que un problema de composición de la demanda agregada, antes que de exceso de la misma sobre la producción de pleno empleo, provocan la rápida apertura de la brecha externa a partir de 1980. Por el contrario, el proceso de ajuste externo y la

recomposición económica proceden simultáneamente, a partir de 1983, cuando las mayores trabas a la importación, y luego los mayores aranceles y la aceleración de la devaluación favorecen a las manufacturas locales sustitutivas de importaciones.

Otro aspecto destacable del ajuste macroeconómico alcanzado por Colombia hacia 1986 es el relativo a la recuperación de la tasa de ahorro. El ahorro interno aumentó rápidamente entre 1984 y 1986, pasando de 18.4 a 24.8% del PBI a precios corrientes (cuadro 2). Esta rápida recuperación permitió mantener sorprendentemente estables las tasas de inversión durante el período de ajuste, compensando la acelerada caída del ahorro externo.

La fuerte caída del ahorro nacional entre 1980 y 1983 (cuadro 5) se observa tanto en lo que hace al ahorro privado cuanto al público. Este último comienza a incrementarse ya en 1984, mientras que el privado recién recupera en 1986 su nivel (en términos de porcentaje del PBI) de comienzos de la década. A partir de allí ambos se mantienen relativamente estables, y el ahorro bruto nacional supera los 20 puntos del PBI, al igual que la inversión bruta interna a precios corrientes, dado que el ahorro externo es muy reducido. Esa tasa de inversión es el resultado, sin embargo, de una menor inversión pública y una mayor inversión privada (cuadro 5). Las cifras del cuadro 2 permiten también constatar que es la caída del consumo privado la principal contrapartida del aumento de la tasa de ahorro.

El desempeño de las tasas de inversión es algo menos favorable si se observan las cifras de cuentas nacionales a precios constantes de 1975. Con todo, la inversión bruta fija promedió, en el período 1986-90, un 15.5% del PBI, cifra que es muy similar al promedio de 1975-80, previo a la crisis externa y fiscal. Sin embargo, cabe observar que, tanto en la serie a precios corrientes cuanto en la elaborada a precios constantes, se observa una tendencia a la caída de la participación en el producto desde 1988 en adelante.

Un aspecto remarcable en relación con la evolución de la inversión pública es el de que la misma ha contribuido en forma importante al cambio en el perfil exportador colombiano en la segunda mitad de los ochenta. En efecto, el fuerte incremento en las exportaciones de productos de la minería, que ha permitido, en los últimos años, reducir la vulnerabilidad de la economía ante las fluctuaciones de los precios del café, se debe en medida importante a inversiones estatales iniciadas en la primera mitad de la década.

La expansión del sector minero ha sido, por otra parte, vertiginosa en los últimos años. La minería pasó de generar 2.3% del producto interno bruto en 1980, a 8.4% en el año 90, en lo que constituye el cambio más importante observado en la estructura productiva colombiana.

Por lo indicado, se concluye que las inversiones estatales en el sector de minería y extracción de petróleo han tenido efectos favorables tanto sobre el balance de pagos como sobre las cuentas fiscales. Debe tenerse en cuenta la importancia, que se señalara en la sección precedente, de los ingresos no tributarios en las cuentas fiscales colombianas. Entre 1986 y 1989 el sector público percibió, en concepto de ingresos no tributarios, cifras del orden de 7,5% del PBI en promedio. Dos recursos naturales, uno de ellos el petróleo, a causa del excedente de Ecopetrol, fueron las principales fuentes de esos ingresos. El restante es el café, en virtud de los superávits generados por el Fondo Nacional del Café. Debido a la presencia de estas fuentes de financiamiento, la carga tributaria en Colombia es, pese al aumento registrado en los últimos años, una de las más bajas entre los países de la región latinoamericana.

Cuadro 1

## COLOMBIA. CRECIMIENTO E INFLACIÓN

	PBI a Precios Corrientes (1)	PBI a Precios Constantes de 1975 (2)	Tasa de crec. del PBI real (3)	Tasa de crec. del PBI industrial (4)	Tasa de crec. del PBI per capita (5)	Inflación anual IPC (%) (6)
1970		307496	6.2	6.3	3.8	6.3
1971		325825	6.0	8.5	3.6	14.7
1972		350813	7.7	10.7	5.3	14.0
1973		374398	6.7	8.5	4.3	25.0
1974		395910	5.7	8.3	3.3	26.9
1975	405108	405108	2.3	1.2	0.0	17.9
1976	532270	424263	4.7	4.4	2.4	25.9
1977	716029	441906	4.2	1.4	1.8	29.3
1978	909487	479335	8.5	10.0	6.0	17.8
1979	1188817	505119	5.4	6.1	3.0	29.8
1980	1579130	525765	4.1	1.2	1.7	26.5
1981	1982773	537736	2.3	-2.6	0.2	26.7
1982	2497298	542836	0.9	-1.4	-1.1	23.9
1983	3054137	551380	1.6	1.1	-0.5	16.7
1984	3856584	569855	3.4	6.0	1.2	18.3
1985	4965883	587561	3.1	3.0	1.0	22.7
1986	6787956	621781	5.8	5.9	3.7	20.9
1987	8824408	655164	5.4	6.2	3.3	24.0
1988	11731348	681791	4.1	1.9	2.0	28.1
1989	15126015	705030	3.4	2.9	1.4	26.1
1990	20606125	735417	4.3	6.6	2.3	32.4
-----						
Prom. 1971-75:			5.7	7.4	3.3	19.6
Prom. 1976-80:			5.4	4.6	3.0	25.8
Prom. 1981-85:			2.2	1.2	0.1	21.6
Prom. 1986-90:			4.6	4.7	2.5	26.2
-----						
Prom. 1981-90:			3.4	2.9	1.3	23.9

(1) En millones de pesos.  
(6) Diciembre a diciembre.

Fuente: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, varios números.

Cuadro 2

COLOMBIA. COMPOSICIÓN DEL GASTO AGREGADO  
(% del PBI a precios corrientes)

PBI (a p.m.) Final	Consumo Privado	Consumo del Gob. General	Inversión Bruta Interna	Inv. Bruta Fija	Var. de exist. y servicios	Exportac. de bienes y servicios	Importac. de bienes y servi- cios	Saldo del comercio	Absorción Doméstica	Ahorro Bruto Interno		
											(1)	(2)
1975	100.0	81.2	72.3	8.9	17.0	15.3	1.7	15.8	14.0	1.8	98.2	18.8
1976	100.0	79.3	71.1	8.2	17.6	15.9	1.7	17.0	13.9	3.2	96.8	20.7
1977	100.0	77.6	69.9	7.7	18.8	14.5	4.2	16.9	13.2	3.7	96.3	22.4
1978	100.0	78.9	70.3	8.6	18.3	15.4	2.9	16.6	13.8	2.8	97.2	21.1
1979	100.0	80.1	70.8	9.3	18.2	15.4	2.7	15.2	13.4	1.8	98.2	19.9
1980	100.0	80.3	70.2	10.1	19.1	16.8	2.3	16.2	15.6	0.6	99.4	19.7
1981	100.0	82.9	72.5	10.4	20.6	17.7	3.0	11.9	15.4	-3.6	103.6	17.1
1982	100.0	83.8	72.9	10.9	20.5	17.5	3.0	10.9	15.2	-4.3	104.3	16.2
1983	100.0	82.9	71.9	11.0	19.9	17.2	2.7	10.5	13.2	-2.8	102.8	17.1
1984	100.0	81.6	70.6	11.0	19.0	17.0	2.0	11.9	12.5	-0.6	100.6	18.4
1985	100.0	79.7	69.0	10.7	19.0	17.5	1.5	13.8	12.5	1.3	98.7	20.3
1986	100.0	75.2	65.3	9.8	18.0	17.7	0.3	18.8	12.0	6.8	93.2	24.8
1987	100.0	76.0	66.1	9.8	20.0	17.4	2.6	16.9	12.9	4.0	96.0	24.0
1988	100.0	75.6	65.5	10.1	22.0	19.5	2.5	16.3	13.9	2.4	97.6	24.4
1989	100.0	75.8	65.3	10.6	20.0	18.1	1.9	18.0	13.8	4.2	95.8	24.2
1990	100.0			10.5								
Prom. 1975-80:	100.0	79.6	70.8	8.8	18.1	15.6	2.6	16.3	14.0	2.3	97.7	20.4
Prom. 1981-85:	100.0	82.2	71.4	10.8	19.8	17.4	2.4	11.8	13.8	-2.0	102.0	17.8
Prom. 1986-90:	100.0	75.6	65.6	10.2	20.0	18.2	1.8	17.5	13.1	4.4	95.6	24.4

Fuente: CEPAL. Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, varios números.

Cuadro 3

COLOMBIA. INGRESO BRUTO NACIONAL  
(% del PBI a precios corrientes)

	PBI (a p.m.)	Ingresos netos por pagos de factores	Ingreso Nacional (a p.m.)	Otras Transf. ctes.netas del resto del mundo	Ingreso Nacional Disponible (a p.m.)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1975	100.0	-2.0	98.0	0.4	98.4
1976	100.0	-2.0	98.0	0.3	98.3
1977	100.0	-1.4	98.6	0.3	98.9
1978	100.0	-1.3	98.7	0.4	99.1
1979	100.0	-0.9	99.1	0.3	99.4
1980	100.0	-0.7	99.3	0.4	99.6
1981	100.0	-1.1	98.9	0.6	99.5
1982	100.0	-2.0	98.0	0.5	98.5
1983	100.0	-2.5	97.5	0.4	97.9
1984	100.0	-3.3	96.7	0.8	97.4
1985	100.0	-4.1	95.9	1.3	97.1
1986	100.0	-4.4	95.6	2.2	97.8
1987	100.0	-4.9	95.1	2.8	97.9
1988	100.0	-4.1	95.9	2.5	98.3
1989	100.0				
1990	100.0				
Prom.1975-80:	100.0	-1.4	98.6	0.3	99.0
Prom.1981-85:	100.0	-2.6	97.4	0.7	98.1
Prom.1986-90:	100.0	-4.5	95.5	2.5	98.0

Fuente: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina, varios números.

Cuadro 4

COLOMBIA. COMPONENTES DEL PRODUCTO BRUTO INTERNO A PRECIOS CONSTANTES DE 1975  
(% del PBI)

	PBI (a p.m.)	Consumo Final	Consumo Privado	Consumo del Gob. General	Inversión Bruta Interna	Inv. Bruta Fija	Var.de exist. (7)	Exportac. de bienes y servicios (8)	Importac. de bienes y servicios (9)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1975	100.0	81.2	72.3	8.9	17.0	15.3	1.7	15.8	14.0
1976	100.0	82.7	73.8	8.9	17.7	16.0	1.7	14.6	15.0
1977	100.0	82.6	73.7	8.9	19.8	15.5	4.3	13.4	15.8
1978	100.0	82.6	73.7	9.0	19.5	15.6	3.9	15.5	17.6
1979	100.0	82.5	72.9	9.6	18.5	15.4	3.1	15.9	16.9
1980	100.0	83.5	73.2	10.3	19.7	16.7	2.9	16.1	19.2
1981	100.0	84.1	73.6	10.5	21.8	17.4	4.4	13.8	19.7
1982	100.0	84.9	74.0	10.9	22.7	17.7	5.0	13.5	21.1
1983	100.0	83.8	73.2	10.6	21.9	17.7	4.2	13.2	18.9
1984	100.0	83.6	72.8	10.7	19.9	17.3	2.6	14.1	17.5
1985	100.0	82.8	72.0	10.9	17.5	15.9	1.5	15.6	15.9
1986	100.0	80.6	70.2	10.4	17.2	16.2	1.0	17.8	15.6
1987	100.0	79.6	69.2	10.4	17.8	15.5	2.4	18.2	15.6
1988	100.0	79.9	68.9	11.0	18.5	16.5	2.0	17.5	16.0
1989	100.0	80.1	68.8	11.2	16.6	15.1	1.5	18.4	15.0
1990	100.0	78.5	67.2	11.3	15.7	14.3	1.4	21.1	15.3
Prom.1975-80:	100.0	82.5	73.3	9.3	18.7	15.8	2.9	15.2	16.4
Prom.1981-85:	100.0	83.8	73.1	10.7	20.7	17.2	3.5	14.0	18.6
Prom.1986-90:	100.0	79.7	68.9	10.9	17.2	15.5	1.7	18.6	15.5

Fuente: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina, varios números.

Cuadro 5

COLOMBIA. ESTIMACIÓN DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN TOTALES Y POR SECTORES  
(% del PBI)

Período	Inversión Pública	Inversión Privada	Inversión Bruta Interna	Ahorro Externo	Ahorro Bruto Nacional		
					Total	Privado	Público
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1980	7.1	12.0	19.1	-0.3	19.4	14.9	4.5
1981	8.4	12.3	20.6	4.7	15.9	12.9	3.0
1982	8.7	11.8	20.5	7.4	13.1	10.4	2.7
1983	9.3	10.6	19.9	7.3	12.6	10.9	1.7
1984	9.6	9.4	19.0	5.5	13.5	10.2	3.3
1985	8.6	10.4	19.0	4.6	14.4	9.7	4.7
1986	7.6	10.4	18.0	-1.3	19.3	12.0	7.3
1987	7.1	12.9	20.0	0.1	19.9	14.7	5.2
1988	7.4	14.6	22.0	0.4	21.6	16.4	5.2
1989	6.9	13.1	20.0	0.4	19.6	14.6	5.0
1990			19.7	-1.5	21.2		
Prom. 1980-82:	8.1	12.0	20.1	3.9	16.1	12.7	3.4
Prom. 1983-85:	9.2	10.1	19.3	5.8	13.5	10.3	3.2
Prom. 1986-90:	7.3	12.8	19.9	-0.4	20.3	14.4	5.7

Fuente: Elaboración propia en base a datos de: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina, varios números; CEPAL (1992), y estimaciones de ahorro externo del Banco de la República.

Cuadro 6  
**COLOMBIA. CUENTAS DEL SECTOR PÚBLICO**  
 Operaciones efectivas (% del PBI).

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	79-82	83-85	86-89
<b>GOBIERNO CENTRAL</b>														
INGRESOS	8.36	8.77	7.91	7.60	7.81	7.98	8.99	9.54	10.51	10.35	10.11	8.2	8.3	10.1
Tributarios	8.19	8.18	7.72	7.40	7.58	7.57	8.55	9.02	9.55	9.40	9.23	7.9	7.9	9.3
No Tributarios	0.17	0.59	0.19	0.20	0.23	0.41	0.44	0.52	0.96	0.95	0.88	0.3	0.4	0.8
EROGACIONES NO FIN. (a)	8.06	10.22	10.17	10.93	10.64	11.35	10.64	9.86	9.80	10.45	10.59	9.8	10.9	10.2
Corrientes (sin intereses)	5.88	6.52	6.67	7.13	7.24	8.14	7.63	7.02	7.90	7.74	8.07	6.6	7.7	7.7
De capital	2.18	3.70	3.50	3.80	3.40	2.70	2.90	2.50	2.02	2.47	2.13	3.3	3.0	2.3
SUPERAVIT PRIMARIO (1)	0.30	-1.45	-2.26	-3.33	-2.83	-3.37	-1.65	-0.32	0.71	-0.10	-0.48	-1.7	-2.6	-0.0
Intereses externos	0.58	0.38	0.57	0.61	0.55	0.72	0.74	0.77	0.94	0.96	0.93	0.5	0.7	0.9
Intereses domésticos	0.50	0.17	0.11	0.12	0.10	0.23	0.26	0.23	0.36	0.40	0.32	0.2	0.2	0.3
SUPERAVIT DEL GOB. CENTRAL (2)	-0.78	-2.00	-2.94	-4.06	-3.48	-4.32	-2.65	-1.32	-0.59	-1.46	-1.73	-2.4	-3.5	-1.3
<b>SECTOR PÚBLICO DESCENTRALIZADO</b>														
INGRESOS	12.58	13.83	14.51	14.67	15.12	16.17	15.98	14.10	15.44	15.45	nd	13.9	15.8	15.0
Corrientes	11.00	11.53	12.02	12.65	13.18	14.31	13.53	13.06	14.13	14.15	nd	11.8	13.7	13.8
De capital	1.58	2.30	2.49	2.02	1.94	1.86	2.45	1.04	1.31	1.30	nd	2.1	2.1	1.2
EROGACIONES NO FINANCIERAS	14.09	14.35	16.07	16.12	18.01	16.89	17.27	14.32	14.00	14.55	nd	15.2	17.4	14.3
Corrientes (sin intereses)	8.94	9.26	10.23	10.19	11.18	9.80	9.78	9.18	9.66	10.08	nd	9.7	10.3	9.6
De capital	5.15	5.09	5.84	5.93	6.83	7.09	7.49	5.14	4.34	4.47	nd	5.5	7.1	4.7
SUPERAVIT PRIMARIO (3)	-1.51	-0.52	-1.56	-1.45	-2.89	-0.72	-1.29	-0.22	1.44	0.90	nd	-1.3	-1.6	0.7
Intereses externos	0.29	0.90	0.45	0.56	0.63	0.72	1.04	1.38	1.89	1.63	nd	0.6	0.8	1.6
Intereses domésticos	0.30	0.31	0.27	0.23	0.24	0.41	0.47	0.41	0.35	0.49	nd	0.3	0.4	0.4
SUPERAVIT DEL SECTOR DESCENTRALIZADO (4)	-2.10	-1.73	-2.28	-2.24	-3.76	-1.85	-2.80	-2.01	-0.80	-1.22	nd	-2.1	-2.8	-1.3
SUPERAVIT PRIMARIO CONSOLIDADO [(1)+(3)]	-1.21	-1.97	-3.82	-4.78	-5.72	-4.09	-2.94	-0.54	2.15	0.80	nd	-2.9	-4.3	0.8
SUPERAVIT CONSOLIDADO [(2) + (4)]	-2.88	-3.73	-5.22	-6.3	-7.24	-6.17	-5.45	-3.33	-1.39	-2.68	nd	-4.5	-6.3	-2.5

Fuente: CEPAL (1992) y Sarmiento (1990).

(a) La diferencia con la suma de parciales corresponde a "préstamo neto".

Cuadro 7  
**COLOMBIA. CUENTAS DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO NO FINANCIERO (a)**  
 Operaciones efectivas (% del PBI)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Prom. 1989	Prom. 1979-82	Prom. 1983-85	1986-89
<b>TOTAL INGRESOS</b>	21.12	20.35	17.70	18.31	18.49	19.70	21.13	23.55	22.28	21.88	21.94	19.37	19.77	22.41
Corrientes	20.66	19.68	16.89	18.08	17.98	19.47	20.89	23.36	21.97	21.62	21.60	18.83	19.45	22.14
Tributarios	14.95	14.79	12.96	12.99	13.50	12.44	14.14	15.11	14.89	14.59	14.14	13.92	13.36	14.68
Otros	5.71	4.89	3.93	5.09	4.48	7.03	6.75	8.25	7.08	7.03	7.46	4.91	6.09	7.46
Capital	0.46	0.67	0.81	0.23	0.51	0.23	0.24	0.19	0.31	0.26	0.34	0.54	0.33	0.28
<b>TOTAL GASTOS Y PRESTAMO NETO</b>	22.08	22.96	23.01	24.31	26.08	26.00	25.11	23.85	24.18	24.08	23.84	23.09	25.73	23.99
Corrientes	14.33	15.87	14.66	15.59	16.77	16.40	16.38	15.98	16.97	16.62	16.75	15.11	16.52	16.58
Capital	7.76	7.09	8.35	8.72	9.31	9.58	8.64	7.60	7.10	7.40	6.94	7.98	9.18	7.26
Préstamo Neto	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.09	0.27	0.11	0.06	0.15	-0.00	0.04	0.15
<b>SUPERAVIT</b>	-0.96	-2.61	-5.31	-6.00	-7.59	-6.30	-3.98	-0.30	-1.90	-2.20	-1.90	-3.72	-5.96	-1.57
<b>FINANCIAMIENTO</b>														
Externo Neto	0.85	1.86	2.76	2.41	2.35	1.90	2.25	2.06	-0.70	2.26	0.47	1.97	2.17	1.02
Interno Neto	0.11	0.74	2.55	3.59	5.24	4.40	1.72	-1.76	2.60	-0.06	1.43	1.75	3.79	0.55

Fuente: CEPAL, 1992.

(a) Incluye: Gobierno Central, Sector Descentralizado, Gobiernos regionales y Locales, Seguridad Social y Fondo Nacional del Café.

Cuadro 8

COLOMBIA. CUENTAS DEL FONDO NACIONAL DEL CAFÉ  
Operaciones efectivas (% del PBI)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
TOTAL INGRESOS CORRIENTES	9.24	9.86	3.42	3.76	3.50	4.93	5.32	9.55	5.80	4.12	nd
Ventas de café	6.28	7.39	2.50	2.29	2.21	3.01	3.13	6.03	2.41	2.66	nd
Transferencias	2.72	2.16	0.62	1.07	1.07	1.72	1.79	2.79	2.33	1.03	nd
Otros	0.24	0.31	0.30	0.40	0.22	0.20	0.40	0.73	1.06	0.43	nd
GASTOS TOTALES CORRIENTES	7.39	8.25	3.45	3.55	3.13	4.04	3.43	5.86	5.59	2.99	nd
Administ. Fedecafé	0.13	0.15	0.14	0.16	0.16	0.20	0.22	0.20	0.19	0.18	nd
Compras café federación	3.34	4.13	1.96	1.81	1.49	1.92	1.29	2.10	2.80	2.02	nd
Transferencias	3.11	2.76	0.67	0.89	0.70	1.06	1.11	2.16	1.27	0.13	nd
Otros	0.81	1.21	0.68	0.69	0.78	0.86	0.81	1.40	1.33	0.66	nd
SUPERAVIT	1.85	1.61	-0.03	0.21	0.37	0.89	1.89	3.69	0.21	1.13	nd

Fuente: CEPAL, 1992.

Cuadro 9

COLOMBIA. INGRESOS TRIBUTARIOS  
(% del PBI)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Prom. 79-82	Prom. 83-85	Prom. 86-88
Directos	3.25	3.07	2.77	2.73	3.29	3.14	3.27	3.28	3.67	3.66	3.0	3.2	3.5
IVA total	2.09	2.13	2.16	2.20	2.07	2.28	2.73	2.78	3.02	3.10	2.1	2.4	3.0
Comercio Exterior	1.66	1.81	1.69	1.62	1.33	1.34	2.00	2.36	2.92	3.00	1.7	1.6	2.8
Valor CIF importaciones	0.11	0.12	0.12	0.12	0.10	0.07	0.61	0.72	1.37	1.46	0.1	0.3	1.2
Aduanas, recargos y otros	1.55	1.69	1.57	1.50	1.23	1.27	1.39	1.64	1.55	1.54	1.6	1.3	1.6
Otros	0.95	1.05	1.18	1.09	1.08	1.11	1.18	1.08	0.90	0.86	1.1	1.1	0.9
SUBTOTAL	7.95	8.06	7.80	7.64	7.77	7.87	9.18	9.50	10.51	10.62	7.9	8.3	10.2
Sobre actividad interna	5.51	5.31	5.25	5.16	5.75	5.86	6.36	6.22	6.54	6.48	5.3	6.0	6.4
Sobre comercio exterior	2.44	2.75	2.55	2.48	2.02	2.01	2.82	3.28	3.97	4.14	2.6	2.3	3.8
Cuenta Especial de Cambios	1.95	2.63	2.79	2.56	1.99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.5	0.7	0.0
TOTAL	9.90	10.69	10.59	10.20	9.76	7.87	9.18	9.50	10.51	10.62	10.3	8.9	10.2

Fuente: CEPAL, 1992.

Cuadro 10

COLOMBIA. SUPERÁVIT SECTORIALES  
(Estimación en % del PBI)

	Ahorro Externo (1)	Superávit Privado (2)	Déficit Público (3)
1980	-0.3	2.9	2.6
1981	4.7	0.6	5.3
1982	7.4	-1.4	6.0
1983	7.3	0.3	7.6
1984	5.5	0.8	6.3
1985	4.6	-0.6	4.0
1986	-1.3	1.6	0.3
1987	0.1	1.8	1.9
1988	0.4	1.8	2.2
1989	0.4	1.5	1.9
1990	-1.5	2.1	0.6 (a)
-----			
1980:	-0.30	2.91	2.61
Prom.1981-85:	5.90	-0.06	5.84
Prom.1986-90:	-0.38	1.76	1.38

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco de la República y CEPAL (1992).

(a) Estimación preliminar.

Cuadro 11

COLOMBIA. ACTIVOS MONETARIOS Y FINANCIEROS  
(% del PBI)

	Base Monetaria (1)	M1 (2)	M2 (3)	OMAS (4)	Títulos Oficiales (5)	M3 (6)
1980	10.80	13.72	26.07			
1981	10.45	13.10	28.76			
1982	9.76	13.04	28.43			
1983	9.06	13.30	31.61			
1984	8.49	12.99	31.09			
1985	8.30	12.93	32.46			
1986	7.79	11.62	30.59	2.22	2.97	35.78
1987	7.88	11.88	30.12	1.87	2.58	34.57
1988	7.58	11.34	28.19	1.27	2.32	31.79
1989	7.57	11.21	28.40	1.06	1.81	31.27
1990	6.86	10.37	27.09	1.97	1.56	30.62
-----						
Prom.1980-82:	10.3	13.3	27.8			
Prom.1983-86:	8.4	12.7	31.4	2.2	3.0	35.8
Prom.1987-90:	7.5	11.2	28.5	1.5	2.1	32.1

Fuente: Correa, Patricia (1991).

Cuadro 12

## COLOMBIA. TASAS DE INTERÉS BANCARIO (a)

	Tasa nominal efectiva (1)	Tasa de inflación (2)	Tasa real efectiva (3)
1980	36.9	26.5	8.2
1981	38.6	26.7	9.4
1982	35.9	23.9	9.7
1983	34.2	16.7	15.0
1984	34.4	18.3	13.6
1985	35.9	22.7	10.8
1986	32.1	20.7	9.4
1987	34.2	24.6	7.7
1988	31.8	28.6	2.5
1989	34.0	26.1	6.3
1990	38.2	33.3	3.7

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

- (a) Corresponden a los Certificados de Depósito de ahorro a término (CDAT).
- (2) Variación porcentual anual del Índice de Precios al Consumidor para Obreros.

Cuadro 13

COLOMBIA. EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO Y DEL SALARIO REAL  
(Promedios anuales)

Tipo de cambio nominal (pesos por dólar)	Tasa de devaluación (prom. anual) (%)	Tasa de inflación (precios mayoristas) (%)	Tipo de cambio real (1985=100) (A)	Indices de Tipo de Cambio Real Efectivo (a) (1985=100)			Indice de salario real (b)
				Exportaciones		Importaciones	
				(A)	(B)		
1975				119.7		112.9	
1976				113.5		106.9	
1977				103.3		96.4	
1978				104.4		97.7	
1979	43			100.6		93.2	
1980	47	9.3	24.2	92.7		93.2	
1981	54	14.9	23.9	86.0	101.3	114.2	88.0
1982	64	18.5	25.7	81.0	91.5	98.7	90.1
1983	79	23.4	21.7	82.2	84.6	89.3	92.8
1984	101	27.8	18.3	88.8	84.0	85.6	96.9
1985	142	40.6	24.9	100.0	88.6	85.7	101.7
1986	194	36.6	22.0	112.0	100.0	100.0	100.0
1987	243	25.3	24.9	112.3	128.2	125.7	102.4
1988	299	23.0	28.2	107.8	142.8	142.9	102.5
1989	383	28.1	28.3	107.6	144.5	146.5	102.7
1990	503	31.3	26.5	111.7	143.9	146.1	104.8
Prom. 1975-80:			92.7	107.1			103.4
Prom. 1981-85:			87.6	89.7		100.3	
Prom. 1986-90:			110.3	145.5	91.9	88.8	96.3
					140.3	137.7	103.2

Fuente: CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina, varios números.

- (a) Corresponde al promedio de los Indices del tipo de Cambio Real del peso con respecto a las monedas de los principales países con que Colombia tiene intercambio comercial, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones o importaciones, según el caso, hacia o desde esos países. De 1970 a 1980 estas ponderaciones corresponden al promedio del período 1975-1979, y a partir de 1981, al promedio de 1982-1985.
- (b) De obreros industriales.

Notas: (A): Deflactado por el Índice de Precios al Por Mayor.  
(B): Deflactado por el Índice de Salarios Medios Nominales de Obreros en la Industria Manufacturera.

Cuadro 14

COLOMBIA. RESUMEN DE LOS RESULTADOS DEL BALANCE DE PAGOS  
(En millones de dólares corrientes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1980-82	Acumulado 1983-85	1986-90
Balance en cuenta corriente	-207	-1962	-3056	-3022	-1411	-1815	399	344	-189	42	391	-5225	-6248	987
Balance comercial	-126	-1726	-2269	-1970	-148	-617	1342	1324	619	1122	1557	-4121	-2735	5964
Exp. de bienes y servicios	5318	4289	4424	3784	5167	4476	6428	6816	6726	7344	8552	14031	13427	35866
Importaciones de bienes y serv	5444	6015	6693	5754	5316	5093	5086	5492	6107	6222	6995	18152	16163	29902
Servicios de factores	-245	-478	-954	-1197	-1552	-1744	-1989	-1989	-1783	-2108	-2165	-1677	-4402	-9789
Transf. unilat. priv.	164	242	167	145	289	455	801	1009	975	1028	999	573	889	4812
Balance en cuenta de capital (a)	1115	1941	2180	1183	1030	1969	893	58	382	352	250	5236	4182	1935
Capital de largo plazo	816	1641	1615	1528	1822	2350	2469	191	840	662	194	4072	5700	4356
Capital de corto plazo	129	397	617	-94	-878	-114	-1309	-192	105	-266	-204	1143	-1086	-1866
Errores y omisiones netos	169	-99	-53	-270	76	-273	-267	-552	-44	260		17	-467	-603
Balance global	908	-21	-875	-1839	-381	154	1292	402	193	394	641	12	-2066	2922
Variación de reservas (-aumento)	-1302	-220	719	1753	1166	-285	-1354	106	-348	-258	-626	-803	2634	-2480

Fuente: CEPAL. Anuario Estadístico de América Latina, varios números.

(a) La diferencia con la suma de parciales corresponde a transferencias unilaterales oficiales.

Cuadro 15

## COLOMBIA. PRINCIPALES INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 (a)
Tasas de crecimiento											
Exportaciones fob											
Valor	15.9	-20.8	-1.4	-4.6	43.9	-14.6	46.1	6.2	-5.6	12.8	17.8
Volumen	-2.8	-10.8	-4.9	-2.9	39.0	-9.4	23.7	31.7	-9.7	11.6	19.1
Valor unitario	19.2	-11.2	3.7	-1.7	3.5	-5.8	18.1	-19.4	4.5	1.1	-1.0
Importaciones fob											
Valor	43.8	10.4	13.3	-16.7	-9.8	-8.8	-7.2	11.3	19.1	0.7	11.9
Volumen	17.3	5.8	11.7	-8.2	-6.8	-11.4	2.1	6.1	13.2	-4.7	5.9
Valor unitario	22.6	4.4	1.4	-9.3	-3.2	3.0	-9.1	4.9	5.2	5.6	5.7
Relac. de precios del intercambio	-2.3	-15.2	2.1	7.6	5.9	-8.5	28.8	-23.0	-0.7	-4.0	-6.2
Indices (1980=100)											
Poder de compra de las export.	100.0	75.7	73.4	76.6	112.8	93.6	149.1	151.2	135.7	145.3	162.2
Quantum de expo.	100.0	89.2	84.8	82.3	114.4	103.7	128.2	168.9	152.5	170.1	202.6
Quantum de impo.	100.0	105.8	118.1	108.5	101.1	89.5	91.4	97.0	109.7	104.6	110.8
Rel. de precios del intercambio fob/cif	100.0	84.8	86.6	93.1	98.6	90.3	116.3	89.6	89.0	85.4	80.1

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

(a) Cifras preliminares.

Cuadro 16

## COLOMBIA. ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
EXPORTACIONES fob											
Totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Café	51.4	44.4	46.2	45.9	47.5	45.7	52.7	29.5	30.4	23.8	20.9
Otras	48.6	55.6	53.8	54.1	52.5	54.3	47.3	70.5	69.6	76.2	79.1
Petróleo y deriv.	2.3	1.0	6.5	13.8	12.3	10.3	10.7	25.7	17.9	23.7	27.2
Carbón	0.2	0.3	0.4	0.5	0.9	3.2	3.8	4.7	6.1	8.0	8.0
Ferroniquel				1.5	1.8	1.9	1.2	1.3	3.4	2.7	2.0
Oro	7.2	7.0	5.1	5.6	6.7	9.0	8.0	7.2	7.7	6.1	5.3
Otros	38.8	47.3	41.8	32.7	30.8	29.9	23.5	31.5	34.5	35.7	36.7
IMPORTACIONES fob											
Totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Bs. de consumo	13.3	12.8	12.6	10.9	9.8	9.4	13.7	12.6	12.5	14.1	10.3
Intermedios	52.7	52.0	50.6	51.2	54.3	55.8	47.0	50.1	52.9	52.3	52.2
Petróleo	13.1	15.3	12.3	14.3	11.2	10.8	4.4	2.8	3.2	3.9	6.1
Otros	39.6	36.7	38.3	36.9	43.1	45.0	42.5	47.3	49.8	48.3	46.1
Bs. de Capital	34.0	35.2	36.8	37.9	35.9	34.8	39.4	37.3	34.6	33.6	37.5

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

Cuadro 17

## COLOMBIA. INDICADORES DE CONTROL A LAS IMPORTACIONES

	Posiciones en Libre Importación (% del universo)	Posiciones en Libre Importación (% del valor total)	Arancel nominal promedio (%)	Sobretasa básica (%)
1980	66.7	44.0	25.8	6.5
1981	66.7	52.1		6.5
1982	70.8	54.7		6.5
1983	41.9	41.4		6.5
1984	0.5	21.1	41.7	7.0
1985	27.0	14.8	31.4	15.0
1986	36.2	42.4		18.0
1987	37.8	45.3		18.0
1988	38.7	47.2		18.0
1989	38.8	44.7	26.6	18.0
1990	96.7	58.0 (a)	21.1	13.0

Fuente: Lora, E. (1992).  
(a) Enero-septiembre.

Cuadro 18

## COLOMBIA. INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990a/
Saldos a fines del año, en millones de dólares											
Deuda externa total	6457	8518	10269	11458	12350	14063	14987	15663	16434	16013	16703
Pública(b)	4179	5644	6819	7862	8829	10648	11982	12530	13061	13060	13914
Privada	2278	2874	3450	3596	3521	3415	3005	3133	3373	2953	2789
-----											
Servicio											
Deuda externa total	962	1315	1577	1647	1881	2043	2399	2784	3127	3784	3096
Amortizaciones	333	378	430	636	704	750	1084	1385	1724	2142	1454
Intereses(c)	629	937	1147	1011	1177	1293	1315	1399	1403	1592	1642
-----											
Deuda externa pública(b)	542	668	936	980	1182	1449	1843	2411	2780	2903	2244
Amortizaciones	258	266	336	415	562	654	936	1255	1637	1716	1290
Intereses	284	402	600	565	620	795	907	1156	1143	1187	954
-----											
Reservas internacionales netas	5416	5630	4891	3079	1796	2067	3478	3450	3810	3867	4496
Deuda externa neta	1041	2888	5378	8379	10554	11996	11509	12213	12624	12146	12207
-----											
Porcentajes											
Deuda pública/deuda total	64.7	66.3	66.4	68.6	71.5	75.7	79.9	80.0	79.5	81.6	83.3
Deuda ext. total/PBI	19.2	23.2	26.3	29.6	32.3	40.2	42.8	43.1	41.9	40.5	40.8
Deuda ext. neta/PBI	3.1	7.9	13.8	21.7	27.6	34.3	32.9	33.6	32.2	30.8	29.8
Deuda ext. total/Exportac. bs. y serv.	121.4	198.6	232.2	302.8	239.0	314.2	233.2	229.8	244.3	218.0	195.3
Servicio/Exportac. bs. y serv.	18.1	30.7	35.7	43.5	36.4	45.6	37.3	40.8	45.8	51.4	36.2
Intereses netos(d)/Export. bs. y serv.	3.0	7.1	14.7	19.5	20.7	26.9	18.4	17.9	17.5	21.6	18.9

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números.

(a) Cifras preliminares; (b) Incluye deudas privadas garantizadas por el sector público; (c) Corresponde al rubro intereses pagados y devengados de la cuenta corriente del balance de pagos; (d) Intereses pagados menos intereses recibidos.

Cuadro 19  
COLOMBIA. BALANCE DE PAGOS  
(En millones de dólares corrientes)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 (a)
Balance en cuenta corriente	-207	-1962	-3056	-3022	-1411	-1815	399	344	-189	42	391
Balance comercial											
Exp. de bienes y servicios	-126	-1726	-2269	-1970	-148	-617	1342	1324	619	1122	1557
Bienes fob	5318	4289	4424	3784	5167	4476	6428	6816	6726	7344	8552
Servicios reales (b)	3987	3158	3113	2970	4273	3650	5331	5661	5343	6029	7105
Transportes y seguros	1331	1131	1309	814	894	826	1097	1155	1383	1315	1447
Viajes	432	480	436	390	395	370	391	459	476	471	512
Importaciones de bienes y serv.	478	437	484	235	245	192	418	349	461	415	364
Bienes fob	5444	6015	6693	5754	5316	5093	5086	5492	6107	6222	6995
Servicios reales (b)	4283	4730	5358	4464	4027	3673	3409	3793	4516	4548	5088
Transporte y seguros	1161	1284	1335	1290	1288	1420	1677	1699	1591	1674	1907
Viajes	648	726	794	639	596	574	597	556	546	576	664
Servicios de factores	239	287	259	315	329	313	611	666	538	570	515
Utilidades	-245	-478	-954	-1197	-1552	-1653	-1744	-1989	-1783	-2108	-2165
Intereses recibidos	-87	-185	-300	-437	-441	-380	-556	-745	-614	-784	-836
Intereses pagados y devengados	471	631	498	272	108	91	131	176	227	259	312
Trabajo y propiedad	-629	-937	-1147	-1011	-1177	-1293	-1315	-1399	-1403	-1592	-1642
	-1	14	-4	-21	-42	-71	-4	-21	7	9	1
Transf. unilaterales privadas	164	242	167	145	289	455	801	1009	975	1028	999
Balance en cuenta de capital	1115	1941	2180	1183	1030	1969	893	58	382	352	250
Transf. unilaterales oficiales	1	1	2	19	10	6	-16	-8	-11	--	--
Capital de largo plazo	816	1641	1615	1528	1822	2350	2469	191	840	662	194
Inversión directa	51	228	337	514	561	1016	642	293	165	546	471
Inversión de cartera	-3	-2	-7	-2	-3	-1	30	48	--	179	-4
Otro capital de largo plazo	768	1416	1285	1016	1264	1335	1797	-150	675	-63	-273
Sector oficial (c)	472	650	329	102	355	298	473	-211	366	77	--
Préstamos recibidos	639	761	505	290	645	633	899	396	1121	778	--
Amortizaciones	-128	-143	-172	-188	-290	-329	-426	-607	-755	-701	--
Bancos comerciales (c)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Préstamos recibidos	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Amortizaciones	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Otros sectores (c)	295	766	956	914	909	1037	1324	61	309	-140	--
Préstamos recibidos	430	1176	1208	1360	1419	1539	2069	837	1278	1301	--
Amortizaciones	-135	-410	-252	-446	-510	-502	-745	-776	-969	-1441	--
Capital de corto plazo	129	397	617	-94	-878	-114	-1309	-192	105	-266	-204
Sector oficial	-59	29	36	89	22	13	54	6	--	95	--
Bancos comerciales	200	83	119	64	-188	3	-1312	-235	201	-29	--
Otros sectores	-13	285	461	-247	-712	-130	-51	37	-96	-332	--
Errores y omisiones netos	169	-99	-53	-270	76	-273	-267	-552	-44	267	--
Balance global (d)	908	-21	-875	-1839	-381	154	1292	402	193	394	641
Variación total reservas (-aumento)	-1302	-220	719	1753	1166	-285	-1354	106	-348	-258	-626
Oro monetario	-311	-239	-169	-177	651	-170	-64	514	-175	119	--
Derechos especiales de giro	-14	-31	-40	-19	198	--	-140	-22	8	4	--
Posición de reserva en el FMI	-49	-30	-16	-81	274	--	--	--	--	--	--
Activos en divisas	-925	151	936	2060	65	-231	-961	-368	-186	-356	--
Otros activos	-4	-71	8	-30	-22	116	-189	-18	5	-25	--
Uso de crédito del FMI	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Fuente: 1980-1989, CEPAL, sobre la base de datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional (FMI).

(a) Cifras preliminares;

(b) Incluye otros servicios no factoriales;

(c) Incluye préstamos netos concedidos y otros activos y pasivos;

(d) Es igual a variación total de reservas (con signo contrario), más asientos de contrapartida.

1990: CEPAL, sobre la base de datos proporcionados por el Banco de la República de Colombia.

## VI. EL CASO DE CHILE

### A. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo está dedicado a analizar y sistematizar los aspectos fundamentales de la experiencia macroeconómica chilena durante la década pasada. En la primera parte, se sintetiza la evolución del contexto macroeconómico chileno durante los ochenta. Se caracterizan las condiciones iniciales de la economía (antes de la crisis de la deuda) y se lleva a cabo una periodización de la experiencia macroeconómica de la década en función de la evolución de las principales variables agregadas. Las siguientes secciones están dedicadas a estudios en mayor profundidad de la evolución de las brechas externa y fiscal. En la segunda parte, se evalúa la magnitud del desequilibrio inducido por la crisis de la deuda en términos del nivel de la transferencia externa necesaria para cerrar la "brecha externa". Asimismo, se analiza la evolución posterior de ese desequilibrio en términos de la relación entre el stock de deuda acumulado, la capacidad de pago de la economía y el rol que le cupo al financiamiento externo. En la tercera parte, se estudia la evolución de las cuentas fiscales y de sus rubros más importantes con el objeto de caracterizar y evaluar el papel de la "brecha fiscal" tanto en la determinación de la crisis como en la evolución posterior del ajuste y el cambio estructural. Por último, en la cuarta parte, se hace una evaluación global de la interacción entre el sector público, el privado y el externo durante el período de ajuste y reforma estructural sobre la base de la interrelación entre los superávits de esos tres sectores.

### B. LAS CONDICIONES INICIALES Y LAS ETAPAS DEL AJUSTE EN LOS OCHENTA

En el período inmediatamente anterior a la crisis, la economía chilena mostraba algunas características (condiciones iniciales) que influirían en su posterior evolución durante el período de ajuste. En la primera parte de esta parte analizamos tales condiciones iniciales. Seguidamente, examinamos los rasgos más salientes de la primera etapa del ajuste (1982-84), caracterizada por ser un período de vacilaciones e incertidumbre. El análisis incluye el efecto impacto de la crisis y los primeros intentos de estabilización. Por último, abordamos la etapa más exitosa del ajuste de los ochenta que comienza con la asunción por Büchi del ministerio de economía. En este período, luego de un lapso en el cual el desempleo se mantuvo todavía en altos niveles, la economía se ubicó en una senda de franca recuperación y crecimiento que abarca el final de la dictadura de Pinochet y el comienzo del gobierno democrático.

#### 1. Las reformas estructurales en el período pre-crisis y sus resultados

En el período comprendido entre el derrocamiento del gobierno de Salvador Allende y fines de la década del 70', el gobierno militar puso en práctica una serie de medidas de reforma

estructural orientadas a liberalizar la economía. Asimismo, tan importantes como las medidas de reforma fueron aquéllas orientadas a racionalizar el sector público. Como consecuencia de estas políticas, exceptuando el mercado de trabajo, prácticamente todos los mercados habían sido desregulados hacia fines de los setenta y principios de los ochenta<sup>1</sup>.

Por aquéllos años, las medidas de liberalización y ajuste parecían estar dando sus frutos rápidamente en la medida en que la economía estaba pasando por una etapa de alto crecimiento. Luego de la profunda recesión de 1975 en que el producto había caído en más del 12%, entre

<sup>1</sup> El siguiente cuadro comparativo, que hemos extraído de Romaguera y Meller (1990), es muy ilustrativo respecto de los profundos cambios ocurridos durante la segunda mitad de la década de los setenta en la estructura económica chilena como consecuencia de las políticas de reforma del gobierno militar:

<u>Situación en 1972-73</u>	<u>Post 1973</u>
<b>Privatización</b>	
El Estado controla más de 500 empresas y bancos.	En 1980, 25 firmas (incluyendo un banco) pertenecen al sector público.
<b>Régimen de precios</b>	
Control generalizado de precios.	Precios determinados por el mercado, excepto salarios (reajustes gubernamentales) y el tipo de cambio.
<b>Régimen comercial</b>	
Sistema de tipo de cambio múltiple. Cuotas y prohibiciones para tarifas elevadas (promedio 94% y 220% arancel máximo). Depósito previo a las importaciones.	Tipo de cambio único. Arancel de importación parejo de importaciones: 10% (excepto automóviles). Ausencia de otras barreras al comercio.
<b>Régimen fiscal</b>	
Impuesto cascada a la compraventa. Importante participación del empleo público. Elevado déficit público.	Impuesto al valor agregado de 20%. Reducción del empleo público. Superávit público (1979-81).
<b>Mercado financiero</b>	
Tasas de interés controladas. Propiedad estatal de la banca. Control del crédito.	Tasas determinadas por el mercado. Reprivatización de bancos. Liberalización del mercado de capitales.
<b>Movilidad de capitales</b>	
Control total del movimiento de capitales. Gobierno principal deudor externo.	Liberalización gradual de la cuenta de capitales. Sector privado principal deudor externo.
<b>Régimen laboral</b>	
Sindicatos importantes y con poder de negociación. Ley de inmovilidad. Reajustes de salarios obligatorio. Beneficios no-salariales altos (representan 40% del salario).	Atomización sindical con nulo poder de negociación. Facilidad de despido. Drástica reducción del salario real. Reducción de los costos no-salariales (3% del salario).

1976 y 1980 este último aumentó a una tasa anual promedio del 7,5% (cuadro 2). Todo ello en un contexto en que el gobierno estaba generando un superávit significativo y la economía se monetizaba rápidamente<sup>2</sup>.

No obstante lo anterior, cuando se observa la evolución de la economía en forma más desagregada las conclusiones que surgen son algo menos optimistas respecto de los resultados de las políticas de liberalización.

En primer lugar, el proceso de crecimiento estaba sustentado en un nivel de absorción doméstica elevado. El nivel de absorción del período antes mencionado se ubicó en promedio cerca de un 3% por encima del producto (cuadro 2) y, por ende, el saldo de la balanza comercial resultó negativo en forma sistemática<sup>3</sup>.

En segundo lugar, aún cuando el nivel de absorción era alto, el coeficiente inversión/producto tendía a moverse en niveles relativamente modestos. La relación entre tales variables fluctuó en torno del 17% durante el período 1976-80 (cuadro 2). Este hecho planteaba ciertas dudas sobre la sustentabilidad en el largo plazo de las tasas de crecimiento que se estaban registrando.

En tercer lugar, también generaba dudas respecto de la tasa de crecimiento en el largo plazo, el hecho de que las políticas implementadas no estaban generando el incremento que se esperaba en ahorro nacional. Entre 1976 y 1980, el ahorro nacional sólo financió un 76% de la inversión bruta. Consecuentemente, el uso del ahorro externo pasó de registrar valores negativos en 1976 a representar más de 7 puntos del PIB en 1980 (Cuadro 1). Este aumento en la dependencia del ahorro externo al tiempo que se estaban produciendo déficit comerciales persistentes llevó a una mayor exposición de la economía a los shocks de origen externo.

En este contexto, resulta útil destacar que entre las políticas implementadas en la segunda mitad de los setenta, hubo tres que tuvieron un rol especialmente determinante en la generación de los desequilibrios macroeconómicos observados en este período:<sup>4</sup> la liberalización del sistema financiero, la desregulación del flujo de capitales del exterior y la política de corto plazo que, a partir de febrero de 1978, comenzó a apoyarse en el tipo de cambio como instrumento antiinflacionario.

La relevancia de estas tres políticas radicó no sólo en los efectos inducidos por cada una de ellas por separado sino, además, en el hecho de que su interacción retroalimentó los desequilibrios. Especialmente importante fue que la facilidad en el acceso al crédito internacional

---

<sup>2</sup> Medido por M3 (privado) el coeficiente de monetización había pasado de 6,8% del PIB en 1976 a 17,8% en 1980 (cuadro VII).

<sup>3</sup> Una consecuencia importante de este hecho fue que la economía devino más vulnerable a los shocks externos. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la mayor vulnerabilidad inducida por el sostenido aumento de las importaciones estaba en parte siendo compensado por el también sostenido incremento de la participación de las exportaciones en el producto. Esta participación tendió a ubicarse por encima del 20% del mismo (cuadro II).

<sup>4</sup> Además de los ya mencionados, existían otros desequilibrios a nivel macroeconómico que no exhibían signos claros de autocorregirse. Tres de ellos merecen ser destacados. El primero es que, en el mercado de trabajo, se estaba registrando en forma persistente una alta tasa de desempleo luego de que la misma aumentara significativamente como resultado de la fuerte caída del producto en 1975. El segundo consistía en que, en el mercado financiero, se observaban tasas de interés extremadamente elevadas. El tercero era que la inflación no mostraba signos de adecuarse con la velocidad requerida a la política cambiaria.

y la reforma financiera contribuyeron a garantizar el financiamiento necesario para que el desequilibrio en el nivel de absorción doméstica inducido por la política de revalorización cambiaria pudiera extenderse en el tiempo. Es difícil pensar que una situación de desequilibrio de esta naturaleza pueda prolongarse temporalmente si el mercado de crédito externo está racionado o si el acceso al crédito bancario doméstico lo está debido a una política estricta de asignación por parte de las entidades financieras. De esta forma, al igual que lo ocurrido en otros países del Cono Sur por la misma época, estas políticas influyeron en la generación de un escenario macroeconómico propicio para que el shock externo de 1981-82 deviniera en el desarrollo de la crisis de los ochenta.

## 2. El período de la incertidumbre: crisis y ajuste al margen de la ortodoxia

En el período 1981-82, los desequilibrios comentados más arriba se agravaron pronunciadamente<sup>5</sup>. Al mismo tiempo, se produjeron fuertes cambios adversos en el escenario internacional<sup>6</sup>. Ambos hechos tornaron inviable la estrategia de alta absorción-cum-endeudamiento externo.

En un principio, las autoridades confiaron en un ajuste "natural" de la economía dentro del esquema de tipo de cambio fijo pero tales intentos por mantener la política económica sin cambios colapsaron finalmente con la devaluación de junio de 1982. Entre esa fecha y la asunción de Büchi se sucedieron una serie de intentos de estabilización muchas veces contradictorios (vgr., el abandono de la austeridad por políticas más expansionistas en el 84') que implicaron no sólo el abandono de la política cambiaria sino también de muchos de los dogmas no intervencionistas sostenidos desde la década anterior.

Entre los hechos más importante de este período, es necesario destacar por el colapso del sistema financiero liberalizado. Fue uno de los factores fundamentales en la determinación de la profundidad y persistencia de los efectos del shock externo negativo de 1981-82<sup>7</sup>.

Desde que se pusiera en práctica la reforma de mediados de los setenta, el régimen de libertad financiera había desarrollado una serie de anomalías estructurales que llevaron finalmente al sobreendeudamiento del sector privado y a una pésima asignación de la cartera de

<sup>5</sup> Para tener una idea de la magnitud del agravamiento de los desequilibrios baste decir que, en 1981, el déficit comercial alcanzó el nivel récord de 10,3% del PIB; el ahorro nacional se redujo en cerca de 6 puntos porcentuales del producto y el ahorro externo se ubicó en el insostenible nivel de 14,5 puntos (cuadro I). Por otra parte, la sólida posición superavitaria del gobierno se debilitó a una velocidad inédita. Se pasó de un **superávit** de más de cinco puntos del PIB en 1980 a un **déficit** de similar magnitud en 1982 (Cuadro V). Un deterioro de 10% del producto en las cuentas públicas que, básicamente, no se originó en razones endógenas al gobierno sino en la necesidad de éste de financiar el fuerte intervencionismo que ejerció con el objeto de mitigar las consecuencias de la crisis financiera del sector privado.<sup>5</sup>

<sup>6</sup> En particular, hubo una sensible caída de los términos del intercambio (13% en 1981 y otro tanto en 1982) y un fuerte aumento de la tasa de interés internacional que indujo un salto de proporciones en el costo del crédito tanto interno como doméstico. Medida en términos de la evolución del precio del cobre la tasa de interés real pagada por Chile fue de 46,9% en 1981 y de 33,2% en 1982 (cuadro VIII). Asimismo, la disponibilidad de crédito externo se restringió severamente luego de la moratoria mexicana.

<sup>7</sup> Arellano (1983) analiza esta cuestión en detalle.

crédito de los bancos. Entre tales anomalías, las más salientes fueron, en primer lugar, la existencia de una alta proporción del crédito colocado por los bancos en empresas relacionadas con ellos mismos. A fines de 1982, el 19% de la cartera estaba en tal situación. En segundo lugar, en un contexto de plena libertad, los bancos tendieron a no respetar las normas sobre límites de crédito individual y a utilizar una política laxa en relación a la exigencia de garantías. Cuestión ésta agravada por la sobrevaloración de los activos físicos debido al boom y a la política cambiaria de fines de la década previa. Por último, la idea de un sistema donde el riesgo debía ser asumido por los bancos había sido desvirtuada en la percepción del público desde los comienzos mismos de la reforma, porque la autoridad monetaria se había hecho cargo de los costos del salvataje de algunas entidades financieras al empezar la etapa de liberalización en 1976-77.<sup>8</sup>

El abandono del rol "subsidiario" del Estado fue particularmente claro en relación al sector financiero. El gobierno organizó un salvataje que implicó una intervención estatal masiva, con el Banco Central actuando como prestamista de última instancia en un contexto en que las tasas de interés pasaron de libres a "sugeridas". Entre los años 1982 y 1984, la Superintendencia de Bancos intervino 14 bancos y 8 financieras al tiempo que ponía en práctica una serie de programas especiales de ayuda al sector privado. Los más importantes fueron los de compra de cartera vencida por parte del Banco Central, la reprogramación subsidiada de la deuda productiva, hipotecaria y de consumo, la instauración de un dolar preferencial para el pago de intereses y amortizaciones de la deuda externa y la desdolarización de los pasivos externos mediante su conversión a moneda nacional. Se calcula que el costo fiscal de estos programas y de las pérdidas de cambio del Banco Central fue de alrededor de 9.000 millones de dólares<sup>9</sup>.

Tres cuestiones adicionales que vale la pena remarcar en relación con esta etapa son, en primer lugar, que la política cambiaria fue bastante caótica, con una serie de cambios de régimen que incluyeron desde uno de tipo de cambio flexible hasta otro de crawling peg pasivo en función de la tasa de interés doméstica y la internacional. Todo ello complementado con una vuelta a las restricciones de las transacciones de moneda extranjera y un apreciable incremento en el nivel de los aranceles.

La segunda es que durante este lapso comenzaron a aplicarse planes acordados con el Fondo y se llevaron a cabo negociaciones con los bancos comerciales por las cuales, a cambio de una reestructuración de los vencimientos de la deuda, el gobierno se hizo cargo de los pasivos del sector privado que, en principio, no contaban con aval del sector público. Como consecuencia de estos acuerdos la deuda del Estado aumentó en forma significativa (ver cuadro 9).

Por último, es necesario tener en cuenta que estos años corresponden a los más duros e inciertos del período de ajuste. En 1982, el producto cayó un 14% y en 1983 volvió a caer. En concordancia con ello, la tasa de desocupación se elevó a alrededor del 30%. Sólo en 1984, ante el intento de aplicar políticas más expansionistas, el producto volvió a crecer. Pero estas

---

<sup>8</sup> Para un análisis detallado de la evolución del sistema financiero en este período, ver Held (1990).

<sup>9</sup> Un detalle de estos programas y una estimación de su costo individual se encuentra en Eyzaguirre y Larrañaga (1990).

políticas se aplicaron sólo por un breve lapso como consecuencia de que generaron un nuevo (e imposible de financiar) deterioro de la situación externa.

### 3. El ajuste exitoso: reforma estructural con costo social más financiamiento externo y recuperación de los términos del intercambio

A partir de la asunción de Büchi en febrero de 1985, se pone en práctica un nuevo programa de ajuste que evitó algunas de las inconsistencias observadas en los anteriores y que llevó a que en un lapso prudencial la economía entrara en una etapa de decidida recuperación con una alta tasa de crecimiento del producto y una sensible disminución de la proporción de desocupados. Entre 1986 y 1990, el producto creció a una tasa anual promedio del 7,1%, mientras la tasa de desocupación se reducía en más de 20 puntos porcentuales a partir del pico de 31.3% en 1983<sup>10</sup>.

En realidad, esta etapa abarca dos subperíodos claramente diferenciados. El primero, de ajuste severo, se extiende hasta alrededor de 1989. A partir de entonces, se pasa a una etapa de fuerte incentivo al gasto doméstico con una política monetaria mucho más expansiva. Este cambio de orientación en la política estuvo claramente motivado por razones electorales. De hecho, el cambio de dirección en favor de la incentivación de la demanda doméstica fue tan brusco (en 1990 el PIB creció un 10%) que las primeras medidas económicas implementadas por el gobierno democrático tuvieron que ser orientadas a "enfriar" la economía mediante una política monetaria más austera.

Los logros alcanzados en esta etapa estuvieron correlacionados no sólo con las políticas económicas implementadas sino también con el fuerte mejoramiento de las condiciones externas enfrentadas por la economía chilena. Como veremos al analizar la evolución de la brecha externa, tal mejoramiento incluyó un pronunciado incremento de los términos del intercambio y de las cantidades exportadas y un acceso privilegiado al financiamiento externo. Estos hechos, que resultaron cruciales para el éxito del ajuste, diferencian significativamente la economía de Chile de la experiencia de otros países latinoamericanos altamente endeudados como Argentina, México o Brasil, en los cuales esos hechos no ocurrieron o no se dieron en forma conjunta<sup>11</sup>.

Los términos del intercambio y el aumento de las cantidades exportadas determinaron una evolución favorable en los indicadores financieros debido a su influencia positiva sobre el valor de los flujos de divisas. En este período, por otra parte, tales indicadores también mejoraron por la influencia de los programas de conversión de deuda que robustecieron la posición de stocks al inducir una fuerte disminución en el nivel de la deuda externa. Entre el año 1985, en que los mecanismos de conversión fueron implementados, y junio de 1990, se retiraron 9.600 millones de dólares de deuda. Una medida de la efectividad de los esquemas de capitalización y recompra

<sup>10</sup> Análisis más detallados de lo ocurrido durante el período se encuentran en Arellano (1988), Romaguera y Meller (1990) y Meller (1990).

<sup>11</sup> Para un análisis comparativo de tales experiencias ver Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1991).

la aporta el hecho de que la cobertura total posible de los mismos estaba dada por un monto de deuda elegible de 14.200 millones de dólares<sup>12</sup>.

Además de la favorable evolución de la situación externa, otros dos factores que contribuyeron en forma relevante a crear las condiciones para los logros de la segunda mitad de los ochenta, fueron el decidido avance hacia el establecimiento de un mayor equilibrio en las cuentas fiscales (cuestión ésta que analizaremos al estudiar la evolución de la brecha fiscal) y el mayor ordenamiento del sistema financiero. No debe olvidarse, no obstante, que tales logros no se alcanzaron sin antes pagar un alto costo en términos sociales.

En relación al sistema financiero, cabe acotar que -luego del salvataje estatal que implicó prácticamente la nacionalización del sistema financiero como resultado no deseado de las liquidaciones e intervenciones- durante este período se volvieron a privatizar los bancos mediante la venta de sus acciones. Haciendo de la necesidad una virtud, el gobierno reprivatizó los bancos en el marco de la implementación del "capitalismo popular", al tiempo que se ponía en práctica un nuevo y ambicioso plan de privatizaciones que incluyó empresas consideradas hasta ese momento de importancia estratégica.<sup>13</sup>

Aún cuando el costo fiscal de la recomposición del sistema financiero fue enorme - alrededor de 9.000 millones de dólares-, luego de la reestructuración, el mismo funcionó apreciablemente bien en un contexto mucho más estricto de supervisión bancaria. Ello hizo que Chile estuviese en condiciones de evitar los extremos desequilibrios financieros que se produjeron en otros países -como en el caso de Argentina, por ejemplo- que habían sufrido el mismo tipo de colapso debido al fracaso del experimento de liberalización. El coeficiente de monetización medido por M3 (privado) nunca descendió por debajo del 23% del producto y hacia fines de la década tendió a elevarse llegando a niveles similares al período pre-crisis.

Los recursos fiscales demandados por el subsidio al sector financiero, sin embargo, de hecho indujeron un cierto efecto de crowding-out sobre la posibilidad de expandir el gasto social para amortiguar las repercusiones del ajuste de la economía. La necesidad de apoyar el sistema financiero redujo a su mínima expresión las políticas públicas orientadas a paliar los efectos de la alta tasa de desempleo. Durante el período de ajuste, el gasto social per cápita en salud, vivienda y educación sufrió un significativo retroceso. Asimismo, el salario real se redujo en un 20% y el ingreso mínimo líquido lo hizo en un 40% (Romaguera y Meller, 1990). Por último, según varios estudios, aumentó en forma sensible la proporción de hogares en situación de pobreza. Según las estadísticas de PREALC, por ejemplo, en Santiago la proporción de hogares en condiciones de pobreza e indigencia, que era de 28,5% en 1969, alcanzó el 40,3% en 1980 y aumentó nuevamente en el período de ajuste, para ubicarse en la cifra de 48,6% en 1987<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Ffrench-Davis analiza los mecanismos de reconversión en Ffrench-Davis (1989).

<sup>13</sup> Sobre el proceso de privatización chileno ver Marcel (1989).

<sup>14</sup> Para más detalles sobre los costos sociales del ajuste ver Romaguera y Meller (1990).

### C. RESTRICCIÓN EXTERNA Y DESEQUILIBRIO MACROECONÓMICO

Tomando como base la exposición del desenvolvimiento de la economía chilena realizada en la sección anterior, analizamos ahora en mayor detalle la interacción entre la evolución macroeconómica y la brecha externa.

La profundidad del desequilibrio entre el stock de los pasivos externos y el nivel de ingreso que el shock externo generó en la economía de Chile fue tan marcada que la relación deuda-producto superó holgadamente el 100%. Este desequilibrio entre los stocks y los flujos, como no podía ser de otra manera, se reflejó en un sensible cambio en la composición de los flujos y, además, sus efectos se prolongaron en el tiempo.

Una de las más importantes transformaciones la constituyó el hecho de que, como efecto directo del shock externo, se produjo una fuerte disminución del ingreso nacional, explicada tanto por el abrupto incremento de los intereses a pagar al exterior como por la caída de los términos del intercambio. Mientras en el último quinquenio de la década de los setenta, los pagos al exterior habían representado 2,4% del PIB, durante la siguiente tal proporción se triplicó ubicándose en 7.7%. El pico máximo en la evolución de esta variable se produjo en 1985 cuando alcanzó el 11.1% del PIB (cuadro 1). Posteriormente, la recuperación de los términos del intercambio y del crecimiento del producto, junto con los programas de reconversión de deuda determinaron una inversión de la tendencia. Desde 1986, la participación del pago neto a factores del exterior cayó en forma sistemática. Aún así, en 1989 seguían representado 6,7% del PIB, lo cual estaba aún bien por encima de los valores registrados con anterioridad a la crisis.

En relación al aumento de los términos del intercambio, cabe mencionar que luego de alcanzar un mínimo en 1985, un incremento sostenido de los precios del cobre, determina que se recuperan aceleradamente y en forma sostenida partir de 1986. La tasa anual promedio a la que crecieron entre 1985 y 1989 fue del 8,1%, totalizando un incremento del 36,6%. Como consecuencia, en términos de la variación de los precios del cobre, la tasa de interés real internacional fue en promedio negativa en un 10% por año entre 1986 y 1989 (cuadro 8). Obviamente, este hecho fue fundamental en la recuperación de la salud patrimonial y financiera de Chile en la medida en que el principal activo del país se valorizó a una tasa muy superior a la del principal pasivo. Ello se reflejó en una favorable evolución de los indicadores stock/flujo de fragilidad financiera. El ratio deuda/producto se redujo en igual período de más del 110% a algo menos del 70% (cuadro 10).

También la relación entre el stock de deuda y las exportaciones mejoró significativamente: pasó de alrededor de 5 a mediados de la década a algo más de 2 al finalizar la misma (cuadro 10). En este resultado, sin embargo, además de la mejora de los términos del intercambio, influyó el incremento de las cantidades exportadas. Cabe destacar en este sentido la favorable performance de las ventas externas diferentes del cobre.

La positiva evolución de las exportaciones puede considerarse un logro de las políticas implementadas en este período, ya que las mismas se orientaron decididamente a incentivarlas. Entre otras medidas, mediante la fijación de un tipo de cambio real elevado que mejoró

apreciablemente la rentabilidad de la producción de bienes transables<sup>15</sup>. En 1985, el tipo de cambio real subió un 25% por encima del ya elevado nivel que había alcanzado en 1984, volvió a subir un 13% en 1987 y se mantuvo en los tres años siguientes. Como consecuencia, en 1989 el tipo de cambio real era 1,9 veces el vigente al producirse el colapso de 1981-82. En este contexto, la proporción exportada del producto pasó de 23,7% en 1980 a 28,9% en 1989.

El apreciable monto de financiamiento externo recibido por Chile durante el período de ajuste puede observarse claramente en el cuadro 1. Entre 1982 y 1989, el ahorro externo como proporción del producto fue en promedio de 5,5%, con picos como el 10,7% de 1984 o el 8,3% de 1985 que coadyuvaron significativamente a superar los años más críticos del desequilibrio macroeconómico. Cifras semejantes de apoyo externo no se encuentran en ninguno de los países grandes altamente endeudados de la región y, en este sentido, la experiencia de Chile es atípica<sup>16</sup>. De hecho, Chile sólo comenzó a reducir la participación del ahorro externo en el producto, acercándose a los parámetros de la región, cuando el aumento de las cantidades y los precios de sus exportaciones se lo permitieron, desde 1986 en adelante (ver cuadro 1).

El apoyo de los organismos multilaterales resultó crucial en esta evolución de los flujos de crédito externo, tanto por el monto otorgado como porque facilitaron la negociación con la banca comercial. A pesar de sufrir algunos contratiempos para cumplir con las metas monetarias y fiscales del Stand-By del 83, Chile logró acceder con posterioridad a un préstamo de facilidades ampliadas por DEG 750 millones. Asimismo, entre 1985 y 1987, firmó tres acuerdos SAL con el Banco Mundial por 250 millones de dólares cada uno. Paralelamente, entre 1983 y 1990 se llevaron adelante seis renegociaciones de los compromisos externos con la banca comercial, que permitieron no incurrir en moras durante todo el período de ajuste. Esto último es también una característica diferencial de Chile ya que, durante los ochenta, la mayor parte de los otros países altamente endeudados de la región no lograron impedir el incurrir en atrasos por lapsos más o menos prolongados.

Como consecuencia de la "buena conducta" de Chile, del éxito de la estabilización y de una cierta flexibilización de las condiciones exigidas por los operadores en el mercado internacional, los términos de las sucesivas renegociaciones fueron mejorando tanto en relación a la sobretasa abonada sobre la Libor como en lo que se refiere a los plazos de amortización y de pagos de intereses.

El cuadro 11 pone de manifiesto el activo rol de los organismos internacionales. La deuda pendiente con éstos pasó de algo más de 400 millones de dólares en el período 1980-82 a más de 4500 millones en 1989. Esto es, un incremento de diez veces en el monto de crédito recibido que elevó la participación de los organismos en el total de la deuda chilena de menos del 5% antes de 1982 a más del 25% en 1989.

El haber contado con mayor apoyo crediticio externo significó para Chile realizar una transferencia neta de recursos al exterior muy inferior al promedio de América Latina durante toda la década del 80'. En efecto, un reciente estudio de la Cepal (CEPAL, 1991b) muestra que

---

<sup>15</sup> El incentivo a los transables también se vio favorecido por la apertura de la economía. Para una evaluación del proceso de apertura chileno ver Ffrench-Davis (1990).

<sup>16</sup> Sobre las negociaciones de Chile con el exterior ver Butelman (1990).

entre 1980 y 1989 América Latina transfirió al exterior un promedio anual de 2,6% de su PIB total. Chile por su parte sólo envió al exterior un 0,6% del producto. Asimismo, cuando se particiona la década en dos subperíodos, puede apreciarse claramente el hecho de que Chile recibió un fuerte apoyo externo al comenzar el ajuste, cuando éste resultaba más crítico: entre 1980 y 1984 Chile realizó una transferencia neta **negativa** equivalente a 2,5% del producto al tiempo que América Latina hacía una **positiva** de 1,8% del PIB. Entre 1985 y 1989, por otra parte, cuando Chile comienza a aumentar sus giros al exterior, el monto de la transferencia neta que realiza no es diferente de la ejecutada por la región en promedio. En esta segunda parte de la década, la transferencia neta es de un 3,7% del PIB en el caso de Chile y de 3,4% para la región en su conjunto (cuadro 12).

El contar con un mayor nivel de financiamiento externo que el promedio de los países de América Latina le permitió a Chile evitar una de las consecuencias más perjudiciales del proceso de "ajuste-como-pueda-y-rápido" que caracterizó la experiencia de varios de esos países. Específicamente, Chile estuvo en condiciones de eludir la reducción de las importaciones como proporción del producto a niveles incompatibles con la necesidad de reconvertir la economía para recuperar el crecimiento.

Al disponer de un apreciable flujo de ahorro externo, Chile no tuvo necesidad de generar un superávit de comercio acorde con el nivel de los devengamientos de intereses de sus pasivos externos y por ende pudo mantener una razonable capacidad de importar. Si bien es cierto que como consecuencia del shock las importaciones cayeron abruptamente entre 1981 y 1982, también lo es que el nivel de las mismas en esos años estaba "inflado" como consecuencia de la política cambiaria del período. De hecho, durante la implementación del ajuste, Chile mostró un coeficiente importaciones/PIB similar o superior al de los años "normales" del período de liberalización de los setenta. En el período 1975-79 las importaciones fueron del 20.7% del PIB, en el lapso de atraso cambiario de 1980-81 alcanzaron un promedio de 31.8% y, durante los ochenta, promediaron el 23,1% (cuadro 2).

Una segunda consecuencia favorable para la estabilidad macroeconómica, ligada con la mayor disponibilidad de financiamiento externo, es que el crédito que recibió la economía chilena fue el fruto de una negociación con los organismos internacionales y la banca extranjera. Por lo tanto, Chile realizó una menor transferencia neta **con el acuerdo de sus acreedores**. Este no es el caso de otros países de la región que sólo redujeron el nivel de la transferencia neta porque incurrieron en atrasos en los pagos de intereses. Aún cuando muchas veces realizaron transferencias mayores que la chilena, los atrasos llevaron a una relación mucho más conflictiva con los acreedores y los organismos, caracterizada por negociaciones permanentes e inconclusivas. Las consecuencias diferentes de ambas situaciones en términos del nivel de incertidumbre que implican para la economía doméstica son difíciles de exagerar. Muchas veces, un mínimo de estabilidad y predictibilidad en la evolución del tipo de cambio es muy difícil de lograr en países que, como Argentina o Brasil, se encuentran expuestos permanentemente a las "noticias" sobre las negociaciones internacionales que, de hecho, se han convertido en una especie de enfermedad crónica de la economía.

Cabe hacer notar, para concluir con este análisis de la brecha externa, que el hecho de que Chile haya contado con un apoyo internacional relativamente mayor, no implica que ese país no haya hecho un esfuerzo significativo por ajustar su economía a las nuevas condiciones internacionales. Como ya se comentara, la política económica del período se orientó

decididamente a incentivar la producción de bienes transables mediante la inducción de un cambio de precios relativos claramente favorable. Nuestro énfasis en el nivel y la oportunidad del flujo de financiamiento recibido por Chile tiene como objetivo principal remarcar -contrastando la experiencia de Chile con la del promedio latinoamericano- que un nivel adecuado de disponibilidad de crédito externo aparece como condición necesaria para el ajuste y la reconversión de la economía.

#### **D. LA BRECHA FISCAL, LAS POLÍTICAS PÚBLICAS Y EL AJUSTE MACROECONÓMICO**

El sector público jugó un rol cuya importancia en el ajuste chileno sería difícil exagerar. Esto, resulta en cierto sentido paradójico, porque a diferencia de otros países de la región, la crisis chilena de principios de los ochenta fue fundamentalmente una crisis del sector privado. Sólo cuando el sector público fue en auxilio de la estabilidad (sobre todo financiera) de la economía privada comenzó a sufrir como consecuencia desbalances apreciables. No obstante ello, el sector público estuvo en condiciones no sólo de manejar tales desequilibrios sino que, además, obtuvo un remarcable suceso en asegurar la recuperación del sector privado. Para la consecución de este resultado, tres factores revistieron importancia crucial: las políticas fiscales implementadas; la particularidad de que el sector público de Chile es el principal exportador de la economía (lo cual hace que el balance de divisas del sector público sea positivo) y la disponibilidad de financiamiento externo.

##### 1. Déficit fiscal y estabilización

Uno de los factores fundamentales que diferencian a la experiencia fiscal chilena fue, como ya lo hiciéramos notar más arriba, que el sector público estaba generando un apreciable superávit al comenzar la crisis. Como puede verse en el cuadro 15, el sector público no financiero consolidado mostraba un robusto 5,4% del producto de excedente fiscal en 1980<sup>17</sup>. Por lo tanto, aún cuando la posición financiera se deteriora rápida y significativamente en los años consecutivos, siguiendo una pauta común a los países de la región, el déficit fiscal resultante no llega a montos explosivos, semejantes a los de países como Argentina, Brasil o México.

El pico máximo de la serie de déficit se registra en 1984 coincidiendo con el intento de incentivar fuertemente la demanda doméstica puesto en práctica ese año. Posteriormente, sin embargo, a partir de la implementación de la política de la administración Büchi y la mejora de los términos del intercambio -que como veremos tienen una influencia favorable sobre los ingresos públicos- el déficit del sector público consolidado se reduce sistemáticamente hasta convertirse en superávit a partir de 1987.

---

<sup>17</sup> Las diferencias en el monto del déficit fiscal de los cuadros V y XV, se deben a que la medición del déficit que figura en el cuadro XV incluyen como ingreso los provenientes de la venta de activos físicos del sector público, mientras que, por el contrario en el cuadro V el desbalance del sector público es estrictamente la diferencia entre el flujo de ahorro y el de inversión.

Como resultado de la evolución del déficit antes comentada, si se agregan los resultados fiscales correspondientes al período que va de 1980 a 1988, lo que resulta es que el sector público consolidado prácticamente tuvo sus cuentas equilibradas: en esos nueve años, el déficit fiscal en promedio fue de sólo 0,7% del PIB por año.

Este resultado global, no obstante, no debe hacer perder de vista el sendero dinámico del déficit: sube cuando la economía está en el piso de la recesión (nótese que los déficit mayores corresponden a los años 1982-84) y, posteriormente, cuando el sector privado se recupera el déficit se reduce evitando generar un exceso de presión del gasto doméstico sobre la economía.

Otros países latinoamericanos no estuvieron en condiciones de seguir políticas fiscales anticíclicas por dos razones principales: la restricción externa, que ponía una cota a la absorción de origen interno, y la imposibilidad de financiar grandes déficit en un contexto de desmonetización de la economía doméstica y racionamiento en el mercado internacional de crédito<sup>18</sup>.

Chile estuvo en condiciones de realizar una política de gasto en cierta medida anticíclica no sólo porque comenzó la crisis con superávit fiscal sino también porque estuvo en una mejor posición que otros países latinoamericanos para manejar tanto la restricción externa como la de financiamiento del déficit. En relación con ambas, la mayor disponibilidad de crédito externo comentada en la sección anterior jugó un rol fundamental. Debe tenerse en cuenta que el mayor beneficiario del crédito foráneo fue justamente el sector público.

En el cuadro 15 puede observarse cuáles fueron las fuentes de financiamiento del desbalance fiscal. Si bien es verdad que en algunos períodos hubo una cierta presión sobre el mercado financiero doméstico (especialmente durante 1983), también lo es que ése no fue el caso general. Ocurre lo contrario, en cambio, con relación al uso de fuentes externas de financiamiento: el aporte financiero del exterior es siempre positivo y representa una alta proporción del déficit en todos los años, con excepción justamente de 1983. En realidad, este último año aporta una pauta contrafáctica de lo que hubiese representado la presión del déficit del sector público no financiero sobre el mercado de activos domésticos en los años más críticos del ajuste de no haberse contado con el financiamiento del exterior. De hecho, el uso del crédito internacional no sólo ayudó a presionar menos sobre la demanda de activos domésticos sino que, en realidad, a nivel del sector público no financiero, entre 1980 y 1988 la colocación neta de activos financieros domésticos resulta negativa. Esto es, el gobierno tomó crédito externo para financiar al sector privado: en tal período, el déficit promedio de 0,7% del PIB, se financió con la colocación de deuda en el exterior por 2,2% y un uso neto de financiamiento doméstico de -1,5%. Ello implica que a nivel doméstico el sector público consolidado retiró deuda y, por lo tanto, en la medida en que su exposición financiera doméstica neta varió en forma negativa otorgó y no demandó crédito del resto de la economía nacional. A su vez, como veremos en parte siguiente, el Banco Central fue utilizado como instrumento para realizar las transferencias financieras al sector privado, lo cual generó un déficit cuasifiscal que, hacia el final de la década aún se ubicaba en alrededor de 2% del PIB. Si a la presión sobre los activos domésticos vía déficit cuasifiscal se hubiera agregado la presión del déficit del sector público no financiero, el

---

<sup>18</sup> Sobre los hechos estilizados del ajuste fiscal en América Latina, ver Fanelli y Frenkel (1990b).

relativo equilibrio monetario observado durante el proceso de ajuste no hubiera podido ser mantenido.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que además de estos efectos positivos sobre el equilibrio fiscal y monetario en el corto plazo, el mayor apoyo externo tuvo un costo importante para el sector público en términos intertemporales. Ello fue así en la medida en que una condición para acceder a ese mayor financiamiento fue que el sector público se hiciera cargo de la deuda privada. Ello implicó un aumento permanente del gasto público en el largo plazo en la medida en que el gobierno se hizo cargo del pago de los intereses (y, obviamente, de la amortización llegado el caso).

Los comentarios anteriores sobre el financiamiento del déficit, no obstante, no deberían interpretarse en el sentido de que el crédito externo fue condición suficiente para la ejecución de una política fiscal anticíclica de las características de la chilena. Tres hechos adicionales resultaron de crucial importancia para aliviar la presión de la restricción externa y para mejorar la posición financiera del sector público. El primero estuvo constituido por la política de privatizaciones, que aportó ingresos de caja para el sector público por un monto cercano a un punto porcentual del producto en promedio entre 1980 y 1988. El segundo fue la mejora de los términos del intercambio. Esto favoreció al gobierno porque el cobre es exportado por el sector público. El tercer hecho que coadyuvó a mejorar sensiblemente la evolución de las cuentas fiscales fueron las fuertes devaluaciones reales que hemos comentado más arriba.

Ahora bien, más allá de la evolución favorable de los precios, la performance de las cantidades exportadas de cobre no hubiera resultado posible sin la política del gobierno de no reducir la inversión pública en sus empresas, hecho éste que diferencia una vez más a Chile de muchos países latinoamericanos que frecuentemente utilizaron la inversión pública como variable de ajuste del gasto. Asimismo, si bien la devaluación mejoró la posición financiera del sector público al valorizar sus ingresos, también hubiera tenido efectos recesivos muy fuertes si no hubiera sido compensada por variaciones en sentido contrario de otros ingresos del gobierno y/o en las políticas de gasto. Por lo tanto, para no contar sólo con una visión parcial de las características fundamentales de la evolución de la brecha fiscal, es necesario realizar un análisis algo más detallado de la evolución de los rubros de ingreso y de gasto.

## 2. La evolución de los rubros de ingreso y gasto<sup>19</sup>

Al igual que en muchos países de la región con un nivel de desarrollo similar al de Chile, el sector público de ese país tiene una participación significativa en la economía. Ello se refleja, por ejemplo, en que la relación entre el gasto del gobierno y el PIB es de alrededor del 30%. Las empresas públicas, por su parte, tienen un nivel de gasto que fluctúa en torno del 20% del producto y un nivel de ingresos superior al 30% (cuadros 13 y 14). Durante el período de ajuste de los 80', las políticas de reforma estructural no cambiaron significativamente estas relaciones. En realidad, la participación del sector público en la economía tendió más bien a aumentar que a disminuir.

---

<sup>19</sup> Para escribir esta subsección hemos hecho un uso intensivo de los resultados del Proyecto Regional de Política Fiscal de CEPAL, ver Larrañaga (1990) y Larrañaga y Marshall (1990).

Este último hecho resulta algo paradójico si se lo juzga desde la perspectiva del discurso estrictamente político del gobierno, pero no si se lo evalúa dentro del marco de la estrategia global de estabilización seguida por las autoridades económicas. Tal estrategia, como ya lo hemos hecho notar, en gran medida orientó la política fiscal a compensar la caída del gasto privado en los momentos en que los efectos del shock externo se hacían sentir con mayor intensidad sobre el nivel de actividad. En tal contexto, era muy difícil que el gasto público mostrara una tendencia fuerte a reducirse. En realidad, la evolución del gasto público corriente del gobierno muestra una pauta dinámica de carácter anticíclico muy similar a la ya comentada en el caso del déficit fiscal. En el cuadro 13 puede observarse que en el período 1982-85, el gasto corriente del gobierno como proporción del producto sube entre 4 y 5 puntos en relación al nivel pre-crisis para luego bajar gradualmente a medida que la economía se recupera desde 1986 en adelante.

Al desagregar la evolución del gasto público en diferentes subrubros, surge que el aumento de mediados de la década tiene una explicación importante en el aumento de las transferencias para financiar, justamente, programas fiscales explícitamente anticíclicos<sup>20</sup>. Nos referimos en particular a que en los años críticos del ajuste, el gobierno gastó alrededor de un 2,5% del producto adicional en subsidios por desempleo, programas de empleo de emergencia y otros programas relacionados destinados a moderar los impactos sociales de la reestructuración de la economía.<sup>21</sup>

En los cuadros 13 a 15 puede verse que la política seguida en relación a la inversión pública también coadyuvó significativamente a sostener el nivel de la demanda doméstica. Sin embargo, la pauta seguida en relación a esta variable parece estar influida, además, por objetivos de más largo plazo. A diferencia de lo ocurrido con el gasto público corriente, la inversión pública como proporción del producto tiende a mantenerse alta aún después de 1986 cuando la economía retoma la senda del crecimiento y la inversión privada se recupera. Nótese, asimismo, que las privatizaciones del período, *ceteris paribus*, deberían haber inducido una caída en el nivel de la inversión fiscal. La correlación de esta evolución de la inversión pública con la alta tasa de crecimiento observada en Chile es un hecho que merecería un análisis más detallado en tanto, como ya lo mencionáramos, en buena parte de los países latinoamericanos el sendero temporal de la inversión del gobierno durante el período de ajuste fue más bien en sentido contrario del observado en Chile.

Del lado de los ingresos fiscales también se llevaron adelante políticas que, vía un aumento del ingreso disponible de los particulares, tendieron a sostener el nivel de actividad doméstica. A partir de 1984, se implementó un programa de reducción en los impuestos directos

---

<sup>20</sup> Las transferencias también aumentaron debido a razones de índole más estructural. A partir de 1981, la educación pública fue pasada a los municipios y al sector privado. En consonancia con ello el gobierno pasó a subvencionar a los establecimientos privados y municipales. Este aumento de las transferencias tiene como contrapartida una disminución en los sueldos pagados directamente por la administración pública, sobre este tema ver Larrañaga y Marshall (1990).

<sup>21</sup> Específicamente, entre los programas anticíclicos cabe mencionar el programa de absorción de cesantía, el Fondo Unico de Subsidio a los Cesantes (FUSC), el Fondo Unico de Pensiones Familiares (FUPF) y otros programas destinados a atenuar las consecuencias sociales del ajuste tales como JUNAEB, JUNJI, SENAME, etc. Para más detalles ver Larrañaga y Marshall (1990).

con el objetivo de incentivar el ahorro y la reinversión de utilidades, que significó una pérdida para el fisco de alrededor de dos puntos porcentuales del PIB y por ende un incremento en el ingreso disponible de los particulares de igual magnitud. Asimismo, la reforma previsional de 1981 generó un desbalance fiscal que se estima en alrededor de cuatro puntos del producto (Larrañaga y Marshall, 1990). Si bien es cierto que parte de los fondos previsionales -ahora en manos de administradores privados- es automáticamente utilizado por el sector público porque una proporción de la cartera debe ser invertida en bonos de ese origen, también es cierto que el esquema permite que parte del ahorro obligatorio proveniente de los aportes de los trabajadores vaya a financiar necesidades de fondos privadas. Nuevamente, con la reforma previsional, el sector público genera un desbalance en sus cuentas que tiene como contrapartida un incentivo a la estabilidad del sector privado, en este caso robusteciendo el mercado de capitales para la actividad privada.

Las medidas de reducción de la carga tributaria directa para el sector privado, no obstante, no se reflejaron en una evolución negativa de la recaudación global como porcentaje del producto. Durante toda la década, la presión tributaria mostró una variabilidad muy reducida, fluctuando permanentemente entre 19% y 20% del PIB.

Como Larrañaga y Marshall (1990) ponen de relieve, la estructura tributaria de Chile tiene la particularidad de que más del cincuenta por ciento de la recaudación se origina en impuestos ligados a transacciones relativas al comercio exterior: los impuestos a las utilidades de Codelco, el IVA sobre las importaciones y la recaudación en concepto de aranceles. Asimismo, el impuesto a los combustibles, que tiene una participación significativa en la recaudación total, también se correlaciona con el tipo de cambio y el precio internacional del petróleo.

Este rasgo estructural implica que tanto la devaluación real de los ochenta como el aumento del precio del cobre tuvieron un efecto benéfico sobre los ingresos fiscales. Justamente es este efecto el que determinó que dentro de la estructura impositiva pudiera compensarse la reducción en los impuestos directos de forma tal de mantener la presión tributaria constante. En particular, el cambio compensatorio más significativo se produce en la participación de los impuestos del cobre y los específicos (que incluye combustibles). Al comenzar la década, en 1980, los impuestos directos representaban el 24% de la recaudación total, los del cobre 10% y los específicos 7%. En 1988, esas participaciones eran respectivamente 10%, 24,% y 12%.

Del lado de los ingresos del gobierno, uno de los factores que más contribuyó para mantener bajo control el desbalance fiscal ante el aumento de los gastos, fueron los ingresos no tributarios provenientes de los excedentes de las empresas del cobre.

En función de la favorable performance de los ingresos corrientes totales, el sector público logró recomponer su capacidad de ahorro luego del deterioro inducido por el efecto impacto de la crisis. En el cuadro 15 puede verse que después del profundo deterioro sufrido a mediados de la década, desde 1985-86 el ahorro público se recupera en forma significativa y sistemática. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que fueron los ingresos del cobre los que, en el margen, más contribuyeron a la recuperación del ahorro: mientras la presión tributaria permanece constante, las transferencias de las empresas al gobierno suben en 5.5 puntos porcentuales del PIB entre 1981 y 1988, año este último en que llegan a representar 12.6% del producto o, si se quiere, 54% del gasto público corriente. Asimismo, a los efectos de evaluar en toda su magnitud la importancia de la propiedad estatal del cobre en el ajuste fiscal chileno,

piénsese que entre 1980 y 1988 el ahorro público fue en promedio de 4% del PIB por año mientras que las transferencias totales de las empresas al gobierno en igual período se ubicaron en más del doble: 8,7% del producto (cuadro 15).

## **E. UNA EVALUACIÓN MACROECONÓMICA DEL PROCESO DE AJUSTE CHILENO**

Hemos visto las características más salientes en la evolución de las brechas fiscal y externa. Para concluir, en esta parte nos proponemos analizar cómo la interacción de ambas influyó en el proceso de ahorro e inversión y en las relaciones financieras entre el sector público, el privado y el externo.

### **1. Ahorro nacional e inversión**

Una de las características macroeconómicas más salientes del período de ajuste en Chile está constituida por la dinámica que muestran el ahorro nacional y la inversión agregadas: sufren un fuerte deterioro al principio de la crisis para recuperarse hacia el final de la década. Mientras Chile comparte con el resto de los países altamente endeudados de América Latina la etapa de deterioro, el éxito chileno radica en haber logrado la recuperación posterior de estas variables.

La etapa del deterioro en el ahorro y la inversión replicó una de las características de las primeras etapas del ajuste de los 80 en América Latina: la ineffectividad de la política de estabilización para impulsar un aumento del superávit nacional en el corto plazo luego de ocurrido el shock de términos del intercambio y tasas de interés. Esta característica tiene su explicación en los aspectos financieros del desequilibrio externo: el ahorro cayó de la mano del ingreso nacional que a su vez caía por el aumento de los intereses a pagar sobre los pasivos externos. Si el desbalance externo se hubiese debido sólo a un exceso de importaciones es posible que la caída de la absorción hubiera bastado para reducir la demanda de divisas y equilibrar la cuenta corriente, pero ello no ocurrió porque al mismo tiempo estaban subiendo acentuadamente los intereses a pagar al exterior.

Esta dinámica de la primer etapa del ajuste es bastante clara en el caso de Chile. El exceso de absorción de 1981-82 junto con la caída de los términos del intercambio y el aumento de los intereses externos determinaron un fuerte incremento del déficit en cuenta corriente. La primera reacción de política económica estuvo orientada, por lo tanto, a reducir el gasto doméstico. Como proporción del producto, la variable de gasto que más ajusta es la inversión: pasó de representar el 20% del producto entre 1979 y 1981 a representar en promedio sólo 12,3% entre 1983 y 1985.

Pero al mismo tiempo que ocurría esto, el ahorro nacional -que se había movido en un entorno del 13% del PIB entre 1979 y 1981- en 1982 sufrió una caída de seis puntos del producto y en los tres años siguientes descendió aún más: en el trienio 1983-1985 su participación en el PIB fue en promedio del 3%. Es razonable pensar que en esta severa reducción del ahorro tiene que haber influido significativamente la fuerte disminución del ingreso nacional motorizada por el shock externo.

En tanto las medidas de estabilización de los primeros años no estuvieron en condiciones de impedir que el ahorro nacional cayera pari-passu con la inversión el déficit global del país no pudo ser disminuido. Consecuentemente, la participación del superávit del resto del mundo se mantuvo elevada (cuadro 5).

La tendencia a la reducción del ahorro nacional y de la inversión sólo se invierte luego de la mejora de las condiciones externas en 1986. Hacia el final de la década la participación de ambas variables se recupera registrando valores superiores a los del período pre-crisis (cuadros 1 y 2). A su vez, como el ahorro nacional aumenta más que la inversión, como se puede ver en el cuadro 5, la demanda de fondos prestables en el mercado internacional se reduce fuertemente y, con ello, la participación del superávit del resto del mundo en el producto.

Más allá de la recuperación de los términos del intercambio y de la disponibilidad de financiamiento externo que actuaron a manera de condiciones necesarias para la recuperación, fue el sector público el que jugó un rol fundamental en invertir la tendencia declinante del ahorro nacional y la inversión. Mediante las políticas de corte anticíclico y de apoyo financiero al sector privado, impidió que la crisis deteriorara aún más severamente el entorno macroeconómico doméstico. Como consecuencia, al momento de mejorar las condiciones externas el sector privado estuvo en condiciones de aprovechar tal situación. Este rol jugado por el sector público puede verse claramente a partir del análisis de la interrelación de los superávit a nivel doméstico.

## 2. El superávit del sector privado y las políticas públicas

Del cuadro 5 surge claramente que, durante todo el período de ajuste, el sector privado fue un tomador neto de fondos. En el lapso 1980-1988, generó déficit en forma sistemática (con la sola excepción de 1983) y, en promedio, el mismo se ubicó en un 4.5 % anual.

Desde el punto de vista dinámico, esta variable muestra nítidamente dos características adicionales de importancia. La primera es que la crisis de exceso de gasto de principios de los ochenta no fue un problema del sector público sino del privado: entre 1980 y 1981, el déficit privado acumuló una demanda de fondos hacia el resto de los agentes agregados por la impresionante cifra de 28,5% del producto. De esa cifra, un 7% fue aportado por el superávit del sector público y el resto por el mercado de capitales internacional, generándose en función de esto último el sobreendeudamiento externo que llevó a la crisis. La segunda es que el déficit privado muestra una clara tendencia a declinar a lo largo de todo el período. Ello resultó de una caída de la inversión del sector en la primer etapa de la crisis. Desde mediados de la década, en cambio, la reducción del déficit se debe a una sensible recuperación del ahorro privado. Nótese, además, que a partir de 1987 el ahorro privado sube junto con la inversión privada. En tal contexto, el déficit privado cae porque el ahorro sube más que la inversión y no, justamente, a costa de esta última (cuadros 3 y 4). Es precisamente debido a esta dinámica del ajuste financiero del sector privado que el aumento anticíclico de la inversión pública jugó un rol fundamental para que la economía estuviera en condiciones de retomar el crecimiento. En un contexto de racionamiento en los mercados de capital y crisis financiera, el sector privado reacciona reduciendo el déficit. Pero lo hace primero bajando la inversión, y sólo después recomponiendo el ahorro. En otros países latinoamericanos, donde la caída de la inversión

privada coincidió con una reducción de la inversión pública, los resultados para el crecimiento fueron desastrosos.

Por otra parte, la evolución descendente del déficit del sector privado no fue independiente de lo ocurrido con la brecha fiscal. Buena parte del robustecimiento financiero y de la recomposición del ahorro privado fue posibilitada por las transferencias de ingreso y de riqueza vía rebajas impositivas, aumento del gasto en transferencias y, fundamentalmente, subsidios a través del sistema financiero. De hecho, por todos esos canales, el sector público no hizo más que transferir al privado parte de las ganancias de ingreso que estaba recibiendo a través de la mejora de las ventas de cobre y de la devaluación de la moneda doméstica.

Cabe consignar, no obstante, que esas ganancias de ingreso no fueron suficientes. Además, el sector público incrementó en forma sensible su nivel de endeudamiento para financiar las transferencias a las empresas privadas en problemas. Como consecuencia de las políticas de reestructuración financiera, la deuda interna de la tesorería pasó de 10.4% del PIB a 38,3% en 1988, mientras la deuda externa pública neta aumentaba en esos mismos años en algo más de 10.000 millones de dólares (cuadro 9).

Una conclusión importante que surge del análisis anterior es que, a diferencia de otros países altamente endeudados de la región, la particular configuración estructural de la economía de Chile llevó a una inversión del "problema de la transferencia doméstica". Mientras en Argentina o Brasil, el problema financiero del ajuste era que el sector privado era superavitario en divisas y con el público pasaba lo inverso, en Chile ocurrió lo contrario. De forma tal, el problema doméstico del ajuste chileno, fue como un sector público robusto financieramente y con acceso al crédito internacional, solucionaba los problemas de un sector privado sobreendeudado en dólares y racionado en el mercado de crédito.

### 3. Una reflexión final sobre la política económica del ajuste chileno

Del análisis de la terapia aplicada por Chile para manejar la crisis y retomar el crecimiento surge que las herramientas aplicadas fueron mucho más heterodoxas que lo que el discurso de las autoridades económicas de la época afirmaban.

Es obvio que en los aspectos que tienen que ver con la política de privatizaciones, de desregulación y de liberalización de la economía la política económica tuvo una orientación muy cercana a las propuestas ortodoxas del "Consenso de Washington"<sup>22</sup>. Pero, en lo que hace a la estabilización propiamente dicha, tales políticas o bien jugaron un rol secundario (vgr aportando los ingresos por privatizaciones) o incluso contribuyeron a la desestabilización y a la propagación de los efectos del shock externo (vgr la liberalización financiera). En relación con el crecimiento, por otra parte, de las recomendaciones del enfoque de Washington aplicadas efectivamente, la más favorable para incentivar el mismo parece haber sido el decidido incentivo aplicado a la producción de bienes comercializables mediante la inducción de un conveniente cambio en los precios relativos. Sin embargo, ello no debería oscurecer que la serie de crecimiento del producto parece correlacionarse fuertemente con un hecho simple: la mejora de

<sup>22</sup> Para una lista de las medidas recomendadas por el "Consenso de Washington" ver Williamson (1990).

los términos del intercambio de mediados de la década, que al interrumpir la reducción del ingreso nacional, permitió la recomposición del ahorro global de la economía.

Por otro lado, buena parte de las políticas implementadas estuvieron en flagrante contradicción con las recomendaciones del Consenso. Entre ellas cabe mencionar las políticas fiscales anticíclicas que llevaron a un aumento de la participación del gasto público tanto corriente como de inversión en el producto; el hecho de que la política de privatizaciones no se haya planteado la enajenación de las empresas del cobre que están en la base de la alta participación y de la influencia preponderante del sector público en la economía, y las políticas implementadas por el Banco Central, que actuó como prestamista de última instancia y "sugirió" la tasa de interés ante la crisis financiera privada.

En definitiva, quizá la conclusión más interesante que puede sacarse de la experiencia de política económica de Chile es que el pragmatismo parece ser el mejor principio a aplicar a la hora de resolver los problemas planteados por la política económica y que rasgos estructurales - tales como que el sector público posee el mayor recurso natural de la economía- terminan por determinar profundamente el tipo de políticas económicas que resultan factibles.

Cuadro 1

CHILE: COMPONENTES DEL INGRESO BRUTO NACIONAL  
(En porcentajes del PIB a precios corrientes)

Período	PIBpm	Pago Neto Factores del Ext.	Ingreso Bruto Nacional	Consumo Total	Inversión Bruta	Formación de Capital	Absorción Doméstica	Saldo de Comercio	Ahorro Nacional	Ahorro Externo
1970	100	1.9	98.1	82.9	16.4	15.0	99.3	0.7	15.2	1.2
1975	100	3.2	96.8	88.9	13.1	17.7	102.0	-2.0	7.9	5.2
1976	100	2.6	97.4	82.9	12.8	13.3	95.7	4.3	14.5	-1.7
1977	100	1.9	98.1	87.4	14.4	13.3	101.8	-1.8	10.7	3.7
1978	100	1.9	98.1	85.5	17.8	14.7	103.3	-3.3	12.6	5.2
1979	100	2.5	97.5	85.0	17.8	14.9	102.8	-2.8	12.4	5.4
1980	100	3.0	97.0	83.2	21.0	16.6	104.2	-4.2	13.9	7.1
1981	100	4.2	95.8	87.6	22.7	18.6	110.3	-10.3	8.2	14.5
1982	100	7.3	92.7	90.6	11.3	14.6	101.9	-1.9	2.1	9.2
1983	100	8.1	91.9	87.5	9.8	12.0	97.3	2.7	4.4	5.4
1984	100	9.7	90.3	87.4	13.6	12.3	101.1	-1.1	2.9	10.7
1985	100	11.1	88.9	83.5	13.7	14.2	97.2	2.8	5.4	8.3
1986	100	10.7	89.3	81.6	14.6	14.6	96.2	3.8	7.7	6.9
1987	100	8.4	91.6	79.0	16.9	16.0	95.9	4.1	12.6	4.3
1988	100	7.9	92.1	75.8	17.0	16.3	92.8	7.2	16.3	0.7
1989	100	6.7	93.3	76.5	20.3	18.4	96.8	3.2	16.7	3.6

Fuente: Dirección de Estudios, Banco Central de Chile.

Cuadro 2

CHILE: COMPONENTES DEL PRODUCTO Y GASTO  
(En porcentajes del PIB a precios constantes)

Período	Tasa Crec. PIB (%)	PBIpm	Consumo Total	Inversión Bruta Interna	Formación de Capital	Absorción Doméstica	Exportaciones	Importaciones	Saldo de Comercio
1970	2.1	100	89.2	23.4	20.4	112.6	11.5	24.0	-12.6
1975	-12.9	100	87.2	14.0	15.4	101.2	16.9	18.0	-1.2
1976	3.5	100	84.4	13.6	12.7	97.9	20.2	18.2	2.1
1977	9.9	100	87.4	14.4	13.3	101.8	20.6	22.4	-1.8
1978	8.2	100	86.7	16.5	14.5	103.2	21.2	24.4	-3.2
1979	8.3	100	85.6	19.6	15.6	105.3	22.3	27.6	-5.3
1980	7.8	100	82.8	23.9	17.6	106.7	23.7	30.4	-6.7
1981	5.5	100	85.3	27.6	19.5	112.9	20.4	33.3	-12.9
1982	-14.1	100	88.6	11.1	15.0	99.8	24.9	24.7	0.2
1983	-0.7	100	86.6	9.3	12.9	95.9	25.2	21.1	4.1
1984	6.3	100	82.5	15.3	13.2	97.8	25.3	23.1	2.2
1985	2.4	100	79.7	13.9	14.8	93.7	26.4	20.1	6.3
1986	5.7	100	78.3	15.0	15.0	93.4	27.5	20.9	6.6
1987	5.7	100	76.9	17.9	16.5	94.8	28.3	23.1	5.2
1988	7.4	100	78.1	18.1	17.0	96.1	27.9	24.1	3.9
1989	10.0	100	76.8	21.8	18.6	98.5	28.9	27.4	1.5

Fuente: Dirección de Estudios, Banco Central de Chile.

Cuadro 3

CHILE: AHORRO POR SECTORES  
(En porcentajes del PIB a precios corrientes)

Período	Ahorro Geográfico	Ahorro Geográfico Público	Ahorro Geográfico Privado	Ahorro Nacional	Ahorro Público Nacional	Ahorro Privado Nacional	Ahorro Externo
1980	16.8	11.6	5.2	13.9	10.9	3.0	7.1
1981	12.4	6.1	6.3	8.2	6.4	1.9	14.5
1982	9.4	0.8	8.6	2.1	-0.5	2.6	9.2
1983	12.5	1.7	10.8	4.4	-1.1	5.5	5.4
1984	12.6	3.1	9.5	2.9	-1.5	4.4	10.7
1985	16.5	6.6	9.9	5.4	0.7	4.7	8.3
1986	18.4	8.4	10.0	7.7	2.5	5.2	6.9
1987	21.0	8.7	12.3	12.6	4.0	8.6	4.3
1988	24.2	10.5	13.7	16.3	6.1	10.2	0.7
1989	23.5	ND	ND	16.7	ND	ND	3.6

Fuente: CEPAL.

Cuadro 4

CHILE: INVERSIÓN POR SECTORES  
(En porcentajes del PIB a precios corrientes)

Período	Inversión Bruta Interna	Formación de Capital	Inversión Gobierno General	Inversión Empresas Públicas	Inversión Pública Total	Inversión Privada
1980	21.0	16.6	2.6	2.6	5.2	15.8
1981	22.7	18.6	2.5	2.6	5.1	17.6
1982	11.3	14.6	2.1	2.6	4.7	6.6
1983	9.8	12.0	2.1	2.6	4.7	5.1
1984	13.6	12.3	2.3	3.7	6.0	7.6
1985	13.7	14.2	3.1	4.0	7.1	6.6
1986	14.6	14.6	2.9	4.7	7.6	7.0
1987	16.9	16.0	3.3	4.0	7.3	9.6
1988	17.0	16.3	2.9	3.3	6.2	10.8
1989	20.3	18.4	ND	ND	ND	ND

Fuente: CEPAL y Banco Central de Chile.

Cuadro 5

CHILE: SUPERAVIT POR SECTORES  
(En porcentajes del PIB a precios corrientes)

Período	Superávit Público	Superávit Privado	Superávit Resto del Mundo	Sup. Publ. antes de Pagos Ext.	Sup. Priv. antes de Pagos Ext.	Sup. R.M. antes de Pagos Ext.
1980	5.7	-12.8	7.1	6.4	-10.6	4.2
1981	1.3	-15.7	14.5	1.0	-11.3	10.3
1982	-5.2	-4.0	9.2	-3.9	2.0	1.9
1983	-5.8	0.4	5.4	-3.0	5.7	-2.7
1984	-7.5	-3.2	10.7	-2.9	1.8	1.1
1985	-6.4	-1.9	8.3	-0.5	3.3	-2.8
1986	-5.1	-1.8	6.9	0.8	3.0	-3.8
1987	-3.3	-1.0	4.3	1.4	2.7	-4.1
1988	-0.1	-0.6	0.7	4.3	2.9	-7.2
1989	ND	ND	3.6	ND	ND	-3.2

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL y Banco Central.

Cuadro 6

CHILE: INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO REAL

Período Anual	Inflación (%)	Tipo de Cambio Real
1980	31.2	94.7
1981	9.5	80.5
1982	20.7	93.5
1983	23.1	112.1
1984	23.0	115.5
1985	26.4	144.1
1986	17.4	162.7
1987	21.5	167.1
1988	12.7	174.0
1989	21.4	162.6

Fuente: CIEPLAN.

Cuadro 7

CHILE: COEFICIENTES DE MONETIZACIÓN  
(Promedio de Saldos en Porcentajes del PIB Corriente)

Período	Circulante	M1 Privado	M2 Privado	M3 Privado	M3 Ampliado	M7
1976	1.9	3.9	5.4	6.8	9.4	ND
1977	2.2	4.4	7.4	9.2	12.4	ND
1978	2.5	4.8	9.9	12.1	15.6	ND
1979	2.6	4.9	11.6	14.0	17.4	ND
1980	2.8	5.7	14.4	17.8	22.6	ND
1981	3.1	6.0	19.7	24.5	30.7	28.1
1982	3.5	6.3	25.0	30.5	36.2	37.1
1983	3.0	5.9	19.9	25.1	29.3	34.6
1984	3.1	5.8	18.2	24.2	27.9	35.8
1985	2.8	4.7	17.5	23.9	27.5	36.9
1986	2.9	4.7	17.8	25.2	29.6	41.7
1987	2.9	4.6	18.8	27.0	31.7	44.4
1988	2.9	5.0	20.8	28.8	33.2	46.9

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 8

CHILE: TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO Y TASA DE INTERÉS REAL

Período	Términos del Intercambio	Variación Términos Intercambio	Precio del Cobre	Variación Precio Cobre	Tasa Libor	Tasa Int. Real en Cobre	PIB
1980	100.0	15.3	99.2		14.2		100.0
1981	87.4	-12.6	78.9	-20.5	16.9	46.9	105.5
1982	75.3	-13.8	67.1	-15.0	13.3	33.2	90.7
1983	82.1	9.0	72.2	7.6	9.7	2.0	90.0
1984	76.4	-6.9	62.2	-13.9	10.9	28.8	95.7
1985	71.1	-6.9	64.3	3.4	8.4	4.9	98.1
1986	77.2	8.6	62.3	-3.1	6.9	10.3	103.6
1987	80.9	4.8	80.9	29.9	7.2	-17.5	109.6
1988	98.2	21.4	118.0	45.9	8.0	-26.0	117.6
1989	97.1	-1.1	128.7	9.1	9.3	0.2	129.4

Fuente: CEPAL y Banco Central de Chile.

Cuadro 9

CHILE: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL, PÚBLICA Y PRIVADA  
(En millones de dólares)

Período	Deuda Externa Total	Deuda Externa Pública	Reservas Netas Banco Central	Deuda Pública Neta	Deuda Priv. c/ Garantía Estatal	Deuda Públ. Neta Total(a)	Deuda Privada	Deuda Privada Neta(b)
1975/79	6362	4693	815	3878	ND	ND	1669	ND
1980	11207	5186	4074	1112	ND	ND	6021	ND
1981	15591	5514	3775	1739	69	1808	10077	10008
1982	17159	6666	2578	4088	62	4150	10493	10431
1983	18037	10401	2023	8378	1815	10193	7636	5821
1984	19659	13125	2056	11069	2130	13199	6534	4404
1985	20529	15164	1867	13297	2348	15645	5365	3017
1986	20829	17091	1778	15313	3408	18721	3738	330
1987	20660	17832	1871	15961	3276	19237	2828	-448
1988	18960	16014	2550	13464	2812	16276	2946	134
1989	17538	13311	2985	10326	1910	12236	4227	2317

Fuente: Banco Central de Chile.

- (a) Incluyendo la deuda privada con garantía estatal.  
(b) Excluyendo la deuda privada con garantía estatal.

Cuadro 10

CHILE: DEUDA EXTERNA EN RELACIÓN AL PIB Y LAS EXPORTACIONES  
(En porcentajes)

Período	Deuda Externa/ PIB	Deuda Externa/ Exportaciones
1975/79	67.9	2.7
1980	71.3	2.4
1981	86.2	4.1
1982	108.3	4.6
1983	113.2	4.7
1984	113.3	5.4
1985	116.0	5.4
1986	114.7	5.0
1987	104.8	4.0
1988	86.2	2.7
1989	69.0	2.2

Fuente: Butelman (1990).

Cuadro 11

CHILE: DEUDA EXTERNA POR TIPO DE ACREEDOR  
(En miles de millones de dólares)

Período	Organismos Multilaterales	(% del Total)	Organismos Gubernamentales	(% del Total)	Entidades Bancarias y Financieras	(% del Total)	Deuda Comercial	(% del Total)	Otros Acreedores	(% del Total)
1980	474	4.2	1175	10.5	8456	75.5	905	8.1	197	1.8
1981	458	2.9	992	6.4	12939	83.0	914	5.9	288	2.7
1982	450	2.6	834	4.9	14573	84.9	845	4.9	457	4.2
1983	1251	6.9	802	4.4	14902	82.6	634	3.5	448	4.1
1984	1728	8.8	616	3.1	16346	83.1	517	2.6	452	4.1
1985	2529	12.3	678	3.3	16468	80.2	376	1.8	478	4.4
1986	3256	15.6	770	3.7	15794	75.8	525	2.5	484	4.4
1987	3945	19.1	722	3.5	14675	71.0	739	3.6	579	5.2
1988	4241	22.4	996	5.3	12294	64.8	760	4.0	669	3.5
1989	4542	25.9	1134	6.5	10234	58.4	800	4.6	817	4.7

Fuente: Butelman (1990).

Cuadro 12

## CHILE: TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS DESDE EL EXTERIOR

Período	En millones de dólares		En porcentaje del producto		En porcentaje de las exportaciones	
	Chile	Am. Latina	Chile	Am. Latina	Chile	Am. Latina
1980	2412	11269	9.2	1.4	40.4	10.8
1981	3479	10121	11.4	1.1	69.5	9.0
1982	-889	-18734	-3.7	-2.5	-19.2	-18.8
1983	-1104	-31442	-5.7	-5.2	-23.9	-31.6
1984	236	-26688	1.3	-3.9	5.5	-24.1
1985	-655	-32609	-4.3	-4.9	-14.7	-30.8
1986	-957	-22764	-5.7	-3.4	-18.7	-24.8
1987	-697	-16081	-3.7	-2.2	-11.0	-15.5
1988	-813	-29115	-3.7	-3.6	-9.8	-24.4
1989	-296	-25774	-1.2	-3.0	-3.1	-19.5
Promedio 1980-89	72	-18182	-0.6	-2.6	1.5	-17.0
Promedio 1980-84	827	-11095	2.5	-1.8	14.5	-10.9
Promedio 1985-89	-684	-25269	-3.7	-3.4	-11.5	-23.0

Fuente: CEPAL.

Cuadro 13

CHILE: EL SECTOR GOBIERNO  
(porcentajes del PIB)

Período	Ingresos Corrientes	Gastos Corrientes	Ahorro Gobierno	Inversión Gobierno	Ingresos de Capital (netos)	Superavit Gobierno
1980	32.9	24.5	8.4	2.6	-0.3	5.5
1981	32.1	26.6	5.5	2.5	-0.1	2.9
1982	29.9	31.9	-2.0	2.1	1.8	-2.3
1983	27.7	30.5	-2.8	2.1	1.9	-3.0
1984	28.7	30.7	-2.0	2.3	0.8	-3.5
1985	28.6	29.6	-1.0	3.1	0.4	-3.7
1986	28.2	26.6	1.6	3.3	0.6	-1.1
1987	28.7	25.9	2.8	3.3	0.7	0.2
1988	28.7	23.3	5.4	2.9	0.8	3.3
Promedio	29.5	27.7	1.8	2.7	0.7	-0.2

Fuente: CEPAL, Proyecto Regional de Política Fiscal.

Cuadro 14

CHILE: EMPRESAS PÚBLICAS  
(porcentajes del PIB)

Período	Ingresos Corrientes	Gastos Corrientes	Transfer. e Impuestos	Ahorro Empresas	Inversión Empresas
1980	25.8	16.3	7.5	2.0	2.6
1981	20.8	15.6	5.6	-0.4	2.6
1982	24.2	16.5	7.1	0.6	2.6
1983	29.5	18.5	8.6	2.4	2.6
1984	29.8	19.2	8.2	2.4	3.7
1985	35.3	21.2	9.6	4.5	4.0
1986	35.4	22.6	9.1	3.7	4.7
1987	34.7	21.8	9.7	3.2	4.0
1988	37.8	22.2	12.6	3.0	3.3
Promedio 1980-88	30.4	19.3	8.7	2.4	3.3

Fuente: CEPAL, Proyecto Regional de Política Fiscal.

Cuadro 15

CHILE: EL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO CONSOLIDADO  
(porcentajes del PIB)

Período	Ahorro Consolidado	Inversión Consolidada	Ingresos de Capital (netos)	Superavit Consolidado	Financiamiento Externo	Financiamiento Doméstico
1980	10.4	5.2	0.2	5.4	-0.1	-5.4
1981	5.1	5.1	0.3	0.3	2.7	-3.6
1982	-1.4	4.7	2.1	-4.0	2.2	1.1
1983	-0.4	4.7	1.8	-3.3	-1.1	4.1
1984	0.4	6.0	1.1	-4.5	2.7	1.7
1985	3.5	7.1	0.7	-2.9	4.1	-1.4
1986	5.3	8.0	1.1	-1.6	3.1	-1.0
1987	6.0	7.3	1.6	0.3	2.2	-2.5
1988	8.4	6.2	1.4	3.6	3.7	-7.3
Promedio 1980-1988	4.1	6.0	1.1	-0.7	2.2	-1.6

Fuente: CEPAL, Proyecto Regional de Política Fiscal.

## VII. EL CASO DE MEXICO

### A. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo está dedicado a sistematizar y analizar los aspectos fundamentales de la experiencia macroeconómica mexicana durante la década de los ochenta. Consecuentemente, la evaluación a nivel agregado de los efectos de la crisis de la deuda y de las políticas de estabilización y reforma estructural subsiguientes, juegan un rol central en nuestro estudio. El énfasis está puesto en el examen de la evolución de las principales variables que definen el equilibrio macroeconómico con el objeto de identificar, en base a ello, los hechos estilizados de mayor relevancia en la determinación de la dinámica de corto plazo y el crecimiento. En la primera parte se caracterizan las condiciones de la economía al desatarse la crisis y se realiza una periodización de la experiencia macroeconómica durante la década de los ochenta. En la segunda y tercera partes, se analiza con más detalle la evolución de las brechas externa y fiscal. En la última sección, en base al análisis de la estructura de superávits sectoriales, se estudia la interrelación y los roles jugados por el sector público, el privado y el externo tanto en la determinación de la dinámica de corto plazo como en la del crecimiento.

### B. LAS CONDICIONES INICIALES Y LAS ETAPAS DEL AJUSTE EN LOS OCHENTA

A principios de los ochenta, la economía mexicana mostraba los rasgos estructurales que típicamente han resultado en América Latina de las estrategias de industrialización basadas en la sustitución de importaciones y en el Estado como promotor del desarrollo<sup>1</sup>. Además de estos rasgos estructurales que compartía con otras economías semiindustrializadas de la región, Mexico tenía la especificidad de mostrar algunos síntomas de "enfermedad holandesa" debido a los grandes descubrimientos petroleros de la segunda mitad de los setenta. Fue en ese contexto que las turbulencias en el mercado de capitales externos y las políticas excesivamente expansionistas de la administración de López Portillo se conjugaron para determinar la crisis de la deuda en 1982.

El efecto impacto de la crisis fue básicamente el de generar, simultáneamente, enormes desequilibrios en las cuentas fiscales y en las externas. Estos desequilibrios, a su vez, terminaron por desarticular todo el cuadro macroeconómico vía cambios en el régimen inflacionario y en el nivel de fragilidad financiera doméstica. En relación con esto, la historia de la década podría concebirse como la historia de los esfuerzos por restablecer el equilibrio fiscal y el externo en

---

<sup>1</sup> El modelo de desarrollo implementado en la posguerra obtuvo resultados sorprendentes particularmente hasta la década del setenta. Durante el período que va de 1954 a 1970 -que Bazdresch y Levy (1991) llaman de "desarrollo con estabilidad"- el producto creció a una tasa del 6,8% anual promedio, la inflación fue de 3,5% anual y el coeficiente deuda/PBI era de alrededor de 16%. Durante la década de los setenta, si bien el producto siguió creciendo a tasas altas, la inflación se aceleró y hubo una fuerte acumulación de deuda, a pesar de los descubrimientos petroleros.

un contexto de incertidumbre e inestabilidad macroeconómica. Sin embargo, hubo algo más que un (dilatado y persistente) esfuerzo en busca de la estabilidad. Hubo también un audaz proceso de reforma estructural.

Las políticas estructurales fueron necesarias porque la persistencia de los desequilibrios en el tiempo terminó por inducir cambios irreversibles en la estructura económica que tornaron inviable el modelo de crecimiento anterior. Por ello, la historia de los ochenta es también la historia de los esfuerzos realizados para definir "sobre la marcha" un nuevo modelo de crecimiento.

Las interacciones entre los efectos de la crisis, las políticas de estabilización y las de reforma estructural, determinaron una mudanza radical en los parámetros que definían la estructura económica. Por una parte, en contraposición con lo que ocurría a principios de los ochenta, al comenzar la década actual la economía mexicana era mucho más abierta y desregulada, la participación directa del sector público en la producción era menor y había una nueva estructura de comercio exterior. Al menos en la visión de las autoridades, al generar las condiciones para una mejor asignación de los recursos vía mecanismos de mercado, estos cambios sentaban las bases para retomar la senda del crecimiento. Por otra parte, sin embargo, algunas de las consecuencias negativas de la crisis sobre las variables que determinan el crecimiento no habían desaparecido: la inversión recién comenzaba a recuperarse, el ahorro privado había caído y el déficit en la cuenta corriente parecía excesivo, dado el coeficiente inversión/producto. Asimismo, la redistribución regresiva del ingreso y el estancamiento del gasto social, implicaban que la reversión del proceso de desarticulación social iniciado con la crisis de la deuda estaba lejos de comenzar a revertirse.

Aun cuando el proceso que terminó por inducir estos cambios fue continuo y muy extendido en el tiempo (y aún no ha concluido), es posible realizar una periodización discreta del mismo a los efectos del análisis.

Desde el punto de vista de la periodización macroeconómica, durante la década del ochenta hay dos años que resultan clave: 1982 y 1988. En esos años, se gestan profundos cambios macroeconómicos que afectan sensiblemente los mecanismos dinámicos que actúan en desequilibrio. Observacionalmente, esto toma la forma de "saltos discretos" en el sendero dinámico seguido por variables agregadas clave como la inflación o el nivel de fragilidad financiera. Desde el punto de vista histórico, estos saltos discretos en la dinámica macroeconómica pueden ser identificados simbólicamente con dos hechos: la moratoria de los pagos externos declarada en agosto de 1982 y el lanzamiento del Pacto de Solidaridad Económica (PSE) en diciembre de 1987. La moratoria demarca claramente el paso entre las políticas expansionistas de los setenta y el período de mayor inestabilidad macroeconómica que se ubica en los años centrales de la década. El PSE representa un punto de inflexión porque luego de su implementación, a partir de 1988 la economía comienza a moverse en un contexto marcadamente más estable retomando incluso una tasa de crecimiento que si bien no se acerca a las espectaculares de posguerra ha podido ser sostenida durante cuatro años.

Tomando como referencia los puntos de ruptura mencionados, pueden delimitarse con relativa claridad tres períodos en la evolución macroeconómica de la década del ochenta. El primero abarca los años finales del ciclo de expansión que comienza a mediados de los setenta y concluye en 1982 con el estallido de la crisis de la deuda. El segundo va de 1982 a 1987. En este período se produce un brutal ajuste macroeconómico y la rápida generación de superávits

en las cuentas fiscales y externas recibe de hecho prioridad absoluta, anteponiéndose a los criterios de estabilidad, eficiencia y equidad. Más que a la voluntad política, esto parece haber obedecido a la "lógica natural de las cosas". **Ceteris paribus** las desfavorables condiciones externas, el reducido poder de negociación mexicano y las políticas de los organismos internacionales, no es fácil imaginar qué otra cosa podía haber ocurrido. Sobre todo porque las mismas cosas ocurrieron en la mayor parte de los países latinoamericanos en ese lapso<sup>2</sup>. El último período se extiende desde 1988 hasta la actualidad. A partir de ese año, la conjunción de condiciones externas que mejoraron gradual y sistemáticamente y de un inteligente plan de estabilización, cambian rotundamente la dinámica macroeconómica del período anterior. Durante este período, el cierre de las brechas fiscal y externa (si no definitivo, al menos con mayor perdurabilidad que en 1983-87) da como fruto un mayor nivel de estabilidad y una incipiente recuperación del crecimiento.

### 1. El fin de la bonanza apoyada en el petróleo y en el crédito internacional

En 1982, el año en que estalla la crisis de la deuda, concluye un período de cuatro años de extraordinario crecimiento durante el cual el ingreso había aumentado a tasas anuales promedio de 8,6%. En ese año, el PBI sufrió un retroceso de 0,6%. Si bien tal reducción es mínima, debe tenerse en cuenta que representaba la primera caída del producto en términos **absolutos** en décadas<sup>3</sup>.

El ciclo de crecimiento iniciado en 1978 encontró su fundamento principal en la euforia que siguió a los descubrimientos petroleros posteriores a 1975<sup>4</sup> y en las excelentes condiciones internacionales. En tal período, México no sólo gozó de la flexibilidad en la oferta de crédito internacional originada en el reciclaje de los petrodólares sino que, además, a diferencia de lo ocurrido en otros países semiindustrializados de la región como Argentina y Brasil, la segunda crisis del petróleo en 1979 tuvo un efecto riqueza positivo para el país.

Desde el punto de vista de la demanda efectiva, el factor más dinámico estuvo constituido por el gasto público que creció a tasas espectaculares: 13,5% real acumulativo entre 1978 y 1981. Asimismo, el alto nivel de la inversión pública y el clima de euforia estimularon la inversión privada.

A lo largo de 1981, sin embargo, comenzaron a notarse algunos síntomas de debilitamiento de la economía. En parte como consecuencia de un cierto empeoramiento de las condiciones externas y en parte debido a que el ciclo de crecimiento basado en la expansión del

---

<sup>2</sup> Vale la pena remarcar aquí que el mismo cuadro de "ajuste salvaje" con dinámicas de funcionamiento macroeconómico perversamente similares a las mexicanas se repitieron en Argentina y Brasil, los otros dos países grandes y de desarrollo similar al mexicano en América Latina.

<sup>3</sup> En realidad, esta caída del producto en términos absolutos tiene todo el valor de un símbolo ya que con la crisis de 1982, no sólo concluye el ciclo expansivo iniciado en 1978 sino también el largo período de crecimiento sostenido de la posguerra. Sobre el crecimiento mexicano en la posguerra ver, por ejemplo, Lustig, (1989).

<sup>4</sup> La producción diaria de hidrocarburos se duplicó largamente entre 1978 y 1981, pasó de 500.000 a 1.200.000 barriles.

gasto estaba dando signos de que el aumento de la absorción doméstica no era sostenible en el mediano plazo.

En el ámbito internacional, las condiciones se hicieron más desfavorables en tanto se produjo un debilitamiento del mercado de petróleo con reducciones en los precios en el segundo semestre de 1981 en un contexto en que las tasas de interés internacional se ubicaban en altísimos niveles.

El exceso de absorción doméstica se estaba manifestando de varias formas, pero dos hechos resultan significativos. En primer lugar, la brecha externa mostraba una tendencia a convertirse nuevamente en una restricción relevante. Debido a la creciente sobrevaluación del peso las importaciones estaban creciendo a un ritmo sostenido (el coeficiente de importaciones pasó de 11% a 14,5% entre 1978 y 1981). Asimismo, el alza de las tasas y del monto de la deuda, no sólo incrementaron fuertemente el saldo negativo de la cuenta de intereses externos sino que, además, ejercieron una fuerte presión sobre la cuenta de capitales al tornar mucho más rentable la colocación de activos en el exterior. De esta forma, el déficit de cuenta corriente que ya era abultado en años anteriores, subió aún más ubicándose en un nivel récord de U\$S 14.074 millones de dólares. La persistencia y magnitud de este desequilibrio junto con la fuga de capitales, determinó que la deuda externa se duplicara entre 1978 y 1981 pasando de U\$S 33.900 millones a U\$S 72.000 millones<sup>5</sup>. En segundo lugar, también la brecha fiscal que se estaba abriendo era excesiva. El déficit fiscal sufrió un incremento espectacular, pasó de 6,7% del producto en 1977 a 14,5% en 1981. En buena medida, estos guarismos representan una muestra exacerbada de un rasgo estructural que venía mostrando la economía mexicana en los setenta consistente en sustituir la financiación de los aumentos del gasto vía impuestos por incrementos de la deuda pública<sup>6</sup>.

Durante 1981, el gobierno trató de reajustar algunas variables con objeto de adaptarse a la nueva situación pero las mismas fueron tímidas e insuficientes y durante 1982 los desequilibrios originados en las brechas fiscal y externa desarrollaron plenamente sus efectos. En ese año el déficit fiscal llegó a 16% del producto mientras que, aún cuando el déficit de la cuenta corriente cayó, la situación no mejoró debido a la fuga masiva de capitales. El rubro de errores y omisiones, por sí solo, registró un saldo negativo cercano a U\$S 12.000 millones entre 1981 y 1982. Esto se tradujo en una fuerte pérdida de reservas. La restricción de liquidez en divisas fue tal que el gobierno se vio obligado a declarar la moratoria de los pagos externos en agosto de 1982 al tiempo que los controles de cambio y los permisos previos de importación fueron reimplantados.

Asimismo, se indujeron fuertes ajustes de los precios nominales y cambios dramáticos en la estructura financiera doméstica, esto último debido principalmente al nivel de fragilidad inducido por la devaluación y la fuga de capitales. Para tener una idea de la magnitud de las correcciones en los precios absolutos orientadas a establecer un conjunto de precios relativos

---

<sup>5</sup> Un hecho que vale destacar, porque contribuirá a exacerbar posteriormente los desequilibrios financieros de los ochenta, es que buena parte del aumento se contrató con los bancos comerciales, a corto plazo y a tasa de interés variable.

<sup>6</sup> Bazdresch y Levy (1991) hacen un análisis en relación con esta forma de financiamiento del gasto para los períodos de Echeverría y López Portillo.

favorables al sector externo y el público, baste decir que la gasolina aumentó 53% en enero, 66% en agosto y 100% en diciembre mientras que el valor de un dólar pasó de 27 pesos en enero a 150 pesos en diciembre<sup>7</sup>. Obviamente, semejantes correcciones de precios impactaron fuertemente sobre la inflación. El índice de precios al consumidor subió 98.8% entre el principio y el final del año. En el plano financiero, los hechos de mayor importancia fueron el congelamiento de los depósitos en dólares que fueron convertidos a un tipo de cambio preferencial menor y la estatización del sistema bancario en un intento por frenar la brusca salida de capitales y la especulación.

En conclusión, en 1982 quedan planteados los desequilibrios macroeconómicos y establecidos algunos de los principales mecanismos dinámicos que dominarán en buena parte de la década. En más de una oportunidad, en los años siguientes, volverían a repetirse cuadros de inestabilidad con características similares a las de 1982. Ello fue así porque los precarios cierres que se lograban en las cuentas fiscales y externas tendían a reabrirse, por ejemplo, ante la ocurrencia de un nuevo shock externo negativo (vgr, la caída del precio del petróleo en 1986). Cuando ello ocurría, la agudización en los desequilibrios básicos presentes en los sectores fiscal y externo generaban impulsos desestabilizadores que se retransmitían a toda la economía a través de las correcciones en los precios nominales y a través de los desbalances financieros que se generaban por el brusco cambio en los precios relativos (en especial la devaluación) y en la inflación. A su vez, los efectos inflacionarios y financieros **per se** tendían a amplificar el clima de inestabilidad en la medida que mayor inflación y fragilidad financiera implicaban mayor incertidumbre. El aumento de la incertidumbre estrechaba el horizonte temporal de los agentes induciendo una contracción sustancial en la demanda de activos domésticos (físicos y financieros) con períodos de maduración más largos y, con ello, no sólo se reavivaba la tendencia a la desaparición del segmento largo de la intermediación financiera sino que, además, se resentía profundamente el crecimiento al reducirse la inversión física. A pesar de los denodados esfuerzos estabilizadores a través de una larga sucesión de planes y medidas aisladas, este cuadro dinámico no pudo ser desactivado sino hasta después de 1988.

## 2. El período 1983-87: la generación de superávit fiscales y externos a cualquier costo

Durante este período, a pesar del enorme ajuste realizado, México no logró estabilizar en forma perdurable su economía. Como consecuencia, en forma sistemática, los lapsos de relativa estabilidad fueron seguidos de otros de fuerte turbulencia que, a su vez, era combatida por un nuevo plan de estabilización orientado a profundizar el ajuste. En términos generales, en este período es posible identificar dos ciclos de este tipo. El primero va de 1982 a mediados de 1985 y el segundo se extiende entre la segunda mitad de este último año y fines de 1987.

A fines de 1982, al cambiar la administración, fue lanzado un nuevo plan de estabilización (el Programa Inmediato de Reordenamiento Económico -PIRE-), al tiempo que se

---

<sup>7</sup> Esta era la cotización del dólar "libre".

llegaba a un acuerdo de facilidades ampliadas con el FMI<sup>8</sup>. En los tres años siguientes, como consecuencia de las medidas de restricción presupuestaria (que conllevó una muy fuerte reducción en la inversión pública), la recesión y las fuertes devaluaciones desde el estallido de la crisis, tanto el déficit operacional del sector público<sup>9</sup> como el saldo comercial sufrieron mejoras significativas. El primero bajó de 10 puntos del producto en 1981 a un promedio de 0,2 puntos en 1983-85, mientras que el superávit comercial promedio de esos años alcanzó la impresionante cifra de U\$S 12.414 millones anuales. Este enorme nivel de superávit permitió una recuperación del nivel de reservas internacionales en 1983-4.

El mayor desahogo en los frentes fiscal y externo, dio margen para que el gobierno ensayara una política antiinflacionaria basada fundamentalmente en devaluaciones diarias del peso inferiores a la tasa de inflación observada. En un clima de menores turbulencias, la inflación se redujo y hubo una recuperación del nivel de actividad.

A mediados de 1985, sin embargo, este panorama ya había cambiado sustancialmente. La revaluación del peso llevó a una reducción significativa del superávit comercial y a un empeoramiento de las cuentas públicas. La mayor presión de la colocación de deuda pública doméstica junto con las noticias sobre un incipiente debilitamiento del mercado petrolero, generaron una corrida especulativa que obligó a abandonar la política de devaluaciones periódicas en la segunda mitad del año, pasándose a un régimen de flotación sucia luego de devaluar un 20%<sup>10</sup>. La corrida cambiaria significó una pérdida neta de reservas cercana a los 3.000 millones de dólares en 1985.

A principios de 1986 la situación macroeconómica devino extremadamente frágil debido a un nuevo shock externo negativo originado en una fuerte caída en el precio del petróleo que junto con la suspensión de las compras de gas por Estados Unidos significó una pérdida de ingresos por U\$S 2.000 millones de dólares<sup>11</sup>.

Las condiciones para la repetición de un ciclo similar al comenzado en 1982 estaban dadas. Con el objeto de amortiguar los efectos de la caída en los ingresos petroleros sobre las cuentas fiscales y externas, durante 1986 se instrumentaron repetidas y fuertes devaluaciones que elevaron sustancialmente el nivel del tipo de cambio real. El beneficio fue que se produjo una fuerte reacción en las exportaciones no petroleras que junto con la reducción en las importaciones llevó a un superávit comercial muy alto en 1987, lo que hizo viable una entrada neta de reservas por valor de U\$S 5.683 millones. Asimismo, el superávit público operacional

---

<sup>8</sup> Durante 1983, también se llegó a un acuerdo con la banca acreedora para reprogramar las amortizaciones de la deuda, 22.500 millones de dólares que vencían entre 1982 y 1984 fueron reprogramados para 1987-90. Para un análisis detallado de este período puede verse Córdoba, (1986).

<sup>9</sup> En México, las devaluaciones tienen un efecto fiscal positivo. Ver Ros (1992) y más adelante cuando se discute la brecha fiscal.

<sup>10</sup> Además se anunciaron medidas de austeridad fiscal y se comenzó la implementación de un programa de liberalización comercial, entre otras cosas con el objetivo de dinamizar por tal vía las exportaciones no petroleras que mostraban cierta debilidad en su crecimiento.

<sup>11</sup> Además, el terremoto de setiembre de 1985 afectó las cuentas públicas y contribuyó a enrarecer el clima económico.

se incrementó sensiblemente llegando en ese año a 1,8% del producto. El costo fue que, nuevamente, el intento de cerrar en forma rápida y contundente las brechas fiscal y externa (vía fuertes devaluaciones y correcciones en las tarifas públicas como en el caso de la gasolina) generó una aceleración de la inflación con el consiguiente aumento de la incertidumbre que se expresó en un acortamiento de los plazos de la deuda pública doméstica y de la frecuencia de los ajustes salariales.

En este clima de incertidumbre, la recuperación de la actividad económica en 1987 fue muy débil y la inflación se mantuvo alta. Asimismo, la situación económica volvió a empeorar significativamente, ahora por razones financieras. Por un lado, se produjo una estrepitosa caída de la bolsa como reflejo de la baja en las cotizaciones en el mercado de valores norteamericano. Por otro, durante este año se produjeron fuertes pagos en concepto de amortización de deuda externa privada que tuvieron como contrapartida un aumento de la demanda de crédito doméstico por parte de las firmas<sup>12</sup>. Esta presión sobre el mercado de crédito tornó dificultosa la refinanciación de la deuda del gobierno que, en consecuencia, hubo de hacer uso de la emisión monetaria como mecanismo de financiamiento. En un contexto signado por la incertidumbre y alta inflación, se produjo una nueva corrida contra el peso alimentada por la mayor emisión monetaria originada en el financiamiento del déficit fiscal. Con el objeto de evitar el drenaje de reservas, el Banco Central dejó de intervenir en el mercado cambiario produciéndose en consecuencia una devaluación del peso del 40%. Al costo de generar un nuevo impulso inflacionario, el alto nivel de reservas acumuladas durante 1987 pudo ser protegido. De hecho, fue esta preservación de las reservas lo que permitió el lanzamiento del PSE en diciembre.

En resumen, más allá de las fluctuaciones coyunturales, las características salientes de este quinquenio que siguió a la crisis de la deuda, fueron las de estancamiento del producto, extrema inestabilidad macroeconómica y tremendos ajustes en las cuentas tanto fiscales como externas. Esto resulta claro cuando se realiza el balance numérico del período: entre 1983 y 1987, el producto cayó un 0,3% (lo que significó una fuerte caída per cápita), la inflación (minorista) anual fue en promedio del 90.5%, el superávit público primario promedio fue de 4 puntos del PBI y el superávit comercial acumulado llegó a U\$S 53.188 millones (casi tres cuartas partes del stock de deuda existente al comenzar la crisis!).

Estas cifras, además, ponen de manifiesto que el esfuerzo de ajuste fiscal y externo fue no sólo de enorme magnitud sino también muy rápido. Ello fue posible porque las políticas que hemos comentado privilegiaron sistemáticamente la generación de superávit fiscales y externos aún cuando para ello hubiera que sacrificar la eficiencia en el ajuste fiscal y la estabilidad del nivel de precios o del sistema financiero doméstico. Es importante tener en cuenta, no obstante, que los grados de libertad para actuar de otro modo en relación con la política de estabilización eran muy reducidos si no nulos. Esto es, hubo factores estrictamente **exógenos** a las decisiones de política económica que determinaron que el ajuste tomara estas características. Entre tales factores, obviamente, un rol determinante le cupo al tamaño de los desequilibrios que se

---

<sup>12</sup> La aceleración en la amortización de deuda por parte del sector privado se debió a que el sector público había firmado un acuerdo de refinanciación de la deuda que se extendía al sector privado. Como algunos bancos prefirieron el prepago de la deuda a los acuerdos de refinanciación, a las empresas se les presentó una buena oportunidad para amortizar deuda en condiciones ventajosas. Esto aumentó la demanda de crédito doméstico por parte de las empresas con el objeto de financiar los prepagos de deuda externa.

produjeron en los frentes externo y fiscal. Un segundo factor, que fue decisivo en la definición de la velocidad del ajuste de la brecha **externa**, fue el racionamiento del mercado internacional de capitales a partir de 1982 para los países altamente endeudados. Una condición necesaria para suavizar el ajuste externo graduándolo en el tiempo era contar con acceso a un mayor financiamiento, pero la banca internacional y los organismos internacionales aplicaron estrictas normas de racionamiento en México. **Ceteris paribus** esto creaba la necesidad de generar superávit comerciales más altos y, por ende, una mayor reducción en la absorción doméstica en el presente que la que hubiese sido necesaria si el mercado de crédito externo hubiera estado dispuesto a financiar una extensión del ajuste en el tiempo. Así, la contrapartida de los elevados saldos comerciales antes mencionados fue un nivel de absorción doméstica promedio en el quinquenio de 90,5% del PBI. Un tercer factor que jugó un rol importante en la elección de una estrategia de ajuste rápido en relación con la brecha **fiscal** estuvo dado por las características estructurales del sistema financiero doméstico. Si el gobierno hubiera estado en condiciones de acceder a fuentes domésticas de financiamiento, aunque no hubiera podido evitar el ajuste externo, hubiera podido extender en el tiempo el ajuste fiscal reduciendo paulatinamente el déficit y apoyándose para ello en el financiamiento doméstico. Esto no era viable dada la reducida magnitud del sistema financiero nacional (en relación al déficit a financiar). Además, como se comentó, los propios efectos de la crisis elevaron el nivel de fragilidad financiera doméstica incentivando un cambio en la composición de cartera privada en favor de activos externos. Así, la fuga de capitales generaba presiones en el sentido de reducir el tamaño del sistema financiero doméstico en momentos en que el sector público necesitaba aumentar la colocación de deuda. En tal contexto, cada aumento marginal en la porción del déficit financiada con bonos domésticos implicaba fuertes aumentos adicionales en las tasas reales internas. Este estricto límite impuesto a las necesidades de financiamiento del sector público por el tamaño de la demanda de deuda del gobierno por los particulares implicó **ceteris paribus** que un ajuste fiscal más fuerte y más rápido era necesario.

### 3. El ajuste exitoso: heterodoxia más flexibilización del racionamiento en el mercado de capitales externos

Con el propósito de atenuar las turbulencias financieras y la aceleración inflacionaria a que se hiciera referencia más arriba, en diciembre de 1987 fue lanzado el Plan de Solidaridad Económica (PSE). La arquitectura del plan estuvo inspirada en el llamado "enfoque heterodoxo" de la estabilización<sup>13</sup>. Esto es, se combinaron medidas "ortodoxas" en el plano fiscal y monetario con políticas de ingreso activas orientadas a desarticular los mecanismos indexatorios que servían de correa de transmisión de la inercia inflacionaria y de los impulsos aceleradores de los precios originados en la corrección de los precios relativos<sup>14</sup>. Asimismo, en la primer

---

<sup>13</sup> Para una visión del tipo de discusión a que dio lugar el carácter "heterodoxo" de este plan puede verse, entre otros, Lustig, (1991), Oks, (1991) u Ortiz, (1991).

<sup>14</sup> Políticas de estabilización basadas en el mismo enfoque habían sido implementadas con anterioridad en Israel (a partir de 1985), en Argentina (Plan Austral, 1985) y Brasil (Plan Cruzado, 1986).

etapa del plan, el tipo de cambio fue fijado (luego de ser devaluado un 22%) con el objeto de que actuara como un ancla nominal del nivel de precios absolutos.

Junto con estas medidas de ajuste de corto plazo, también fueron lanzadas otras orientadas al ajuste estructural de la economía. En particular, cabe destacar que se profundizó tanto el proceso de reforma comercial como el de privatizaciones. En el plano del comercio exterior, se intensificó la reducción de la protección arancelaria bajándose la tarifa máxima de 40% a 20% y se aceleró el dismantelamiento de los controles cuantitativos. Sólo alrededor de un 6% de las importaciones quedaron sujetas a permiso previo. En relación con las privatizaciones, se anunció que el Estado sólo quedaría a cargo de PEMEX, CFE, los ferrocarriles y CONASUPO. De tal forma, empresas de gran envergadura como TELMEX, AEROMEXICO, las actividades relacionadas con el cobre o la banca nacionalizada pasarían a manos privadas<sup>15</sup>.

En el plano fiscal, el objetivo central del programa era el de lograr un superávit primario de alrededor de 7 puntos del producto que permitiera generar recursos suficientes como para abonar en su totalidad la parte no refinanciada externamente de los intereses sobre la deuda interna y la externa. Si ello se lograba, el gobierno estaría en condiciones de evitar presionar sobre el mercado financiero doméstico, ya que sería innecesario emitir bonos o dinero para financiar el déficit. Con este propósito, se implementaron medidas de austeridad de gastos y, por el lado de los ingresos, básicamente se incrementaron en forma sustancial las tarifas públicas (las energéticas, por ejemplo, fueron aumentadas un 85%) y se introdujeron algunos cambios en el plano tributario<sup>16</sup>. En consonancia con estos objetivos fiscales, se impusieron metas muy austeras a la política monetaria. En particular, fueron fijados topes muy estrictos para el crecimiento del crédito bancario.

Las medidas implementadas en el plano de las políticas de ingreso tenían como objetivo principal desarticular los mecanismos dinámicos subyacentes al proceso inflacionario que, como vimos, durante el período 1982-87 habían determinado que la inflación se acelerara toda vez que se introdujeron correcciones en el tipo de cambio y las tarifas públicas orientados a cerrar las brechas externa y fiscal. El principal instrumento fue la implementación de un congelamiento que, en consonancia con la fijación del tipo de cambio, actuara como un elemento coordinador de las expectativas inflacionarias del sector privado durante el proceso desindexatorio. De esta manera, luego de ser corregidos un 38%, los salarios fueron congelados al igual que las tarifas y el tipo de cambio. Asimismo, varios precios clave recibieron igual tratamiento y se concertó un pacto sectorial coordinado por el gobierno a los efectos de garantizar los acuerdos. Estas normas del PSE fueron flexibilizadas, sin cambiar la sustancia del mismo, al introducirse el

---

<sup>15</sup> La implementación de estas reformas estructurales junto con las medidas estabilizadoras hizo que el programa fuera apoyado por el pensamiento ortodoxo a pesar de los componentes de heterodoxia de la política de estabilización. Según Beristain y Trigueros (1990), por ejemplo, el elemento más importante del Pacto es que el mismo aplica en su totalidad las diez recomendaciones que conforman el Consenso de Washington (en la versión de Williamson), mientras que las políticas de ingreso no está claro que hayan tenido un papel determinante. Sobre este punto véase también Ortiz y Noriega, (1991). Una excelente interpretación alternativa a la de Beristain y Trigueros del programa de reforma mexicano es la de Ros (1992).

<sup>16</sup> Para una exposición detallada de la evolución de la estructura tributaria durante el período de ajuste ver Carciofi, *et. al.* (1992).

Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), un año más tarde. En tal ocasión, básicamente, se corrigieron algunos precios y tarifas y los salarios y se intensificó la austeridad fiscal (con lo que la inversión pública continuó deprimida) con el objeto de reasegurar el equilibrio fiscal en un momento en que la recaudación tributaria estaba aumentando. Asimismo, se introdujo una regla de devaluación consistente en el deslizamiento de un peso por día en la cotización del dólar. Con posterioridad, en el marco del PECE, se volvieron a implementar correcciones periódicas en los niveles absolutos de precios, tarifas y salarios.

Los resultados del plan en términos de inducir una ruptura con los mecanismos dinámicos desestabilizadores que operaron luego de la crisis de la deuda fueron remarcables y, en consecuencia, la evolución macroeconómica de 1988 en adelante mostró propiedades dinámicas marcadamente más estables que en el período precedente.

A pesar de las fuertes correcciones de precios previas, la inflación se redujo considerablemente luego de implementado el plan. Mientras que entre diciembre de 1987 y enero de 1988 la inflación mensual era de alrededor de 15%, a partir de mayo se estabilizó en un promedio mensual por debajo del 2%. En los dos años siguientes, la variación mensual de precios fluctuó típicamente entre el 1% y el 2% y sólo superó estos parámetros entre fines y principios de año tanto en 1989-90 como en 1990-91. En ambos casos, la inflación mensual se aceleró en alrededor de dos puntos porcentuales por encima de las bandas antes citadas y, también en ambos casos, ello se debió a la introducción de correcciones en precios, tarifas y salarios. Con el objeto de reducir las presiones de la inflación, cuando se realizaron las correcciones correspondientes al segundo período de los antes citados, el ritmo del deslizamiento explicitado en la regla de devaluación se redujo sensiblemente.

Efectos benéficos en términos de la ruptura de la dinámica inflacionaria similares a éstos, fueron típicamente observados en todas las experiencias de estabilización heterodoxa instrumentadas en la segunda mitad de los ochenta. Un rasgo que la experiencia mexicana sólo compartió con el exitoso caso israelí, sin embargo, es la perdurabilidad en el tiempo de los resultados desinflacionarios.

Una segunda característica beneficiosa de las estabilizaciones heterodoxas compartido por México estuvo constituido por el hecho de que el ajuste de corto plazo no se tradujo en presiones recesivas sobre el nivel de actividad. Luego de implementado el PSE, el nivel de actividad se incrementa en el primer semestre de 1988 y se estanca en la segunda mitad de ese año. Posteriormente, se produce una fuerte recuperación en 1989 y el nivel de actividad se mantiene sostenido en 1990 y 1991. El rol central en la dinamización de la demanda efectiva le cupo a los bienes durables de consumo y a la inversión. El mejoramiento del nivel de actividad en conjunción con la fuerte reducción del impuesto inflacionario debido a la caída abrupta de la inflación, operaron en el sentido de mejorar el poder adquisitivo de los trabajadores compensando de tal forma los efectos del programa sobre los salarios reales.

Un tercer rasgo típico de los planes heterodoxos que también pudo observarse en el caso mexicano se refiere a la evolución de los precios relativos y de las tasas de interés real.

Si bien las herramientas heterodoxas han mostrado ser muy eficientes en la desarticulación de los fenómenos de alta inflación con propensión a convertirse en hiperinflación, también es cierto que la eliminación de la inercia inflacionaria suele no ser completa, en el sentido de que suele permanecer un cierto nivel de inflación residual. Este residuo de inflación que permanece luego del shock desindexatorio, típicamente es excesivamente alto (en

comparación con la inflación internacional) como para resultar consistente, según sea el caso, con un tipo de cambio fijo o con las tasas de devaluación pre-anunciada que suelen ser establecidas. Dado que la experiencia mexicana no constituyó una excepción en relación con esto, durante el período post-shock pudo observarse una persistente y significativa revaluación de la moneda doméstica. Asimismo, en un contexto caracterizado por una tasa de inflación residual continua de entre 1% y 2% mensual, el valor real de los salarios y los precios administrados (cuya corrección nominal se realiza en intervalos discretos) ha mostrado una tendencia a perder posiciones en términos relativos. En este contexto, cabe tener en cuenta que, además del rol de coordinación que le cupo a la regla cambiaria del deslizamiento diario, uno de los pilares básicos del éxito de la desindexación en México estuvo constituido por la efectividad lograda en cuanto a desactivar los mecanismos de corrección automática de los salarios en función de la tasa de inflación pasada. Obviamente, el costo de esto fue el de inducir una fuerte reducción en los salarios reales que operó reforzando otros factores que, durante el período de ajuste de los ochenta, presionaron en la dirección de una distribución más regresiva del ingreso.

En relación con las tasas de interés reales, cabe mencionar que las mismas se mantuvieron altas durante todo el período. Si bien a medida que la disminución en la tasa de inflación se consolidó, se produjo una fuerte reducción en las tasas de interés nominal, no ocurrió lo mismo con las reales. A pesar de la fuerte remonetización inducida por el plan que llevó a un aumento importante en la disponibilidad real de crédito y a pesar también de la "buena noticia" de la reprogramación de los compromisos externos en el marco del Plan Brady, en 1991 la tasa de interés real en dólares era aún de 12% anual.

La persistencia de un alto diferencial entre las tasas internas e internacionales de interés, determinó que el servicio de la deuda doméstica resultara mucho más oneroso que el de la externa. En 1988, por ejemplo, los intereses reales abonados sobre la deuda pública doméstica doblaron a los pagados sobre la externa aún cuando la deuda doméstica era significativamente menor que aquélla (alrededor de la mitad).

La persistencia de elevados niveles de tasas de interés tuvo efectos fiscales importantes que erosionaron en buena medida los contundentes resultados obtenidos por el programa en lo que hace a la generación de altos superávits fiscales primarios. Luego de la implementación del programa, el superávit primario aumentó en los años siguientes, en promedio, más de 2 puntos del PBI ubicándose persistentemente por encima de 7% del producto. No obstante ello, esta mejora fiscal no se reflejó con la misma contundencia sobre el superávit operativo justamente debido a la incidencia de los intereses reales. En realidad, el superávit operacional devino en déficit luego de implementado el programa y sólo volvió a alcanzarse el nivel de superávit operativo registrado en 1987 tres años después.

Además de estos problemas para traducir el esfuerzo fiscal en un cierre permanente de la brecha del presupuesto, el plan también comenzó a inducir crecientes desequilibrios en la cuenta comercial y en la cuenta corriente. Esencialmente, ello fue el fruto de la conjunción de la apreciación real, el sostenido nivel de la demanda agregada y la apertura comercial que determinaron que las importaciones crecieran a tasas muy superiores a las de las exportaciones.

A diferencia de lo ocurrido durante el período de recuperación del nivel de actividad con atraso cambiario de 1984-85 que llevó a la generación de un déficit en el balance en cuenta corriente en 1986, la aparición de persistentes déficit en la cuenta corriente a partir de 1988 no

se tradujo en inestabilidad macroeconómica y pérdida de los resultados beneficiosos de la estabilización. Más allá de las virtudes del Pacto, lo cierto es que la **diferencia específica** que primero salta a la vista cuando se comparan ambos períodos es el cambio radical en las condiciones externas, sobre todo desde 1989 en adelante. Particular significación tuvo el hecho de que no hubo shocks externos negativos de significación y el sentido de los flujos de capital cambió en forma permanente en un contexto de relajamiento del estricto racionamiento del crédito externo a que América Latina estuviera sometida en los ochenta. Abordaremos con más detalle este punto seguidamente al examinar la relación entre brecha externa y equilibrio macroeconómico.

### C. RESTRICCIÓN EXTERNA Y DESEQUILIBRIO MACROECONÓMICO

Uno de los aspectos más significativos de la hasta ahora exitosa experiencia de estabilización de México es que este país no contó con montos significativos de ayuda externa de los organismos de crédito internacional para financiar la puesta en marcha del programa de ajuste. Esto diferencia crucialmente a México de Chile que es el otro país latinoamericano (entre los que fueron más profundamente afectados por la crisis de la deuda) que ha logrado retomar el crecimiento en un marco de estabilidad macroeconómica. México se diferencia también de la experiencia Boliviana en relación con esto. En el caso boliviano, el éxito de la estabilización ortodoxa sólo fue viable a partir de una fuerte ayuda externa. En contraposición a Chile y México, sin embargo, en este caso el proceso de crecimiento no pudo ser recompuesto. Hay varios factores que coadyuvaron en la conformación de esta característica diferencial del caso mexicano y conviene analizarlos pues son de importancia a la hora de evaluar si México ha logrado o no cerrar en forma definitiva la brecha abierta por la crisis de la deuda en su balance externo.

Como ya se mencionara anteriormente, el programa de estabilización vigente desde diciembre de 1987 erosionó significativamente la capacidad de México para generar altos montos de transferencia externa. Al implementarse el PSE el saldo comercial se ubicaba en U\$S 10.379 millones de dólares. En 1990, tal superávit se había convertido en un déficit de U\$S 1.150 millones. La explosión de importaciones (inducida por los factores ya comentados) tiene el mayor peso en la explicación de este resultado. Entre 1987 y 1990 éstas pasaron de 17.321 millones de dólares a U\$S 39.539 millones creciendo por ende a una tasa anual promedio del 31,7% (la tasa correspondiente a las exportaciones en igual lapso fue de 11,6%). Si bien es cierto que la tasa de crecimiento de las compras externas tendió a reducirse luego de la explosión de 1988, también lo es que la tasa de crecimiento de las exportaciones es todavía bastante más baja que la de las importaciones. En 1990, mientras las importaciones crecieron al 27,3% anual, las exportaciones lo hicieron al 17,6%. Cabe mencionar, en este contexto, que este último resultado referido a la marcha global de las ventas al exterior encubre comportamientos disímiles de los diferentes rubros que componen las exportaciones. Durante el período bajo análisis, los ingresos por exportaciones petroleras se recuperaron sensiblemente aumentando en cerca de U\$S 2.000 millones. En este resultado influyó el conflicto del Golfo que revistió un carácter temporal. En lo que hace a las exportaciones no petroleras, las mismas perdieron parte del

dinamismo que las había caracterizado en el período de tipo de cambio real récord de 1986-87. A pesar de ello, la tasa de crecimiento de las exportaciones industriales es aún alta. Entre 1986 y 1987, las exportaciones no petroleras crecieron un 74% y en los tres años siguientes lo hicieron en 40%. Por otra parte, ciertas exportaciones tradicionales comenzaron a perder posiciones en las ventas externas, mientras que los ingresos en divisas generados por la industria maquiladora mantenían su alta tasa de crecimiento en forma sistemática.

Dado que durante el período de vigencia del PSE y el PECE no hubo cambios dramáticos en el monto del saldo negativo de la cuenta de servicios financieros, las variaciones en el superávit comercial se reflejaron directamente en un creciente déficit de la cuenta corriente. El saldo de ésta última pasó de ser positivo en U\$S 3.704 millones en 1987 a registrar un déficit de 6.517 millones de dólares en 1990. Este saldo negativo representa ya un 3% del producto corriente y en 1991 volvió a aumentar en un punto porcentual del PBI.

Esta característica de generar fuertes requerimientos de ahorro externo en la fase de estabilización y recomposición del crecimiento no es privativa de la experiencia mexicana. También Chile cuando atravesó una fase similar necesitó de un fuerte apoyo externo (en realidad mucho más alto que el observado hasta ahora en México, como proporción del producto). Sin embargo, como ya dijéramos, Chile recibió un fuerte apoyo externo por parte de los organismos internacionales, mientras que México no. ¿Cómo hizo este último país para evitar que la reapertura de la brecha externa se transformara nuevamente en inestabilidad y estancamiento como, por ejemplo, ya había ocurrido en 1986?

Un primer factor fundamental en la explicación de la experiencia mexicana de ajuste sin apoyo externo de los organismos internacionales, lo constituye el hecho de que en 1987 el país contaba con niveles récord de reservas. En gran medida, el fuerte salto en el nivel de reservas de 1987, obedeció a que el tipo de cambio real que se fijó en 1986-87 para adaptarse al shock petrolero, llevó a una situación de sobreajuste en 1987. La excesiva devaluación real de 1986-87 generó más superávit comercial, más ajuste fiscal y mayor caída del producto que las esperadas.

En 1988, cuando no sólo la cuenta corriente sino también la de capital arrojaron un saldo negativo, el elevado nivel de reservas que se habían acumulado previamente al plan permitieron resistir una variación neta reservas en el balance de pagos de U\$S 6.788 millones en ese año. Una lección que puede extraerse es, entonces, que si no existe apoyo externo sustancial, es posible que sea necesario inducir un *overkill* en el ajuste previo para financiar las primeras etapas del programa, entre otras cosas porque los programas no suelen ganar instantáneamente credibilidad sólo por el "efecto anuncio". En el caso particular de México, luego de lanzado el plan, la cuenta de capital arrojó en 1988 un saldo negativo de U\$S 4.200 millones entre otras cosas porque el programa no ganó la credibilidad inmediata de los operadores financieros. En relación con esto, es particularmente interesante que el saldo de errores y omisiones pasó de ser positivo en 2.600 millones en 1987 a ser negativo en más de U\$S 2.800 millones al año siguiente.

Si en los años siguientes a 1988, con un déficit en cuenta corriente creciendo en forma pronunciada y sostenida se hubieran repetido también los déficit en la cuenta capital, es obvio que las reservas no hubieran podido alimentar el drenaje de divisas y, mas tarde o más temprano, los mecanismos dinámicos explosivos desactivados por el PSE/PECE se hubieran reinstalado. Con toda probabilidad, lo mismo hubiese ocurrido si se hubiese producido un nuevo shock negativo en los términos del intercambio de la magnitud del inducido por la caída del

precio del petróleo en 1986. Nada de esto, obviamente, ocurrió. Una leve recuperación de los términos del intercambio luego de 1988, permitió que el déficit en la cuenta corriente fuera menor que el que hubiera resultado en un contexto menos favorable en relación con la evolución de los precios internacionales. Asimismo, el saldo de la cuenta de capitales se revirtió completamente arrojando abultados saldos desde 1989 en adelante.

Entre los factores que coadyuvaron a la dramática reversión del saldo de la cuenta de capitales pueden contarse la entrada al Plan Brady a comienzos de 1990 que si bien representó un ahorro de intereses modesto de menos de un punto del producto, contribuyó sensiblemente a consolidar la credibilidad en el programa. La firma de estos acuerdos de reprogramación y quita, está jugando un rol de mecanismo de coordinación para el movimiento de capitales por parte de los agentes privados que actúan descentralizadamente en el mercado. La firma del acuerdo y la negociación de los nuevos bonos en los mercados de capital internacional juegan el rol de señalar a los operadores individuales de mercado que los bancos -que cuentan con una ventaja informativa sobre ellos para conocer las reales condiciones de la capacidad de pago del principal deudor de la economía (el Estado)- aceptan como "buenos" los nuevos instrumentos de deuda que reemplazan a los viejos.

Cabe acotar, por otra parte, que el proceso de repatriación de capitales recibiría un nuevo impulso con las privatizaciones de grandes empresas. Sin embargo, el factor que más claramente contribuyó a consolidar el proceso de repatriación de capitales en los noventa estuvo dado por la reducción de las tasas de interés en los Estados Unidos que, al revertir radicalmente el cuadro de racionamiento y altas tasas de principios de los ochenta, contribuyó a desactivar uno de los factores que más perversamente habían afectado a la economía de América Latina a partir de la crisis de la deuda. Ello fue así no sólo porque la reducción en las tasas significó un alivio en la cuenta corriente vía el efecto ingreso positivo para los deudores, sino también porque vía efecto sustitución la reducción de la rentabilidad en la inversión financiera externa indujo un cambio en la composición de los portafolios en favor de la adquisición de activos domésticos, tanto financieros como físicos. La mayor demanda de activos financieros domésticos coadyuvó significativamente a facilitar el financiamiento tanto del sector público como del privado. La mayor demanda por activos físicos hizo viable un proceso de privatizaciones de la magnitud del emprendido por México. Y esto ocurrió no sólo en México sino también en otros países que, como Argentina, lanzaron ambiciosos programas de desincorporación de empresas estatales.

#### **D. LA BRECHA FISCAL, LAS POLÍTICAS PÚBLICAS Y EL AJUSTE MACROECONÓMICO**

Cuando se observa la evolución del déficit primario, que es un reflejo estricto de las decisiones de ingreso y gasto del gobierno consolidado, se constata en toda su intensidad el ajuste real operado en las cuentas públicas durante la década. En 1981, cuando la etapa expansionista iniciada en la segunda mitad de los setenta estaba llegando a su fin, el déficit primario del sector público consolidado se ubicaba en 8% del PBI. Al finalizar la década, en 1990, el resultado primario mostraba un saldo superavitario de 7,5% del PBI. Esto es, en ocho años, la sucesión de planes de ajuste descrita en la sección anterior, tuvo por resultado final inducir un ajuste en el balance primario consolidado de 14,8 puntos del producto.

Cuando se analiza la evolución de los ingresos y egresos del sector público durante el período que está siendo analizado, se constata que prácticamente todo el peso del ajuste fiscal recayó sobre las cuentas de gasto<sup>17</sup>. Mientras entre 1982 y 1990, los ingresos totales del sector público aumentaron en sólo un punto del PBI, los rubros que componen el gasto agregado sufrieron una disminución de 13,8% del producto. De esta caída de 13,8 puntos porcentuales, 8,7 son explicados por la reducción en el gasto corriente y el resto (5,1 puntos) por la contracción en la adquisición de bienes de capital. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que si bien la reducción del gasto corriente fue mayor, tal reducción se dio a partir de una participación en el producto de 36,3% mientras que los cinco puntos correspondientes a la disminución en la cuenta de inversión fueron implementados a partir de una participación en el producto de la misma de 10,2%. En otros términos, el peso fundamental del ajuste recayó sobre la inversión pública que redujo en un cincuenta por ciento su participación.

En buena medida, este patrón de ajuste del gasto basado en la inversión fue motivado por el extremo racionamiento enfrentado por el sector público en los mercados externos y por la imposibilidad de presionar excesivamente sobre el mercado financiero doméstico. Como ya se dijo, esto hizo que no fuera posible extender el proceso de ajuste fiscal en el tiempo. Consecuentemente, para conseguir liquidez o reducir las necesidades de financiamiento en forma veloz, el expediente más sencillo y menos conflictivo políticamente era el de reducir los gastos de inversión. Esta característica le confirió al ajuste de los años ochenta un propiedades altamente indeseables, tanto desde el punto de vista de la estabilidad como del crecimiento. En el corto plazo, la necesidad de recortar los gastos estatales a cualquier precio impidió que el sector público pudiera utilizar el gasto contracíclicamente y esto agregó volatilidad a la evolución macroeconómica en la coyuntura. Por ejemplo, no fue posible amortiguar por esta vía los efectos excesivamente recesivos de las devaluaciones con lo cual se produjeron fenómenos de *overkill* en el ajuste como en 1987. En el largo plazo, este patrón de ajuste también magnificó los efectos sobre la tasa de crecimiento potencial de la economía. Ello no sólo fue así debido al brutal ajuste de la inversión pública sino también porque la caída de ésta arrastró a la privada. La extrema iliquidez y el racionamiento en los mercados de crédito del sector público, de tal manera, magnificaba los efectos que necesariamente se hubieran producido por la necesidad de ajustar el sector público. Para conseguir un dólar adicional de liquidez en el presente, se incurría en costos en términos de inestabilidad macroeconómica y de crecimiento futuro de incierta magnitud<sup>18</sup>. A pesar de este enorme esfuerzo en términos de reducir las necesidades de financiamiento global actuando sobre el gasto, sin embargo, el objetivo de no recurrir al financiamiento doméstico del déficit fue difícil de lograr. Particularmente, ello fue así por el rol que les cupo a los pagos de intereses sobre la deuda pública doméstica. En un contexto de inestabilidad crónica o bien la inflación vía aumentos en las tasas nominales o bien la evolución de las tasas de interés real cuando la inflación caía, jugaron en contra del objetivo de reducir las necesidades de financiamiento del sector público. Esto fue especialmente así en el período que

---

<sup>17</sup> Para un análisis cuantitativo de la contribución al ajuste de los diferentes rubros de ingreso y gasto ver Urzúa (1990).

<sup>18</sup> Para un análisis de otros efectos perversos colaterales de esta extrema reducción de la inversión tales como el efecto de envejecimiento del stock de capital ver Ros (1992).

va de 1982 a 1988 durante el cual se produjo un curioso fenómeno de **trade-off** entre el peso de los intereses reales y el peso del componente puramente compensatorio de la inflación implícito en los intereses nominales que impidió que ambos pudieran ser reducidos al mismo tiempo. Durante el período de alta inflación, entre 1982 y 1987, mientras los intereses reales pagados por el sector público sobre la deuda doméstica resultaron muchas veces negativos **ex-post**, por efecto de la alta inflación que elevaba dramáticamente las tasas nominales, el componente de "corrección inflacionaria" en los pagos de intereses realizados por el gobierno fueron altísimos. En promedio alcanzaron una participación anual de 10,1% del PBI. Como consecuencia, se instaló un perverso fenómeno con características explosivas según el cual los efectos fiscales positivos de la corrección de las tarifas y el tipo de cambio nominal tendían a ser anulados por la subsiguiente aceleración inflacionaria que aumentaba enormemente el peso de la corrección inflacionaria en el presupuesto (ver cuadro 5).

Este perverso fenómeno fue en buena medida desactivado por el plan de estabilización de 1987. Entre 1988 y 1990, la participación del componente de corrección inflacionaria cayó a 4,3% del PBI en promedio. Pero ello se logró sólo al costo de elevar significativamente los pagos en concepto de intereses reales en un contexto en el que la reducción de la tasa nominal se rezagó en relación con el proceso de desinflación. El componente de intereses reales internos del gasto pasó de -.8 % del PBI en 1982-90 a 5,7% del PBI en 1988-90. Vale la pena tener en cuenta, no obstante,<sup>19</sup> que a partir de 1989 y sobre todo de 1990 se lograron niveles de ajuste bastante más compatibles con el objetivo de no recurrir en absoluto al financiamiento doméstico del déficit. Por un lado, el superávit primario logrado fue superior al del período anterior. Por otro, desde 1989, comenzaron a ingresar los saldos por venta de empresas públicas. Los ingresos totales recibidos por el sector público por este concepto desde 1989 fueron de U\$S 16.000 millones, lo cual representa un 4% del PBI (Ros, 1992).

Un tercer factor que coadyuvó sensiblemente en la reducción de la fragilidad financiera generada por la presión del déficit fue la remonetización de la economía inducida por la mayor estabilidad y la reducción en la tasa de inflación, sobre todo después de 1988 (ver cuadro 7). El efecto conjunto de la reducción de las necesidades de financiamiento del sector público y del nivel de monetización de la economía puede ser captado a través del indicador de presión del déficit que se muestra en el cuadro 9. Como puede verse allí, este indicador de fragilidad financiera sube a medida que el régimen de alta inflación se enraiza más y más en la economía para caer abruptamente luego de 1988 cuando los resultados fiscales e inflacionarios del plan de estabilización se consolidan al tiempo que el proceso de fuga de capitales se revierte.

## **E. AHORRO, INVERSIÓN, FINANCIAMIENTO Y EQUILIBRIO MACROECONÓMICO**

La evolución de la interrelación entre los superávits del sector público, el privado y el externo que se muestra en el cuadro 3, puede ser utilizada para esquematizar resumidamente, a modo

---

<sup>19</sup> Para una definición de las versiones "primaria", "operacional" y "económica" del déficit en el contexto de las finanzas públicas mexicanas, ver Baqueiro Cárdenas (1991).

de conclusión, algunos de los problemas más salientes planteados por la experiencia de ajuste mexicana.

Como surge claramente de la observación del cuadro mencionado, la interrelación entre las necesidades de financiamiento del sector público, del privado y del externo ha sufrido profundas mutaciones a lo largo de los ochenta en concomitancia con la evolución macroeconómica durante el ajuste.

Las políticas de excesiva expansión de principios de la década se reflejan en la existencia de déficit tanto en el sector público como el privado en 1980, al tiempo que el resto del mundo brinda financiamiento neto positivo por cinco puntos del producto. A partir de tal año, la excesiva expansión del gasto y el déficit públicos hacen que tanto el resto del mundo como el sector privado se conviertan en financiadores netos del gobierno. Así, ambos sectores generan superávit positivos en 1981 y 1982.

Con la crisis de la deuda este cuadro cambia radicalmente. El extremo racionamiento del mercado de crédito externo hace que entre 1983 y 1987, el resto del mundo se convierta en un tomador neto de fondos en la economía mexicana. Concomitantemente, el superávit del resto del mundo de principios de la década se convierte en un déficit a mediados de la misma. Esta es la contrapartida de la espectacular transferencia externa efectuada en esos años por México. Asimismo, el significativo ajuste fiscal emprendido por el sector público en esos años se refleja en una significativa disminución en el déficit gubernamental. No obstante ello, dado que el gobierno no estuvo en condiciones de eliminar totalmente el déficit operacional, en un contexto en que el ahorro externo era negativo, el sector privado necesariamente se convirtió en un financiador neto en tanto la suma de los superávit sectoriales es siempre nula. De tal forma, las cuentas privadas arrojan un superávit sistemático durante todo el período de mayor inestabilidad macroeconómica. La contrapartida de esta evolución del superávit privado fue el aumento de la fragilidad financiera de la economía doméstica alimentada por el incremento en la deuda pública y por la presión del déficit sobre el sistema financiero nacional.

Luego de la implementación de las políticas heterodoxas y sobre todo a partir de 1988, la estructura de superávit vuelve a sufrir una mudanza radical. Entre 1988 y la actualidad, el sector público comienza a generar sistemáticamente un superávit operacional al tiempo que la ya comentada reversión en las condiciones del mercado internacional de capitales hace que la economía mexicana vuelva a convertirse en tomadora neta de fondos. Dada la existencia de superávit en las cuentas públicas, el sector privado se convierte en el más beneficiado por la mayor disponibilidad de fondos prestables en la economía.

En definitiva, luego de diez años de ajuste ¿qué es lo que cambió en relación al período pre-crisis? Al igual que ocurría antes de 1982, el resto del mundo es ahora un financiador neto. Esto no ha cambiado. El cambio fundamental es que ahora, en términos de disponibilidad real de recursos, el sector público financia en términos netos al sector privado porque la reforma estructural y el ajuste han llevado a que absorba menos recursos que los que retira de la sociedad.

En el período pre-crisis, el sector público jugó un rol central en la dinamización del crecimiento. Era el gran inversor de la economía y, para bien o para mal, en tal carácter tenía a su cargo el rol de motor del desarrollo. Una consecuencia de esto fue que el sector público tendía a generar déficit en forma recursiva debido a sus actividades de inversión y, para

financiarse, absorbía los fondos prestables disponibles sea en el mercado externo o en el doméstico.

Hoy la inversión pública está deprimida y el ajuste del gasto ha dejado fondos prestables disponibles que están siendo utilizados en forma masiva por el sector privado. A su vez, el espíritu de los tiempos marca que **debe** ser el sector privado el nuevo motor del desarrollo. Por eso la gran pregunta de los noventa es si este sector estará en condiciones de cumplir con ese rol.

En el contexto actual de la economía mexicana, un comportamiento dinámico del sector privado -sobre todo en lo que hace a la inversión en ramas productoras de bienes comercializables- es fundamental no sólo para reemplazar al Estado como promotor del crecimiento. Lo es además para hacer viable el cierre de la brecha externa en el largo plazo ya que, la situación presente, aparece como muy vulnerable ante la ocurrencia de un shock externo negativo debido al abultado déficit en cuenta corriente. Algunos de los indicadores disponibles respecto de cómo está el sector privado utilizando la mayor disponibilidad de crédito, no obstante, no son alentadores a este respecto. Como se muestra en el cuadro 8, el 61,5% del crédito disponible está siendo utilizado para financiar actividades relacionadas con la producción de bienes no-comercializables. Nótese que incluso en el período de sobreabsorción y atraso cambiario de 1979-81, esta proporción era menor.

**Cuadro 1****MEXICO: TASAS DE CRECIMIENTO  
(En porcentajes del PIB)**

Período	Tasa de Crecimiento
1980	9.2
1981	8.8
1982	-0.6
1983	-4.2
1984	3.6
1985	2.6
1986	-3.8
1987	1.9
1988	1.2
1989	3.3
1990	4.4

**Fuente: CEPAL.**

Cuadro 2

MEXICO: COMPONENTES DEL INGRESO BRUTO NACIONAL  
(En porcentajes del PBI a precios corrientes)

Período	Producto Bruto Interno	Consumo del Gobierno	Consumo del Privado	Formación de Capital	Construcción	Maquinaria y Equipos	Variación de Existencias	Inversión*	Exportaciones	Importaciones	Saldo de Comercio	Ingreso Nacional Bruto	Pago Neto a Factores del Exterior	Ahorro Externo (a)	Ahorro Nacional (a)
1970	100	79.2	7.3	20.0	11.4	8.5	2.8	22.7	7.7	9.7	-1.9	98.9	1.1	3.0	19.7
1975	100	79.0	10.3	21.4	12.3	9.1	2.3	23.7	6.9	9.6	-2.7	98.5	1.5	4.2	19.5
1980	100	75.1	10.0	24.8	13.9	10.9	2.4	27.2	10.7	13.0	-2.3	97.3	2.7	5.0	22.2
1981	100	75.2	10.8	26.4	14.8	11.6	1.0	27.4	10.4	12.9	-2.5	96.6	3.4	6.0	21.4
1982	100	72.1	10.5	23.0	13.8	9.1	-0.0	22.9	15.3	10.3	5.0	94.5	5.5	0.5	22.4
1983	100	69.7	8.8	17.5	10.5	7.0	3.2	20.8	19.0	9.4	9.6	94.4	5.6	-3.9	24.7
1984	100	72.3	9.2	17.9	10.5	7.5	1.9	19.9	17.4	9.6	7.8	94.8	5.2	-2.6	22.5
1985	100	73.7	9.1	19.1	10.6	8.4	2.1	21.2	15.4	10.3	5.1	96.2	3.8	-1.3	22.5
1986	100	77.2	9.2	19.4	10.5	8.9	-1.2	18.2	17.2	12.6	4.6	95.0	5.0	0.4	17.8
1987	100	73.6	8.5	18.4	10.1	8.3	0.8	19.2	19.7	12.6	7.1	95.9	4.1	-3.0	22.2
1988	100	76.9	8.4	19.1	10.2	8.9	1.7	20.8	16.7	14.4	2.3	96.4	3.6	1.3	19.5
1989	100	nd	nd	nd	nd	nd	nd	22.7	nd	nd	nd	nd	nd	2.0	20.7
1990	100	nd	nd	nd	nd	nd	nd	20.5	nd	nd	nd	nd	nd	2.8	17.7

Fuente: CEPAL.

(a) Estimado para los años 1989 y 1990.

Cuadro 3

MEXICO: AHORRO, INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO  
(Porcentajes del PBI, a precios corrientes)

Período	Inversión (a)	Inversión Pública	Inversión Privada(a)	Ahorro Público	Ahorro Privado	Ahorro Nacional	Superávit Resto del	Superávit Público	Superávit Privado(a)
1980	27.2	9.6	17.6	7.1	15.1	22.2	5.0	-2.5	-2.5
1981	27.4	12.9	14.5	2.1	19.3	21.4	6.0	-10.8	4.8
1982	22.9	10.2	12.7	4.7	17.7	22.4	0.5	-5.5	5.0
1983	20.8	7.5	13.3	7.0	17.7	24.7	-3.9	-0.5	4.4
1984	19.9	6.7	13.2	6.3	16.2	22.5	-2.6	-0.4	3.0
1985	21.2	6.1	15.1	5.8	16.6	22.5	-1.3	-0.3	1.5
1986	18.2	6.0	12.2	4.1	13.7	17.8	0.4	-1.9	1.5
1987	19.2	5.5	13.7	7.0	15.3	22.2	-3.0	1.5	1.6
1988	20.8	4.4	16.4	1.4	18.7	19.5	1.3	-3.0	2.3
1989	22.7	4.0	18.7	2.7	18.0	20.7	2.0	-1.3	-0.7
1990	20.5	5.1	15.4	6.6	11.1	17.7	2.8	1.5	-4.3
1991	21.5	4.5	17.0	7.0	10.6	17.6	3.9	2.5	-6.4

Fuente: CEPAL y Ros (1992).

(a) Estimado para los años 1989, 1990 y 1991.

Cuadro 4

MEXICO: EVOLUCIÓN DEL AHORRO Y EL INGRESO NACIONAL  
(Porcentajes del PBI, a precios de 1980)

Período	PBI	Efecto Términos Intercambio	Ingresos Factores Exterior(a)	Ingreso Nacional Bruto	Ahorro Nacional Bruto	Ahorro Externo
1980	100	0.0	-3.7	96.3		
1981	100					
1982	100	-2.6	-6.2	91.2	18.7	3.1
1983	100	-3.1	-5.3	91.6	19.7	-3.1
1984	100	-3.8	-5.1	91.1	19.2	-2.2
1985	100	-3.1	-4.5	92.4	18.6	-0.2
1986	100	-7.4	-4.0	88.6	14.0	1.0
1987	100	-6.9	-3.5	89.6	17.4	-2.0
1988	100	-7.7	-3.3	89.0	15.9	1.3
1989	100	-6.7	-2.7	90.6	15.6	1.9
1990	100	-6.3	-2.1	91.6	15.9	2.8

Fuente: CEPAL.

(a) Incluye transferencias unilaterales privadas.

Cuadro 5

MEXICO: FINANZAS PUBLICAS  
(En % del PIB nominal)

Período	Ingreso Tribut. Total	No Tribut. (Gov.Fed.)	PEMEX	Gasto (excluy.int.)	Gasto Cte.	Gasto de Capital	Deficit Prim.	Int. Ext.	Int. reales Internos	Deficit Operac.	Corrección Inflac.	Deficit Econom.	Deficit Inter. Financ.	Deficit Financ.
1980	26.9	10.9	0.8	7.3	29.9	9.6	3.0	1.1	-0.5	3.6	3.0	6.6	1.0	7.5
1981	26.7	10.6	0.9	7.3	34.7	12.9	8.0	2.1	-0.1	10.0	3.0	13.0	1.1	14.1
1982	28.9	9.9	1.1	9.9	36.3	10.2	7.3	3.3	-5.1	5.5	10.1	15.6	1.3	16.9
1983	32.9	10.2	1.0	14.2	28.7	7.5	-4.2	4.6	-0.8	-0.4	8.5	8.1	0.5	8.6
1984	32.2	10.3	0.8	13.0	27.4	6.7	-4.8	3.9	1.2	0.3	6.9	7.2	1.4	8.5
1985	31.2	10.2	0.9	11.5	27.8	6.1	-3.5	3.7	0.6	0.8	7.2	8.0	1.5	9.6
1986	30.3	11.2	1.0	9.0	28.2	6.0	-2.1	4.4	0.1	2.4	12.0	14.4	1.1	15.5
1987	30.5	10.7	1.1	9.8	25.1	5.5	-5.4	4.4	-0.8	-1.8	16.2	14.4	1.0	15.4
1988	30.2	12.1	1.2	7.6	22.6	4.4	-7.6	3.6	7.6	3.6	5.7	9.3	1.6	10.9
1989	28.9	11.8	2.2	6.7	21.0	4.0	-7.9	3.5	6.1	1.7	3.1	4.8	0.6	5.4
1990	30.0	11.5	1.8	7.7	22.5	5.1	-7.5	2.4	3.3	-1.8	4.1	2.3	1.1	3.4

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.

Cuadro 6

## MEXICO: INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Período	Deuda Externa Total	Deuda Externa Pública	Deuda Externa Privada	Servicios Totales	Intereses	Deuda/Export.	Intereses/Export.
1977	29.9	22.9	7.0	5.2	2.0	383.7	25.7
1978	33.9	26.3	7.6	7.3	2.6	315.5	24.2
1979	39.7	29.8	9.9	12.8	3.7	262.4	24.5
1980	49.3	33.8	15.5	10.0	5.4	210.2	23.0
1981	72.0	53.0	19.0	13.0	8.4	259.3	29.1
1982	87.6	58.9	28.7	19.4	12.4	334.8	47.4
1983	93.8	62.6	31.2	14.3	10.3	345.8	38.0
1984	96.7	69.4	27.3	14.3	11.9	321.9	39.5
1985	97.8	72.1	25.7	13.5	9.9	356.6	36.1
1986	100.5	75.4	25.1	11.7	8.3	459.5	37.9
1987	102.4	81.4	21.0	13.7	8.1	371.0	29.3
1988	100.9	81.0	19.9	16.8	8.6	347.2	29.6
1989	95.1	76.1	19.0	nd	9.4	289.4	28.6
1990	98.2	77.8	20.4	nd	8.9	255.8	23.2

Cuadro 7

## INDICADORES MONETARIOS

Período	Base Monetaria		M1		M4		Crédito		Multiplicadores	
	Real(a)	% PBI	Real(a)	% PBI	Real(a)	% PBI	Real(a)	% PBI	M1/BM	M4/BM
1980	nd	nd	461	8.9	nd	nd	1957	37.6	nd	nd
1981	819	nd	481	8.7	1606	nd	2352	39.5	0.6	2.0
1982	809	14.7	405	8.0	1487	27.8	2774	46.0	0.5	1.8
1983	681	14.0	310	6.7	1323	26.4	2221	46.6	0.5	1.9
1984	643	13.2	309	6.2	1369	26.9	2020	42.3	0.5	2.1
1985	462	11.1	291	6.1	1267	26.7	2209	42.8	0.6	2.7
1986	339	8.7	248	5.9	1319	28.3	2354	50.0	0.7	3.9
1987	225	5.7	215	4.8	1290	27.1	2023	45.4	1.0	5.7
1988	222	4.5	239	4.5	1438	27.1	2053	40.6	1.1	6.5
1989	208	4.2	283	5.1	1833	31.9	2274	42.5	1.4	8.8
1990	221	4.0	366	6.0	2100	36.5	2313	42.7	1.7	9.5

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

(a) Saldos a fin del período, deflacionados por el índice de precios mayoristas.

Cuadro 8

**DISTRIBUCION DEL CREDITO**  
(En porcentajes del total)

Período	Crédito Público	Crédito Privado	Crédito a Actividad Primaria	Crédito a Industria Transform.	Crédito a Industria Energetica	Crédito a No comerc. y constr.
1979	57.4	42.6	14.4	24.7	8.4	52.55
1980	55.7	44.3	15.2	23.3	10.0	51.51
1981	60.0	40.0	14.5	23.2	10.7	51.56
1982	76.9	23.1	13.5	26.3	21.0	39.23
1983	74.4	25.6	12.2	24.4	18.9	44.47
1984	68.7	31.3	14.8	24.1	15.7	45.41
1985	71.9	28.1	16.0	24.2	15.4	44.28
1986	76.8	23.2	15.0	23.4	17.0	44.62
1987	73.6	26.4	15.1	24.8	14.8	45.36
1988	67.2	32.8	18.4	26.3	8.5	46.85
1989	56.7	43.3	16.0	25.5	5.0	53.47
1990	46.8	53.2	12.8	23.6	2.1	61.52

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

Cuadro 9

PRESION FINANCIERA DEL DEFICIT PUBLICO  
(En porcentajes)

Período	Deficit Operacional/ M1	Deficit Económico/ M1	Deficit Consolidado/ M1	Deficit Operacional/ Crédito	Deficit Económico/ Crédito	Deficit Consolidado/ Crédito
1980	40.4	74.0	89.6	9.6	17.6	21.3
1981	115.4	150.0	145.2	25.3	32.9	31.9
1982	69.2	196.2	174.3	12.0	33.9	30.1
1983	-6.0	121.6	168.4	-0.9	17.4	24.1
1984	4.9	116.5	148.8	0.7	17.0	21.8
1985	13.2	131.7	172.9	1.9	18.7	24.5
1986	40.8	244.5	338.9	4.8	28.8	39.9
1987	-37.4	299.3	454.2	-4.0	31.7	48.1
1988	79.7	205.8	254.7	8.9	22.9	28.4
1989	33.3	93.9	89.4	4.0	11.3	10.8
1990	-30.0	38.3	nd	-4.2	5.4	nd

Cuadro 10

INFLACIÓN Y PRECIOS RELATIVOS  
(En porcentajes)

Período	Inflación Mayorista Dic/Dic	Inflación Mayorista Var. Media	Inflación Minorista Dic/Dic	Inflación Minorista Var. Media	Tipo cbio. Nominal Libre	Tipo Real (Maymed)	Efectivo Export.	Efectivo Import.	Salario Mínimo Real
1980	26.4	24.5	29.8	26.3	23	100.0	100.0	100.0	100.0
1981	27.2	24.5	28.7	27.9	25	87.3	89.8	90.5	101.3
1982	92.6	56.1	98.8	58.9	56	125.3	134.1	135.6	104.6
1983	88.0	107.4	80.8	101.9	150	161.8	168.2	171.9	78.2
1984	63.2	70.3	59.2	65.4	185	117.2	122.9	125.6	71.7
1985	63.4	53.6	63.7	57.7	310	127.8	133.7	136.2	70.8
1986	101.6	87.3	105.7	86.2	637	140.2	153.6	154.4	63.2
1987	164.6	135.6	159.2	131.8	1406	131.4	153.7	153.5	60.2
1988	42.6	107.8	51.7	114.2	2293	103.1	128.6	127.4	53.5
1989	18.1	16.0	19.7	20.0	2483	96.3	123.7	122.1	49.3
1990	27.4	23.3	29.9	26.7	2845	89.5	124.5	121.4	43.6

Cuadro 11

SECTOR EXTERNO  
(En miles de millones de dólares)

Período	Exportaciones	Importaciones	Superavit Comercial	Utilidades Intereses	Cuenta Corriente	Cuenta Capital	Inversión Directa	Inversión Cartera	Capital Plazo Priv.	C. Omisiones	Errores y Omisiones	Variación Reservas
1975	6066	8466	-2399	1818	-4069	4340	609	156	781	-1128		271
1976	6840	8288	-1449	2217	-3435	3265	628	430	551	-2618		-171
1977	7792	7665	127	2212	-1870	2140	556	1345	-2138	-55		270
1978	10743	11336	-593	2847	-3259	3690	824	737	-1420	-98		455
1979	15129	16704	-1575	3958	-5553	5835	1332	-393	-58	598		356
1980	23458	25683	-2225	5841	-8305	9330	2185	-75	5113	-3770		938
1981	28884	33542	-4658	8896	-14074	14775	2537	987	10163	-8594		762
1982	27257	21821	5436	10427	-5316	2431	874	630	-2119	-3958		-3185
1983	27129	12763	14366	9289	5356	-3323	461	-653	-8530	-925		2183
1984	30043	16195	13848	10160	4109	-1958	390	-756	-3568	-973		2354
1985	27411	18382	9029	8990	457	-3188	491	-984	-1789	-1765		-2972
1986	21873	16307	5566	7831	-1792	1704	1523	-816	468	458		-232
1987	27610	17321	10379	7192	3704	1867	3246	-397	-4818	2605		5683
1988	29055	24947	4108	7262	-2613	-4205	2594	1676	-684	-2840		-6788
1989	32863	31009	1764	8083	-4111	4289	3037	438	-933	2775		121
1990	38389	39539	-1150	7765	-6517	8820	2633	-5359	4137	-1661		2018

Fuente: CEPAL.

## BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, M., J. Fuentes y L. Letelier (1994), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Chile", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Arellano, J.P. (1983), "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile: 1974-83", Estudios CIEPLAN, N° 11, diciembre.
- (1988), "Crisis y recuperación económica en Chile en los años 80", Estudios CIEPLAN, N° 24, junio.
- Arida, P. y A. Lara Resende (1985), "Inertial inflation and monetary reform in Brazil", en J. Williamson (comp.), Inflation and indexation: Argentina, Brazil and Israel, MIT Press, Boston.
- Bacha, E. (1986), "Complementación vs. integración. Estilos latinoamericanos de apertura financiera", en E. Bacha, El milagro y la crisis, FCE, México.
- Bacha, E. y P. Malán (1989), "Brazil's debt: from the miracle to the Fund", en A. Stepan (ed.) Democratizing Brazil-Problems of transition and consolidation, Oxford University Press.
- Banco Central de Bolivia y UDAPE (1990), El déficit cuasifiscal en Bolivia 1986-1990, mimeo, La Paz.
- Banco Central do Brasil, Boletim mensal, varios números.
- Banco Mundial (1990), Bolivia. Updating economic memorandum, Washington, D.C., agosto.
- Baqueiro Cárdenas, A. (1991), "El déficit del sector público consolidado con el Banco Central: la experiencia mexicana de 1980 a 1989", Serie Política Fiscal N° 22, CEPAL, Santiago de Chile.
- Bazdresch, C. y S. Levy (1991), "Populism and economic policy in Mexico, 1970-82", en R. Dornbusch, y S. Edwards, The macroeconomics of populism in Latin America, The University of Chicago Press, Chicago.
- Beristain, J., e I. Trigueros (1990), "Mexico", en J. Williamson, Latin American adjustment: How much has happened?, Institute for International Economics, Washington D.C.

- Bodin de Moraes, P. (1990), "La tasa de ahorro nacional del Brasil en los años ochenta", en C. Massad y N. Eyzaguirre, Ahorro y formación de capital, Editorial GEL, Buenos Aires.
- Bonelli, R. y E. Landau (1990), "Do ajuste à abertura: a economia brasileira em transição para os anos 90", PUC, Texto para discussão N° 251, Río de Janeiro.
- Butelman, A. (1990), "La deuda externa chilena en la década de los ochenta", mimeo, CIEPLAN, Santiago de Chile.
- Carciofi, R. (1990), "La desarticulación del pacto fiscal. Una interpretación sobre la evolución del sector público argentino en las dos últimas décadas", Documento de Trabajo No. 36, CEPAL, Buenos Aires.
- Carciofi, R., O. Cetrángolo y G. Barris (1992), "Reformas tributarias en América Latina. Revisión de algunas experiencias de la década del ochenta", mimeo, CEPAL.
- Cardenas, M. y F. Barrera (1994), "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Cardoso, E. (1989), "External factors in inflation stabilization: Brazil and Mexico compared", mimeo, Campinas.
- (1990), "Da inércia à megainflação: o Brasil nos anos 80", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 21, N° 1.
- Carneiro, D. y R. Werneck (1990), "Brazil: growth exercises for the nineties", UNU/WIDER, Helsinki.
- (1991), "Public savings and private investment: requirements for growth resumption in the Brazilian economy", mimeo, PUC, Río de Janeiro.
- Castro, A. y F. Souza (1988), "O saldo e a dívida", Revista de Economia Política, 8 (2), abril/junio, São Paulo.
- CEPAL, Estudio económico de América Latina y el Caribe, varios números, Santiago de Chile.
- (1980-1990), Anuario estadístico de América Latina y el Caribe, varios números.
- (1985-1991), Panorama económico de América Latina, varios números.
- (1989), "O déficit do setor público e a política fiscal no Brasil", mimeo, Santiago de Chile.

- (1990a), "Determinantes del déficit del sector público en Bolivia (período 1980-1987)", Serie Política Fiscal N° 9, Santiago de Chile.
- (1990b), "La política fiscal en Colombia", mimeo, Santiago de Chile.
- (1991a), "El déficit del sector público y la política fiscal en México", Serie Política Fiscal N° 10.
- (1991b), "La transferencia de recursos externos de América Latina en la posguerra", Cuadernos de la Cepal N° 67, Santiago.
- (1992), "Reformas tributarias en América Latina. Revisión de algunas experiencias de la década del ochenta", mimeo, Santiago de Chile.
- Córdoba, J. (1986), "El programa mexicano de reordenación económica, 1983-85", en SELA, El FMI, el Banco Mundial y la crisis latinoamericana, Siglo Veintiuno Editores, México.
- Chávez Alvarez, G. (1990), "Precios públicos y tipo de cambio durante la hiperinflación y estabilización boliviana", Documento de Trabajo N° 04/90, IISEC, Universidad Católica Boliviana, La Paz.
- Chisari, O., J.M. Fanelli, R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1992), "Ahorro público y recuperación del crecimiento en la Argentina", Documento de Trabajo 110, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, DC.
- Damill, M. y R. Frenkel (1991), "Hiperinflación y estabilización: la experiencia reciente", en A. Butelman *et. al.*, Elecciones y política económica en América Latina, Editorial Tesis, Buenos Aires.
- (1992), "Malos tiempos. La economía argentina en la década de los ochenta", en R. Frenkel *et. al.*, Argentina: evolución macroeconómica, financiación externa y cambio político en la década de los ochenta, Fundación Cedeal, Madrid.
- Damill, M. y J.M. Fanelli (1993), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C.
- Damill, M., J.M. Fanelli y R. Frenkel (1992), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Bolivia", Documento CEDES/75, Buenos Aires.
- (1992a), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Brasil", Documento CEDES/76, Buenos Aires.

- (1992b), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Chile", Documento CEDES/77, Buenos Aires.
- (1992c), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Colombia", Documento CEDES/89, Buenos Aires.
- (1992d), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: México", Documento CEDES/90, Buenos Aires.
- DEC-CNI (Departamento Econômico da Confederação Nacional da Indústria), Estudos Econômicos, varios números, São Paulo.
- Domínguez K. y D. Rodrik (1990), Exchange rate management and growth in the aftermath of stabilization: the Bolivian case, mimeo, Harvard University.
- Eyzaguirre, N. y O. Larrañaga (1990), "Macroeconomía de las operaciones cuasifiscales en Chile", mimeo, Santiago de Chile.
- Fanelli, J.M. y M. Damill (1994), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1990a), "El plan austral: un año y medio después" en Políticas de estabilización e hiperinflación en Argentina, Tesis, Buenos Aires.
- (1990b), "Un marco macroeconómico de consistencia para el análisis del ajuste y el cambio estructural en América Latina. Metodología y hechos estilizados", Documento CEDES, N° 44.
- (1991), "Notas metodológicas para un marco macroeconómico", mimeo, CEPAL, Santiago de Chile.
- (1993), "On gradualism, shock treatment and sequencing", en UNCTAD, International, monetary and financial issues for the 1990s, Vol.II, Washington D.C.
- Fanelli, J.M. y J.L. Machinea (1994), "Capital movements in Argentina", mimeo, CEDES, Buenos Aires.
- Fanelli, J. M., R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1990), "Growth and structural reform in Latin America: Where we stand", Documento CEDES/57, Buenos Aires. También en A. Zini Junior (ed.), The market and the State in economic development in the 1990s, North Holland, Amsterdam, Nueva York, Oxford y Tokio (1992); y en Discussion Paper No. 62, UNCTAD, Ginebra (1993).

- Fanelli, J.M., R. Frenkel y L. Taylor (1992), "The World Development Report 1991: A critical assessment", en UNCTAD, International, monetary and financial issues for the 1990s, Vol.I, Washington D.C.
- FEDESARROLLO, Coyuntura económica. Análisis y perspectivas de la economía colombiana, varios números.
- FEDESARROLLO-FESCOL-CLADEI, Coyuntura económica latinoamericana, varios números.
- Ffrench-Davis, R. (1989), "Debt-equity swaps in Chile", Notas Técnicas # 129, CIEPLAN, Santiago de Chile.
- Ffrench-Davis, R. *et. al.* (1990), "La apertura comercial en Chile: experiencias y expectativas", UNCTAD, mimeo, Ginebra.
- Frenkel, R. (1990), "El régimen de alta inflación y el nivel de actividad", en J.P. Arellano (ed.), Inflación rebelde en América Latina, CIEPLAN-HACHETTE, Santiago de Chile.
- (1991), "Notas sobre macroeconomía y crecimiento en Bolivia", Documento CEDES/63, Buenos Aires.
- Frenkel, R. y G. Rozenwurcel (1990), "Restricción externa y generación de recursos para el crecimiento en la América Latina", El Trimestre Económico, LVII, 225, México, enero-marzo.
- Fritsch, W. y G. Franco (1991), "Trade policy in Brazil: past and present", mimeo, PUC, Río de Janeiro.
- García, N. (1993), Ajuste, reformas y mercado laboral, Costa Rica (1980-1990), Chile (1973-1992), México (1981-1991), OIT/PREALC, Santiago de Chile.
- Giambiagi, F. (1989), "O desequilíbrio interno", en IPEA-INPES, *op.cit.*, Río de Janeiro.
- Giambiagi, F. y J.C. Gomes Soares (1991), "Gasto público y deuda externa: una revisión crítica del caso brasileño", Desarrollo Económico, vol. 31, N° 123, Buenos Aires.
- Grupo Técnico UDAPE, SAFCO, Banco Central de Bolivia (1990), Análisis global de la economía boliviana y perspectivas para 1991, mimeo, La Paz.
- Held, G. (1990), "Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera de Chile (1974-1988)", en C. Massad y G. Held (eds.), Sistema financiero y asignación de recursos: experiencias latinoamericanas y del Caribe, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

- IBGE (1991), Contas nacionais, Río de Janeiro.
- IPEA/INPES (1989), Perspectivas da economia brasileira. 1989, Río de Janeiro.
- Larrañaga, O. (1990), "El déficit del sector público y la política fiscal en Chile, 1978-1987", Serie Política Fiscal N° 4, CEPAL, Santiago de Chile.
- (1991), "Autonomía y déficit del Banco Central", Estudios CIEPLAN, Nro 32, junio.
- Larrañaga, O. y J. Marshall (1990), "Ajuste macroeconómico y finanzas públicas Chile: 1982-1988", Serie Política Fiscal N° 6, CEPAL, Santiago de Chile.
- Lopes, F. (1986), O choque heterodoxo, Editorial Campus, Río de Janeiro.
- Lora, E. (ed.) (1991), Apertura y crecimiento. El reto de los noventa, Tercer Mundo Eds., FEDESARROLLO, Bogotá.
- (1992), "La reestructuración económica en Colombia", en J. Vial (comp.), op.cit.
- Lustig, N. (1989), "Hirschman's work and a new development strategy for Latin America: The case of México", Inter-American Development Bank, mimeo, Washington, D.C.
- (1991), "El Pacto de Solidaridad Económica: heterodoxia puesta en marcha en Mexico", en G. Rozenwurcel (ed), Elecciones y política económica, Tesis-Norma, Buenos Aires.
- Marcel, M. (1989), "Privatización y finanzas públicas: El caso de Chile 1985-1988", Estudios CIEPLAN, N° 26.
- Meller, P. (1990), "Chile" en J. Williamson (ed.), Latin American adjustment: How much has happened, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Morales J.A. (1986), "Crisis y política económica en Bolivia de 1982 a 1985", Documento de Trabajo N° 08/86, IISEC, Universidad Católica Boliviana, La Paz.
- (1987), "Estabilización y nueva política económica en Bolivia", en J.A. Ocampo (ed.), Planes antiinflacionarios recientes en América Latina, El Trimestre Económico Num. Especial, México.
- (1990a), "Los problemas de post-estabilización en Bolivia", Documento de Trabajo N° 08/90, IISEC, Universidad Católica Boliviana, La Paz.

- (1990b), "La transición de la estabilidad al crecimiento sostenido en Bolivia", en J.P. Arellano (ed.), Inflación rebelde en América Latina, Santiago de Chile.
- (1991), "Reformas estructurales y crecimiento económico en Bolivia", Documento de Trabajo N° 04/91, IISEC, Universidad Católica Boliviana, La Paz.
- Morales J.A. y J. Sachs (1992), "Bolivia's economic crisis", en J. Sachs (ed.), Developing country debt and the world economy, Chicago.
- Morley, S.A. y A. Fishlow (1987), "Deficit, debt and destabilization. The perversity of high interest rates", en P. Bardhan, A. Fishlow y J. Berhrman (eds), International trade, investment, macro policies and history, North Holland.
- Ocampo, J.A. (1986), "Crisis and economic policy in Colombia, 1980-1985", mimeo, Bogotá.
- (1991), "Determinantes y perspectivas del crecimiento económico en el mediano plazo", en E. Lora (ed.), *op.cit.*.
- (ed.) 1994, Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Oks, D.F. (1991), "Stabilization and growth recovery in México: Lessons and dilemmas", The World Bank, mimeo, Washington, D.C.
- Ortiz, G. (1991), "Mexico beyond the debt crisis: Toward sustainable growth with price stability", en M. Bruno, S. Fischer, E. Helpman and N. Liviatan, Lessons of economic stabilization and its aftermath, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Ortiz, G. y C. Noriega (1991), "Rationalizing the public sector. The Mexican experience in 1982-1990", mimeo, Ministry of Finance, Mexico.
- Otálora C.R. (1990), "La política fiscal boliviana, 1975 a 1988", Documento de Trabajo N° 02/90, IISEC, Universidad Católica Boliviana, La Paz.
- Queiroz, B. y M. Nabão (1990), "O déficit quase-fiscal brasileiro na década de 80", Serie Política Fiscal N° 28, CEPAL-PNUD, Santiago de Chile.
- Reis, E.J. (1989), "A superação da crise atual: ajuste fiscal e renegociação externa", en IPEA/INPES, *op.cit.*
- Rezende, F. (1990), "Tax reform in highly indebted countries: Lessons from the Brazilian experience", en G. Krause-Junk (ed.), Public finance and steady economic growth, Foundation Journal of Public Finance, The Hague, Netherlands.

- Rezende, F., *et.al.* (1989), "A questão fiscal", en IPEA/INPES, *op.cit.*
- Romaguera, P. y P. Meller (1990), "Crisis, ajuste exitoso y costo social: Chile en la década del 80", mimeo, CIEPLAN, Santiago de Chile.
- Ros, J. (1992), "Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México", mimeo, Documento de la Fundación Cedeal, Notre Dame.
- (1994), "Mercados financieros y flujos de capital en México", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Sarmiento, E. (1989), "El desarrollo colombiano: un proceso en desequilibrio", mimeo, Buenos Aires.
- Thorp, R. (1991), Economic management and economic development in Peru and Colombia, Macmillan, London.
- Thorp, R. and S. Ross (1992), The 1985 stabilization programme in Colombia: Case of adjustment with equity?, Working Paper No. 33, World Employment Programme Research, Geneva.
- UDAPE (1985), Análisis de la gestión económica en Bolivia 1982-1985, mimeo, La Paz.
- (1991a), Estadísticas económicas de Bolivia, N° 2, La Paz.
- (1991b), Una revisión del Producto Interno Bruto 1980-1990, mimeo, La Paz.
- Urzúa, C.M. (1990), "El déficit del sector público y la política fiscal en México, (1980-1989)".
- Vial, J. (comp.) (1992), ¿Adonde va América Latina?. Balance de las reformas económicas, CIEPLAN, Santiago de Chile.
- Werneck, R. (1986), "Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 16, N° 3.
- (1987), "Public sector adjustment to external shocks and domestic pressures in Brazil, 1970-1985", Texto para discussão número 163, PUC, Río de Janeiro.
- Williamson, J. (1990), "What Washington means by policy reform", en J. Williamson, Latin American adjustment. How much has happened?, Institute for International Economics, Washington, D.C.