PN-ABM-257 79262

DE LA ESTABILIZACION AL CRECIMIENTO EN AMERICA LATINA

Fernando de Holanda Barbosa
Rudiger Dornbusch
Mário Henrique Simonsen

Centro Internacional para el Desarrollo Económico
Fundación Getulio Vargas

El Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE), es un instituto sin fines de lucro fundado en 1985 para estimular el diálogo internacional sobre política económica, crecimiento económico y desarrollo humano. El Centro auspicia conferencias, publicaciones y proyectos conjuntos de investigación mediante una red internacional de institutos corresponsales, los que distribuyen publicaciones tanto del Centro como de otros miembros de la red. Las investigaciones del Centro y el programa de publicaciones están organizados alrededor de cinco series: Estudios Sectoriales, Estudios de Países, Estudios en Desarrollo Humano y Bienestar Social, Ensayos Ocasionales y una serie de reediciones.

El CINDE está afiliado al Instituto de Estudios Contemporáneos (ICS) de Estados Unidos. Tiene su sede en Panamá y las oficinas administrativas en San Francisco, California.

Para mayor información se ruega contactar al Centro Internacional para el Desarrollo Económico, 243 Kearny Street, San Francisco, California 94108, USA, teléfono: (415) 981-5353; fax: (415) 986-4878.

Consejo Directivo de CINDE

Y. Seyyid Abdulai
OPEC Fund for International Development, Austria
Abdalatif Al-Hamad
Arab Fund for Economic and Social Development, Kuwait
Nicolás Ardito-Barletta
Presidente, CINDE, Panamá
Roy Ash
Ash Capital Partnership, USA
Bruce Rabbitt
Steptoe & Johnson EE.UU.
Raymond Barre
Francia
Roberto Campos
Senador Nacional, Brasil
Carlos Manuel Castillo
Costa Rica
A. Lawrence Chickering
CINDE, EE.UU. (ex oficio)
Gustavo Cisneros
Organización Cisneros, Venezuela
Roberto Civita
Editora Abril, Brasil
A. W. Clausen
BankAmerica Corp., EE.UU.
Robert B. Hawkins, Jr.
Institute for Contemporary Studies, EE.UU.
Ivan Head
International Development Research Centre (IDRC), Canadá
Woo-Choong Kim
Daewoo Corp., Corea
Adalbert Krieger, Vasena
Argentina
Pedro Pablo Kuczynski
Perú
Agustín Legorreta
Inverlat S.A., México
Sol Linowitz
Coudert Brothers, EE.UU.
Jorge Mejía Salazar
Colombia
Saburo Okita
Institute for Domestic and International Policy Studies, Japón
Tomás Pastoriza
Banco de Desarrollo Dominicano, S.A. República Dominicana
John Petty
Petty F&W Associates, EE.UU.
Hari Shankar Singhania
J. K. Organization, India
Stephan Schmidheiny
Anova A.G., Switzerland
Anthony M. Solomon
Institute for East-West Security Studies, EE.UU.
J. J. Vallarino
Consejo Interamericano de Comercio y Producción, Panamá
Amnuay Viravan
Bangkok Bank, Ltd. Thailand
Paul A. Volcker
James D. Wolfensohn, Inc. EE.UU.

De la Estabilización al Crecimiento en América Latina

Editores:

Fernando de Holanda Barbosa
Rudiger Dornbusch
Mario Henrique Simonsen

Centro Internacional para el
Desarrollo Económico (CINDE)
Fundación Getulio Vargas

© 1992 Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE)

Impreso en Chile. Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta publicación puede ser reproducida sin permiso escrito, excepto en casos de breves citas en artículos críticos y reseñas.

La publicación significa que el Centro considera que el trabajo está hecho de forma competente y es digno de consideración pública. Las opiniones, análisis y conclusión del trabajo son aquellos del autor y no deben ser atribuidos al CINDE, sus organizaciones afiliadas, su consejo directivo o las organizaciones que lo apoyan.

Consultas, órdenes y solicitudes del catálogo deben digirirse a ICS Press, 243 Kearny Str. • San Francisco, California 94108, EE.UU. (415) 981-5353. FAX: (415) 986-4878.

ISBN: 1-55815-169-9

Prefacio

América Latina, después de décadas de crecimiento económico satisfactorio en base a un esquema caracterizado por la sustitución de importaciones y la intervención del Estado en la asignación de recursos, cayó durante los años 1980 en una fuerte crisis económica. Es la así llamada "década perdida", en que el PGB por persona se redujo en la mayoría de los países de la región, las tasas de inflación se elevaron considerablemente, el endeudamiento externo alcanzó altos niveles relativos y el Estado perdió credibilidad como rector de la economía.

De la Estabilización al Crecimiento Económico en América Latina, editado por Fernando de Holanda Barbosa, Rudiger Dornbusch y Mario Henrique Simonsen, analiza, en base a un conjunto de nueve artículos escritos por ellos y otros destacados economistas internacionales, los problemas que configuran la crisis, para luego proponer las soluciones de política económica correspondientes. El énfasis está puesto en el estudio de la estabilización de precios y del crecimiento económico, sin ignorar por cierto otros aspectos, entre ellos el rol del Estado, las políticas comerciales y fiscales, el endeudamiento externo, etc.

Además de su rigurosidad, los artículos que componen el libro se caracterizan generalmente por la formalidad con que formulan sus proposiciones, y el esfuerzo de comprobación empírica que hacen de las últimas. En la Introducción se recogen las principales conclusiones de los trabajos, y se integran a una visión global de las principales causas y soluciones de la crisis económica de América Latina.

Los trabajos presentados, y sus conclusiones de política económica, son de indudable interés para los economistas y formuladores de política de la región. Sin embargo, por la forma en que los autores encararon sus temas, este volumen está destinado a transformarse en material de consulta para los estudiosos del desarrollo económico en general.

Nicolás Ardito Barletta
Director General
CINDE

Panamá, 10 de marzo de 1992

Indice

Introducción 9

CAPITULO 1
El Estado, los Mercados Financieros y el Desarrollo Económico 15
Joseph Stiglitz, Stanford University.

CAPITULO 2
Externalidades como Motor de Crecimiento 43
Andrei Shleifer, University of Chicago.

CAPITULO 3
De la Estabilización al Crecimiento 59
Rudiger Dornbusch, MIT.

CAPITULO 4
Desarrollo Económico en América Latina: 1950-1980 87
Eliana A. Cardoso y Albert Fishlow,
Tufts University y University of California, Berkeley.

CAPITULO 5
Política Fiscal y Reconstrucción Económica en América Latina 117
Vito Tanzi, FMI.

CAPITULO 6
Reforma Fiscal y Estabilización: La Experiencia de Brasil 151
Fernando de Holanda Barbosa, Antonio Salazar Pessoa, Brandão y Clovis de Faro,
Fundação Getúlio Vargas.

CAPITULO 7
Crisis Estructural del Sector Público, Déficit Fiscal Potencial y Déficit Reprimido: El Caso de Argentina 179
Mario Brodersohn, Buenos Aires.

CAPITULO 8
Crisis de la Deuda, Transferencias Netas y Tasa de Crecimiento del PGB en los Países en Desarrollo 201
Edmar Bacha, PUC, Rio de Janeiro.

CAPITULO 9
El Problema de la Deuda de los Países de Menor Desarrollo: Un Análisis a través de la Teoría de los Juegos 223
Mario Henrique Simonsen y Sérgio Ribeiro da Costa, Werlang, Fundação Getúlio Vargas.

Introducción

En los años 1980, América Latina pareció marchar en filas cerradas, siendo el gran denominador común la crisis de la deuda, la inflación y la incapacidad del Estado para satisfacer las demandas populares. En 1990 la situación se había tranquilizado, y permitía clasificar a los principales países del área en tres grupos: Chile y México; Venezuela y Colombia y, tal vez, Brasil; y luego Argentina y Perú, a una gran distancia de los anteriores.

Chile y México han experimentado una reestructuración drástica; sus economías actualmente ofrecen la posibilidad realista de un crecimiento sostenido sin riesgo de caer fácilmente en la inestabilidad.

Se podría afirmar que el proceso ha llegado más lejos en Chile que en México, pero esa afirmación subestimaría, tal vez, dos extraordinarios activos de México. Primero, existe un monto que podría llegar hasta los $ 100 billones en capital fugado, que está esperando la oportunidad de regresar para participar en el financiamiento del crecimiento económico. Por supuesto, no todo ese dinero regresará y la parte que lo hará lo está haciendo muy lentamente. Sin embargo, se producirá un influjo de dinero y ese es el ingrediente necesario para traducir el ajuste estructural en un auge económico. El segundo activo de México es su vecindad con EE.UU., y la perspectiva de un pacto comercial entre ambos países.

Sin duda, México ha demostrado su capacidad para desempeñarse como un país manufacturero de bienes de alta calidad producidos a un bajo costo. Esto se ha demostrado no sólo en la industria automotriz, sometida a una inspección rigurosa, sino que también a través de toda su

industria manufacturera. La integración de México a la industria manufacturera de EE.UU. le permitiría el acceso a tecnología y economías de escala, y le significaría una fuente importantísima de desarrollo, impulsado por la productividad y basado en las exportaciones. Este es precisamente el tipo de crecimiento que los países latinoamericanos habían deseado lograr a través de la sustitución de importaciones sin alcanzarlo, a excepción de Brasil.

Algunas lecciones

De la experiencia de la década se obtienen cinco conclusiones:

La reconstrucción de las instituciones económicas, específicamente, la baja inflación, la estabilización fiscal y la calma del mercado financiero, es condición *sine qua non* para volver a una actividad económica normal.

El equilibrio del presupuesto es la piedra angular de la estabilización. La inflación alta habrá erosionado la credibilidad financiera de un país. El financiamiento externo habrá desaparecido y el mercado de capitales interno –si existe– aceptará la deuda estatal a tasas inconvenientes y a plazos peligrosamente cortos. Con el tiempo el equilibrio del presupuesto reestablece la normalidad; primero termina con las emisiones de dinero y luego reduce la presión sobre el mercado de capitales, liberando recursos para la formación de capital privado.

El equilibrio del presupuesto requiere de un esfuerzo de tres puntas: primero, un mejoramiento del régimen tributario, tasas menos distorsionadoras, una base tributaria más amplia y una recaudación muy estricta. Segundo, la reducción de programas de gasto improductivos y con frecuencia regresivos, y la eliminación de prácticamente todos los subsidios. Muchos programas no se pueden justificar ni en base a equidad ni a eficiencia; la historia no es razón suficiente para mantener el despilfarro. En tercer lugar, la privatización es un camino importante para que los gobiernos canalicen los recursos escasos hacia categorías fundamentales de gasto social. Mientras más precario el presupuesto, más poderoso es el argumento a favor de la privatización.

Se debe reducir la inflación, pero es importante evitar el uso del tipo de cambio como principal instrumento de las políticas de estabilización, especialmente si no existe una política presupuestaria simultánea. Si el tipo de cambio es el instrumento principal para bajar la inflación, es inevitable que se produzca sobrevaluación. La sobrevaluación del tipo de cambio pronto se transforma en un problema financiero. Las autoridades se ven obligadas a elevar las tasas de interés para defender el tipo de cambio sobrevaluado y luego las altas tasas de interés comienzan a crear problemas fiscales o quiebras. Al final se derrumba el sistema, con frecuencia después que se han ofrecido garantías acerca del tipo de

cambio como un último recurso para compensar la falta de credibilidad. Por supuesto, dichas garantías se convierten en un pasivo presupuestario importante.

La modernización es una fuente más poderosa de crecimiento que la expansión impulsada por la demanda. Cuando los recursos financieros son escasos, es posible lograr crecimiento a través de un aumento de la productividad, y éste se obtiene como consecuencia de la privatización, eliminación de regulaciones y liberalización comercial.

La liberalización comercial es engañosa, ya que se traduce con mucha mayor rapidez en mayores importaciones que en mayores exportaciones. Por consiguiente, implica un déficit comercial que requiere de financiamiento o ajuste. A no ser que un país esté dispuesto y sea capaz de devaluar (en términos reales) o pueda disponer de flujos financieros externos ampliados, la liberalización comercial se transformará en una crisis comercial. Chile sufrió esa experiencia a fines de los años 1970 y México aún está viviendo el problema.

La mayoría de los esfuerzos de reconstrucción deben ser realizados por el país; el respaldo externo es útil y tal vez esencial, pero no puede ser un sustituto de las principales acciones internas.

A principios de los años 1980 se culpaba a la crisis de la deuda por el mal desempeño macroeconómico de América Latina. Sin embargo, a fines de la década, en la mayoría de los países la deuda era sólo un factor mínimo del caos macroeconómico. El centro del problema lo constituía el mal manejo de la economía, la corrupción interna y un servicio inconstante de la deuda. Por supuesto que existen excepciones –México, por ejemplo– pero en general la afirmación es válida, como en el caso de Brasil, Argentina o Perú.

Brasil experimentó algunos *shocks* favorables después de 1982 con la brusca reducción del precio del petróleo. Más aún, la sabia inversión de una gran parte de la deuda externa en los años 1970 se había traducido en capacidad para ganar divisas y generar grandes excedentes comerciales. No obstante, la transición hacia una hiperinflación también "hecha en Brasil" es la contraparte a una política presupuestaria irresponsable. La deuda influyó hasta cierto punto, pero sólo cuando Brasil, por su propia voluntad, se involucró en conversiones de deuda por capital y en otros programas de conversión con poca justificación económica.

Asimismo, en Perú y Argentina no se puede atribuir a la deuda externa el mal desempeño de los últimos años. En parte, éste se ha debido a que el servicio de la deuda ha sido escaso o insignificante; sin embargo, es mucho más significativa la desaparición de la moralidad tributaria y de la recaudación de impuestos, y la falta de disposición por parte de los gobiernos y del Congreso para permitir que alguna racionalidad prime en la asignación de recursos públicos.

No obstante, si los factores externos no son responsables de que la crisis continúe, ciertamente pueden –y tal vez deben– ser parte de la solución. Más aún, mientras mayor sea la fuga de capitales de un país, mayor será su potencial de financiamiento externo.

El resto del mundo puede desempeñar dos roles. Uno es enjuiciar severamente el mal manejo; en este sentido, los gobiernos de los países industrializados, el Banco Mundial y el FMI no han estado suficientemente dispuestos a advertir a países como Brasil, Argentina y Perú con respecto a su conducta extremadamente irresponsable para con el bienestar económico de sus ciudadanos. ¡La Liga de las Naciones tuvo un mejor desempeño en asuntos de Estado en los años 1920 y mejores resultados en la condicionalidad y la reconstrucción!

También el exterior puede jugar un rol importante reconociendo el mérito de aquellos países que han tomado el camino más difícil y han logrado el progreso necesario. Al final siempre existe una zona gris de incertidumbre; se logra la estabilización, pero permanece el temor de una recaída. Si vuelven los capitales fugados y las reformas se mantienen vigentes, como en el caso de Chile, el progreso se transforma en una forma de vida. El reconocimiento al mérito de esa difícil transición puede contribuir a ganar confianza y otorgar al país el impulso necesario que le permita reunir el apoyo político y económico necesarios para un programa enérgico. Nada de esto está sucediendo. Existe mayor disposición a cerrar los ojos frente a una condicionalidad absurda para Argentina y Brasil, que nadie cree incluso antes de comenzar, en lugar de proclamar fuerte y claramente aquellos casos en que se aprecia el fin de la reconstrucción y el inicio de la transición hacia el crecimiento. México sería un caso que se podría señalar hoy día.

Actualmente, la situación más sensible se refiere al rol del Estado y el modelo económico correcto. La caída del comunismo, y el desastre de las experiencias populistas como en Perú, dejan poca duda acerca de que los programas que se orientan al mercado son la orden del día para los años 1990. Pero, ¿dónde trazar la línea?, ¿qué rol le corresponde al Estado? El péndulo en América Latina ha oscilado hacia uno de los extremos: el Estado hoy día es una palabra sucia, sinónimo de ineficiencia, paternalismo, corrupción e incompetencia. La privatización es la gran esperanza para que los contribuyentes protejan sus billeteras y, a la vez, tengan un mejor nivel de vida. La respuesta es casi acertada, pero no totalmente. El Estado debe achicarse, ser más eficiente y más responsable, pero tiene un rol significativo en dos áreas: primero, las externalidades y la posibilidad de fracaso del mercado permanecen omnipresentes. Efectos positivos o negativos de un acto económico que no recaen directamente, y en su totalidad sobre los agentes privados que deciden acometerlo. Ejemplos típicos son la contaminación y las externalidades positivas de la educación primaria. En presencia de externalidades el sector público puede

ejercer un rol significativo de coordinación de la inversión. Los economistas están muy incómodos porque, caso a caso, se requiere un juicio de si le corresponde un rol al Estado, pero simplemente no hay alternativa. La afirmación de que el mercado sabe más no es válida cuando existen externalidades fuertes y predominan los problemas de coordinación.

También existe un rol fundamental del Estado en el área de la equidad y la pobreza. En este sentido, América Latina es una zona de desastre, lo que es una desgracia considerando sus recursos. Los gobiernos deben intervenir para promover una mayor igualdad y disminuir la pobreza. Por supuesto que la distribución por decreto, los aumentos de salario por mandato, tipos de cambio sobrevaluados o subsidios al transporte público no son políticas adecuadas. La salud y la educación, los servicios de extensión y la capacitación son inversiones más duraderas. Actualmente, muchos gobiernos en América Latina, salvo Chile y México, gastan más tiempo en la organización de mercados de índices de futuros, conversiones deuda por capital, o en otros programas altamente regresivos, que en inversiones básicas para el progreso humano. Esto constituye un veredicto terrible para sus democracias.

En resumen, el Estado necesita una revisón drástica. Supuestamente, la descentralización política y administrativa y mayor responsabilidad de la administración y el Congreso constituyen el primer paso.

América Latina 2001

¿En qué situación estará América Latina en una década más? Hace algunos años se tenía la certeza de que Asia sería la región de los años 1990 y la Cuenca del Pacífico gozaría de un gran crecimiento sin dificultades macroeconómicas, aprovechando las altas tasas de ahorro, la mano de obra calificada y utilizando la nueva tecnología disponible. Actualmente la atención se ha desplazado hacia Europa con las expectativas de que el extraordinario colapso del comunismo elimine un impuesto masivo que debía pagar no sólo Europa Oriental, sino Europa en general. Este continente ha respondido rápido; el europesimismo es asunto del pasado, las tasas de inversión están subiendo, y el crecimiento se está duplicando. Dentro de este panorama optimista ¿hay espacio para América Latina?

Sí, podemos estar optimistas. América Latina está dando la vuelta a la esquina. Chile y México ya lo han hecho. Venezuela está tratando de evitar la experiencia típica latinoamericana, y está avanzando hacia una economía abierta y moderna, intentando escapar de la inflación y los déficits. Argentina ha quedado muy atrás con respecto a sus promesas de los años 1980, pero los recursos permanecen allí y después del *delirium tremens* de 1989/90 hay pocos que creen que pueda haber un retorno a

los antiguos sistemas económicos que han llevado al país tan bajo. Los principios económicos inadecuados en Argentina tuvieron siete vidas, pero éstas ya están todas gastadas, la cuerda es corta y se vislumbra progreso. Incluso en Brasil se reconoce ahora que el pésimo desempeño del país es fruto de un proceso de políticas irresponsables, autoindulgentes y corruptas. Allí también el sector empresarial está impaciente por encontrar un camino hacia la normalidad, para que el país pueda producir y avanzar en lugar de ser detenido por la descapitalización o las "bombas atómicas" económicas.

15

CAPITULO 1

El Estado, los Mercados Financieros y el Desarrollo Económico[1]

JOSEPH E. STIGLITZ
Stanford University

Durante las últimas décadas, los economistas han ofrecido a los países en desarrollo dos prescripciones opuestas para lograr éxito. Una escuela de pensamiento ha considerado el fracaso de los países para desarrollarse como evidencia de una falla masiva del mercado, y ha sugerido que lo que se necesita es la intervención masiva del Estado. Al menos, el Estado debería asumir un rol central en la planificación, asignación de inversiones y créditos, y en el control del comercio internacional[2]. El segundo enfoque considera al Estado más como un problema que como una solución: asegura que mediante la eliminación de las trabas a los mercados, las fuerzas dinámicas del capitalismo conducirían al crecimiento y a la prosperidad en forma natural.

---

[1] Se agradece el apoyo financiero de la Fundación Olin, la Hoover Institution, y la National Science Foundation. Las conversaciones con Ron McKinnon fueron especialmente útiles. Mi trabajo en esta área se ha beneficiado enormemente con las conversaciones a través de los años con Mark Gersovitz, Jonathan Eaton, Andrew Weiss y Bruce Greenwald. Una versión resumida de algunas partes de este trabajo aparece como "Financial Markets and Development", *Oxford Review of Economic Policy*, 1989.

[2] A pesar de que los orígenes intelectuales de esta posición indudablemente son muy antiguos, en las últimas décadas esta escuela ha intentado relacionar los problemas observados en los países menos avanzados con el enfoque general de las "fallas de mercado". Este enfoque comienza con el teorema fundamental de la economía de bienestar, que proporciona una serie de supuestos bajo los cuales las economías de mercado serían, según Pareto, eficientes y luego intenta interpretar situaciones observadas en base a deficiencias de las economías de mercado, relaciona fallas respecto de supuestos específicos del modelo.

Existe una desilusión creciente en el Tercer Mundo con respecto a ambos enfoques extremos. Muchos gobiernos buscan a tientas un enfoque ecléctico, en el que el Estado desempeñe un rol limitado pero vital en el proceso de desarrollo. Pero quienes abogan por estos enfoques "razonables" de las políticas gubernamentales enfrentan un problema: los dos enfoques alternativos tienen una base intelectual claramente articulada, un marco teórico en el cual basarse para orientación. No importa que los supuestos subyacentes sean inapropiados o que algunas de las predicciones centrales de las teorías que sustentan a uno u otro de los enfoques opuestos puedan ser refutadas; estos son refinamientos que conciernen a los académicos. La ideología cumple la función vital de proporcionar respuestas rápidas –aunque no siempre apropiadas– para las interrogantes difíciles.

El objetivo de este trabajo es presentar un bosquejo de los fundamentos intelectuales del enfoque central de la intervención estatal equilibrada, concentrándose en particular en los mercados financieros, y explicar por qué se cree que ambas alternativas, con enfoques opuestos, no tienen una base intelectual de peso. Ambos enfoques extremos tienen dos factores en común: una inclinación hacia prescripciones simples para resolver problemas complejos, y una explicación del fracaso de sus recetas en los casos en que han sido atribuidas al fracaso del paciente, basadas en el no seguimiento del curso del tratamiento prescrito en su totalidad.

Se centrará la atención en el rol del Estado en los mercados financieros. Esto se debe, en parte, al consenso general con respecto al papel central de los mercados financieros en el desarrollo económico y, por otra, a causa de la extrema divergencia de las perspectivas sobre el rol apropiado para el Estado en este ámbito.

Se comienza con dos afirmaciones sobre la experiencia histórica del rol de los mercados financieros y del Estado en el desarrollo económico:

1. Los gobiernos han desempeñado un rol central –si éste ha sido favorable o desfavorable se puede discutir– en la evolución de la mayoría de los países que hoy día figuran entre los más desarrollados. Este trabajo se preocupa particularmente por el rol del Estado en los mercados financieros. En los Estados Unidos los ferrocarriles recibieron considerables concesiones de tierra, las que les significaron un importante activo que les permitió captar capital mediante la emisión de bonos. Incluso hoy en EE.UU., más de la cuarta parte de los préstamos (a individuos o empresas privadas) se conceden con garantía estatal o son intermediados por agencias de préstamo gubernamentales. En Japón se cree que el MITI desempeñó un papel fundamental en la determinación de qué industrias obtenían crédito. Uno de los puntos principales de los programas de nacionalización en la mayoría de los países es la nacionalización de las industrias bancarias.

2. Los mercados accionarios que funcionan bien han desempeñado un rol relativamente insignificante en el desarrollo económico. Incluso hoy día, en los países desarrollados, una fracción relativamente pequeña de los fondos nuevos se obtiene en los mercados accionarios.

La mayoría, pero no todos los esfuerzos de desarrollo han supuesto empresas que requieren montos considerables de capital. Estas acumulaciones de capital se pueden lograr de cuatro formas principales: a) acumulación de capital por parte de familias; b) acumulación en empresas corporativas; c) acumulación voluntaria de capital a través de los mercados de capitales (incluyendo los bancos); y, d) acumulación "forzada" de capital a través del gobierno[3]. Pero el desarrollo exitoso no sólo requiere acumular capital, sino que además precisa de una asignación y un manejo apropiados de éste. Ello implica buscar diferentes oportunidades de inversión para detectar aquellas que tengan más posibilidades de proporcionar altos retornos y manejar las oportunidades de inversión, de modo de asegurar que cumplan con su potencial.

Los problemas de acumulación y asignación de capital están, por supuesto, íntimamente ligados. Cuando el capital es acumulado por una familia, no hay separación entre la propiedad y el control, o para expresarlo en una jerga más a la moda dentro de la economía de información moderna, no hay problema mandante-mandatario. La familia tiene el incentivo claro de asegurar que los fondos se gasten bien. Por supuesto, si la familia maneja muchas empresas, sólo puede dedicar parte de sus energías a cada proyecto y debe delegar una parte considerable. De ahí surgen inevitablemente problemas mandante-mandatario, pero al menos existe el incentivo claro de asegurar que las empresas sean manejadas lo mejor posible.

En todo caso, el intensificado sentido de igualitarismo de las sociedades modernas ha tenido como consecuencia que la mayoría de los gobiernos impongan impuestos que inhiben las grandes acumulaciones por parte de las familias.

Algunas grandes aglomeraciones se producen en las corporaciones donde, como nos hemos ido dando cuenta cada vez más, a menudo los intereses de quienes las manejan son diferentes de los que nominalmente son sus propietarios. A estas alturas existe evidencia sustancial que sugiere que en muchos momentos los administradores abogan por, y realizan acciones que no maximizan el valor de mercado de la empresa[4].

---

[3] Las políticas del gobierno pueden, de hecho, canalizar el ahorro a grandes empresas del sector privado o ser usadas en grandes proyectos del sector público.

[4] La evidencia más clara se relaciona con la forma en que la empresa responde a los impuestos y a las adquisiciones de empresas. Ver Stiglitz (1982a) y Shleifer y Vishny (1988).

Los mercados de capitales –que permiten las acumulaciones voluntarias– aunque son de importancia crítica, enfrentan, como se muestra en la próxima sección, limitaciones serias que surgen de la información imperfecta e incompleta.

En forma creciente nos hemos dado cuenta de las limitaciones del gobierno dentro del mercado de capitales. Los gobiernos dan origen a los problemas mandante-mandatario, como se les podría llamar a falta de un término mejor. La concesión de préstamos a tasas de interés inferiores a las tasas "actuarialmente" apropiadas, constituye una excelente vía para que los gobiernos proporcionen subsidios ocultos a sus amigos y partidarios: nadie va a saber que el préstamo no se podía justificar desde un punto de vista económico (a no ser que, o hasta que, el prestatario no cumpla). Incluso si se atacase al gobierno por ello, éste siempre puede recurrir a objetivos sociales más amplios. El alcance potencial del abuso de los programas públicos de préstamo y las dificultades para controlar esos abusos, hacen que estos programas sean problemáticos, incluso si se les pudiera justificar con otras razones (tema al que se volverá más adelante).

Entonces, desde este punto de vista, se enfrenta un segundo problema: ninguno de los métodos que permiten la acumulación de capital está libre de deficiencias y dificultades.

Este trabajo está dividido en tres secciones. En la primera se explica la importancia de los mercados de capitales y sus limitaciones. En la segunda se utilizan estos resultados como una base para criticar lo que se ha llamado los dos enfoques extremos de las estrategias de desarrollo. En el tercero se utiliza el análisis de la segunda parte para abordar varios problemas de las políticas.

1. Aspectos de la teoría de los mercados de capitales

a) Sobre la importancia de los mercados de capitales

Los mercados de capitales desempeñan varios roles fundamentales: reúnen los ahorros y asignan fondos. En el cumplimiento de estas funciones, los fondos se deben asignar no sólo entre los sectores que compiten entre sí, sino que también entre equipos administrativos (empresas) que compiten. Dentro de los mercados de capitales, los bancos desempeñan un rol claro: habiendo asignado los fondos, continúan realizando un rol importante en cuanto a asegurarse de que los fondos sean usados en la forma prometida por el prestatario, y que al responder a contingencias nuevas, el prestatario tome en cuenta los

intereses de los que facilitan el capital. A la vez que proporcionan estos servicios, reducen los riesgos que enfrentan los ahorrantes permitiendo la diversificación.

Los fondos requeridos para realizar inversiones de cualquier escala están, como se ha destacado, fuera del alcance de la mayoría de los empresarios. Los bancos y otras instituciones financieras captan los ahorros relativamente pequeños de un gran número de individuos, los reúnen, y así disponen de fondos para empresas de mayor escala. Esto es socialmente deseable por la importancia de los efectos de escala: si cada individuo estuviese limitado a las inversiones que él pudiese financiar por sí mismo, los retornos serían igualmente limitados. Siempre será un rol importante, incluso si todos los individuos fueran idénticos y, por consiguiente, el banco pudiera asignar los fondos simplemente eligiendo al azar a un individuo para recibir el préstamo.

Sin embargo, los individuos no son idénticos. Algunos son mejores administradores que otros, y algunos tienen mejores ideas que otros. Una función central de las instituciones financieras es evaluar cuáles administradores y cuáles proyectos son los que tienen mayor probabilidad de proporcionar mejores retornos.

Más aún, una vez que se ha concedido el préstamo, es importante controlar que los fondos se gasten en la forma prometida y que el proyecto se administre bien.

Estas dos funciones de las instituciones financieras han sido denominadas como funciones *clasificadora* y *de control* [5].

b) **Estructura financiera**

La forma en que se proporciona el capital tiene consecuencias tanto en la forma en que se realizan las funciones de clasificación y control como en el comportamiento de los prestatarios. Las tres formas más importantes en que se proporciona capital es a través de capital accionario, préstamos de largo plazo y préstamos de corto plazo.

I. Capital accionario

Desde el punto de vista del empresario, el capital accionario tiene dos ventajas claras. Se comparte el riesgo con el que facilita el capital, y no existe una obligación establecida para el pago de los fondos. Así, si los tiempos están malos, se suspenden los pagos a los que facilitan el capital. La empresa no enfrentará la quiebra y no se verá forzada a tomar medidas

[5] Ver Stiglitz y Weiss (1989).

extremas con el fin de evitar la quiebra. Desde el punto de vista social, el capital accionario tiene una gran ventaja: como los riesgos son compartidos entre el empresario y el que facilita el capital, si se produce una declinación de la economía, normalmente la empresa no reducirá su producción tanto como lo haría en el caso de financiamiento de deuda (ver Greenwald y Stiglitz [1988b, 1988c]).

Sin embargo, el capital accionario tiene algunas desventajas evidentes. Puesto que los empresarios no tienen un compromiso establecido (y como deben compartir los retornos de su esfuerzo con los demás accionistas) se atenúan los incentivos. Como los accionistas sólo obtienen una fracción de las utilidades, los administradores tienen un aliciente para desviar las utilidades en beneficio propio (no sólo beneficios económicos adicionales, sino también la adquisición de conocimientos y destrezas que mejoran su posición en el mercado)[6]. La literatura reciente ha destacado cómo la información imperfecta proporciona explicaciones teóricas de por qué la absorción de empresas y otros mecanismos de mercado sólo proporcionan una disciplina limitada sobre el comportamiento gerencial y, por consiguiente, por qué los gerentes tienen tanta autonomía[7]. Estos problemas de incentivos han recibido considerable atención en el último tiempo, a medida que sale a la luz el despilfarro de las extraordinarias ganancias que recibieron las ricas compañías petroleras durante los años de las altas utilidades del petróleo. Exxon con su pérdida de 500 mil millones de dólares en Reliance y Mobil con su pérdida en Montgomery Ward, son sólo dos de muchos casos. De hecho, el aumento de valor que se ha asociado a la reestructuración financiera corporativa, aumentando la deuda de la empresa, con frecuencia se atribuye, en parte, al hecho de que con una deuda alta, los administradores se ven obligados a trabajar mucho, se encuentran con sus espaldas hacia la pared[8, 9].

---

[6] Existe a estas alturas gran cantidad de evidencia empírica para estos puntos de vista. Los administradores no sólo gastan recursos para mejorar su valor en el mercado, sino que también toman medidas para hacer que sea más difícil para la empresa reemplazarlos. Esto se llama atrincheramiento gerencial. Ver Shleifer y Vishny (1988).

[7] Ver Grossman y Hart (1980), y Stiglitz (1988b, 1985). Para un precursor de estos argumentos, ver Berle (1926).

[8] Robert Hall se ha referido a esta teoría como la teoría "de espaldas hacia la pared" de las finanzas corporativas. Los primeros estudios que destacaron el rol de las finanzas en los incentivos gerenciales incluyen a Jensen y Meckling (1976) y Stiglitz (1974), quienes indicaron la estrecha analogía entre los asuntos del incentivo tradicional en la literatura de medierías, y problemas similares en las empresas corporativas modernas. Para un estudio más reciente, ver Jensen (1988).

[9] Se debe destacar brevemente otros tres mecanismos para asegurar que los que obtienen los fondos de terceros traten a los facilitadores del capital en la forma prometida: a) la reputación de una empresa puede ser importante si ésta desea volver al mercado de capitales para captar fondos nuevamente en el futuro. Sin embargo, los mecanismos de reputación sólo son efectivos si las empresas desean captar capital adicional, y el efecto de señal adversa asociado con nuevo capital accionario puede determinar que las empresas sean especialmente reacias a volver a entrar el mercado

Más aún, los empresarios que tienen mayor disposición a vender las acciones de sus empresas incluyen a los que creen, o saben, que el mercado ha sobrevalorado sus acciones. Existen, por supuesto, buenas razones para emitir acciones –los individuos que tienen aversión al riesgo, con buenos proyectos de inversión y que requieren más capital del que tienen, también emiten acciones. Sin embargo, estos individuos y compañías están mezclados con otros que ven una oportunidad para sacar provecho de la ignorancia del mercado. Desgraciadamente, el mercado no puede distinguir fácilmente entre los dos. Por consiguiente, la emisión de nuevas acciones es asociada a una señal adversa (por regla general, el valor de las acciones de las compañías disminuye cuando emiten acciones). Esto actúa como un impedimento importante para la emisión de acciones[10].

En la mayoría de los casos, las desventajas de las acciones parecerían sobrepasar sus ventajas, incluso en las economías más desarrolladas. Se obtiene relativamente poco capital a través de las nuevas emisiones de acciones, e incluso mediante emisiones secundarias de acciones (en que un accionista principal comparte sus acciones, ya sea con el fin de diversificar su cartera o gastar su dinero).

Sin embargo, la emisión de acciones en los países más desarrollados tiene varias ventajas claras que no existen en la mayoría de los países menos desarrollados. La existencia de mercados secundarios de valores bien organizados determina que las acciones sean particularmente atractivas, aumenta la liquidez y facilita la diversificación de las carteras.

Los procedimientos habituales de contabilidad (impuestos por las autoridades tributarias y por los organismos reguladores de valores del Estado) reducen los problemas planteados por la burla administrativa franca. Además determinan que sea más difícil que los inversionistas sean engañados mediante prácticas dudosas, incluyendo los esquemas de Ponzi. Los administradores todavía pueden desvalijar la empresa –en el episodio reciente de la absorción de una compañía se llevaron más de

---

accionario, al menos durante un período considerable (ver Gale y Stiglitz [1989]). Más aún, los mecanismos de reputación se tornan especialmente ineficaces cuando las empresas enfrentan amenazas de quiebra (ver Eaton, Gersoviz y Stiglitz [1986] para un análisis general de estos problemas). En los países menos avanzados, la ausencia de una buena reputación puede colocar a las instituciones financieras nacionales en desventaja y servir de barrera para la entrada. b) Las leyes de valores y fraude pueden imponer restricciones importantes en la forma que las empresas tratan a sus proveedores de capital. En muchos países menos avanzados, los sistemas legales son, sin embargo, lentos e ineficaces. c) En las sociedades tradicionales, la confianza (vínculos étnicos) puede proporcionar un mecanismo de aplicación eficaz. En el proceso de desarrollo, sin embargo, estos vínculos se pueden debilitar, perjudicando la eficiencia con que funciona el mercado de capitales.

[10] Greenwald, Stiglitz y Weiss (1984), Stiglitz (1982) o Myers y Majluf (1984) proporcionan los argumentos teóricos. Para evidencia empírica, ver, por ejemplo, Asquith y Mullins (1986).

$ 100 millones– pero como es habitual, la cantidad que se apropian representa una pequeña parte de los activos. En las etapas iniciales de las economías capitalistas, se produjeron muchos escándolos en el mercado de valores. Dada esta historia, y la facilidad con que aparentemente las empresas se pueden aprovechar de los corredores de bolsa, es tal vez increíble que los mercados accionarios funcionen tan bien como lo hacen.

Sin embargo, debemos tener en cuenta el rol bastante limitado que desempeñan en la captación de capital en los países desarrollados. En mi opinión, la esperanza de reunir cantidades significativas de capital por esta vía, en los países menos desarrollados, parece poco razonable[11].

---

[11] La evidencia es resumida en Mayer, 1989: las nuevas emisiones de acciones durante el período 1970-1985, como porcentaje del financiamiento neto, fueron negativas para Finlandia, el Reino Unido y los EE.UU., y sólo 2,2% para Canadá y 0,6% para Alemania.

Los críticos pueden señalar que en determinados momentos, los mercados de valores han captado cantidades apreciables de recursos (ver, por ejemplo, Taggart [1988], quien cita cifras de hasta 19% para el período 1923-39). Taggart destaca que las emisiones de acciones preferentes de los servicios públicos son responsables del aumento de la emisión de acciones desde 2% en los años 60 a 3% en los años 70. Las acciones preferentes no sufren algunos de los problemas de "cumplimiento" asociados con las acciones ordinarias; más aún, puesto que los servicios públicos son regulados y, por lo tanto, están muy controlados, no sufren algunos de los problemas de control asociados a las acciones de otras industrias.

El éxito temporal de un instrumento financiero para captar capital no garantiza su viabilidad en el largo plazo. Los inversionistas demoran algún tiempo en aprender las características relevantes de un valor, y los administradores tardan en comprender todas las formas en que pueden manipular los valores. Así, los "bonos de renta" (income bonds) podrían presentar ventajas en cuanto a la participación de riesgos sobre los bonos tradicionales, sin los problemas de cumplimiento asociados a las acciones ordinarias; sin embargo, los inversionistas finalmente aprendieron que las empresas podían manipular el valor del ingreso, y que estaban inadecuadamente protegidos. Así, los bonos de renta se hicieron impopulares. Los "bonos basura" (junk bonds) son un instrumento que recientemente ha gozado de una popularidad considerable en los EE.UU. Tienen intereses nominales más altos que los bonos corrientes. Sin embargo, la pregunta es: ¿serán esos intereses los suficientemente altos para compensar el riesgo adicional? A pesar de que la experiencia con estos bonos es muy limitada como para sacar conclusiones, la evidencia preliminar sugiere que las tasas de incumplimiento de los "bonos basura" que han estado en circulación por un número de años son tan altas que los retornos reales no son mayores que los de bonos más seguros. Una importante recesión en los EE.UU., con un alto incumplimiento concomitante, alejaría a los inversionistas de los "bonos basura". Los escándalos en el mercado de valores del Reino Unido a comienzos de siglo contribuyeron a una baja en la emisión de acciones en ese país (ver, Kennedy, 1987, para un excelente relato de estos hechos).

Actualmente los inversionistas de los países menos desarrollados conocen toda la experiencia del abuso de acciones, incluso en sociedades con sistemas legales que funcionan bastante bien. Esto los debería preocupar con respecto a lo que sucedería en sus países. Ver Greenwald y Stiglitz (1989b) para un análisis más extenso sobre el desarrollo de los mercados financieros y sus relaciones con los cambios en los sistemas legales.

II. Préstamos de corto plazo

Los préstamos bancarios de corto plazo otorgan mucho menos discreción a las empresas: éstas son fuertemente controladas. Deben pagar intereses y el banco puede exigir la devolución de sus fondos en cada una de las fechas de vencimiento. Así, aunque nominalmente los accionistas controlen la firma, los minoritarios no ejercen un control real, y con frecuencia los bancos ejercen una influencia considerable sobre las acciones de la empresa. Su negativa a renovar un crédito puede tener serios efectos adversos sobre la empresa, y de ahí que las empresas tengan gran interés en cumplir las exigencias de los bancos[12]. La supervisión de los préstamos es, por supuesto, uno de los principales roles económicos del banco: el rol de controlar mencionado anteriormente.

Existe una diferencia importante entre los acuerdos contractuales y la naturaleza económica real de la relación. El prestamista sólo puede obligar al prestatario a pagar la cantidad adeudada si éste tiene fondos; si no los tiene, puede obligarle a quebrar. Sin embargo, hacerlo implica costos económicos significativos, lo que reduce la cantidad que el prestamista podría recuperar finalmente. Por lo tanto, el prestatario con frecuencia puede "forzar" al prestamista a conceder más crédito –o al menos a no obligarle a pagar el monto adeudado. El prestamista lo sabe, y esto puede influir en su conducta. (Esto explica por qué los bancos detestan facilitar capital insuficiente para los proyectos, sabiendo que pueden ser "obligados" a conceder más crédito más adelante). La experiencia con la deuda del Tercer Mundo constituye una evidencia clara de la importancia de este fenómeno[13]. La posibilidad de que se presenten conductas que posteriormente pueden llevar a "préstamos fozados" incentiva más aún a los bancos a controlar a los prestatarios.

Los mercados de préstamos son claramente diferentes de los mercados de "subasta" que caracterizan a otros bienes y servicios. La descripción tradicional de texto caracteriza al mercado de préstamos igual al mercado de sillas o mesas, siendo el precio (la tasa de interés) el que equilibra la oferta y la demanda. Sin embargo, esta visión es incorrecta, ya que omite la propiedad esencial de los préstamos –no son intercambios contemporáneos, sino que es un intercambio de fondos por una de las partes a cambio de una *promesa* de devolución en el futuro. Omite la heterogeneidad esencial de los contratos de préstamo, las diferencias en la probabilidad de incumplimiento. Omite, además, los problemas

---

[12] La opinión de que los bancos pueden ejercer un control más eficaz sobre el capital que los accionistas minoritarios es desarrollada en Ber (1926) y Stiglitz (1985).

[13] Para un análisis teórico inicial de estas procupaciones con la deuda de corto plazo, ver Hellwig (1977) y Stiglitz y Weiss (1981). Para un análisis de la deuda del Tercer Mundo desde esta perspectiva, ver Eaton, Gersovitz y Stiglitz (1986).

esenciales de información: mientras que el prestamista sabe que los diferentes prestatarios difieren en cuanto a la probabilidad de incumplimiento, no puede asegurar cuáles prestatarios tienen una alta probabilidad de incumplimiento; y a pesar de que el prestamista sabe que los prestatarios pueden realizar acciones que pueden influir en la probabilidad que se les devuelva la cantidad prestada, no puede controlar esas acciones[14].

A continuación se presentan tres consecuencias importantes: primero, el proceso de asignar crédito (y controlar su uso) no se deja simplemente al mercdo, con los diferentes prestatarios compitiendo por los fondos ofreciendo pagar tasas de interés más altas. Los bancos investigan a los solicitantes de créditos. Segundo, como consecuencia del "fenómeno de selección" ("adverse selection") y de los efectos adversos sobre los incentivos asociados con las alzas de la tasa de interés (es decir, a medida que aumenta la tasa de interés cobrado, la "calidad" de la composición de solicitantes cambia negativamente, y los solicitantes aprobados emprenden proyectos más riesgosos)[15], los bancos no elevan las tasas de interés incluso cuando hay exceso de demanda de crédito. La tasa de interés no desempeña su rol de despejar el mercado. El equilibrio del mercado puede ser, y frecuentemente es caracterizado por el racionamiento de crédito. Tercero, los contratos de préstamo tienen muchas disposiciones además de las tasas de interés, que afectan tanto las acciones a realizarse por los prestatarios como la composición de solicitantes de crédito. A pesar de que estos términos ajenos al precio (como la garantía) pueden afectar la magnitud del racionamiento de crédito, no lo eliminan (ver Stiglitz y Weiss, 1986, 1990). Más aún, los bancos pueden responder a los incumplimientos cortando el crédito, y no mediante el aumento de la tasa de interés cobrado a préstamos posteriores.

Así, los mercados de préstamo enfrentan aspectos diferentes de los tres problemas de *ejecución,* selección, e incentivos que los enfrentados por los mercados accionarios. Siempre que la empresa no quiebre, el problema de "ejecución" no es tan serio: no hay necesidad de asegurarse con respecto a las utilidades de la empresa. La empresa tiene un compromiso simple. Pero como se ha sugerido, aún subsisten problemas de *ejecución:* en caso de quiebra, el banco deberá velar porque el prestatario no oculte fondos; y como se ha argumentado, este último puede intentar extraer más fondos del prestamista bajo la amenaza de quiebra.

---

[14] Estos argumentos también se aplican a los mercados accionarios.
[15] Ver Stiglitz y Weiss (1981).

En el caso de capital accionario, el problema de selección se centra en las empresas con bajas expectativas de retorno; en los mercados de préstamo, el problema de selección se centra en las empresas con altas probabilidades de incumplimiento.

En tanto, el problema de incentivo para los mercados accionarios se centra en la disminución de los incentivos para los gerentes. En los mercados de préstamo, puesto que los prestatarios se pueden quedar con todo lo que la empresa obtiene en exceso de lo que ha pedido prestado, los incentivos al esfuerzo son buenos (y como se ha sugerido, pueden ser reforzados por la preocupación de las empresas con respecto a la quiebra). Sin embargo, existen incentivos de riesgo negativos: las empresas no otorgan suficiente atención a los retornos en los casos en que quiebran[16]. Cuando las empresas tienen una alta probabilidad de incumplimiento, estas distorsiones de los incentivos pueden ser bastante significativas.

Finalmente, aunque en principio tanto los proveedores de préstamos y de capital accionario tienen un incentivo para controlar las acciones del prestatario, los prestamistas pueden estar en una posición más eficaz para hacerlo a través de su capacidad de retirar el crédito. Y mientras que corrientemente existen muchos dueños de acciones, cada empresa sólo tiene un facilitador, o a lo más, unos pocos facilitadores de préstamos. Esto significa que el problema de "bien público", asociado con el control –de asegurar que el prestatario realice acciones acordes con los intereses de los prestamistas– es menor para los préstamos que para el capital accionario[17].

III. Bonos

Los bonos representan un término medio entre los préstamos de corto plazo y el capital accionario. Con el bono, la empresa tiene un compromiso fijo debiendo pagar intereses cada año y el capital en una fecha determinada. Como consecuencia, surgen todos los problemas analizados anteriormente para los préstamos.

Los bonos tienen una ventaja significativa y varias desventajas. Puesto que el prestamista no puede retirar los fondos, incluso si no está conforme

---

[16] Este aspecto de la discrepancia entre los intereses de las empresas y los facilitadores de capital fue destacada en Stiglitz (1972).

[17] Es decir, puesto que los que facilitan una forma particular de capital son tratados de la misma manera, si cualquier facilitador toma medidas (por ejemplo, controlar las acciones de la empresa) que aumenten sus retornos, todos los demás miembros de la categoría se beneficiarán de la misma forma. Esto origina un problema clásico de beneficio público: la administración de una empresa es un bien público. Ver Stiglitz (1985). Shleifer y Vishny presentan evidencia que las empresas cuyas acciones están concentradas, en realidad se comportan más de acuerdo con los intereses de los accionistas.

con las medidas que está tomando la empresa, ésta no está tan atada de manos como en el caso de los préstamos. Esto tiene la ventaja de permitir a la empresa perseguir políticas de largo plazo, pero tiene el inconveniente de permitir a la empresa seguir políticas que afecten negativamente los intereses de los tenedores de bonos. Las cláusulas de los bonos pueden estipular algunas restricciones, pero ellas generalmente sólo prevén algunas de las posibles contingencias que pueden enfrentar las empresas. El torrente reciente de absorciones de empresas y reestructuraciones financieras corporativas han afectado negativamente a los tenedores de bonos y, sin embargo, ellos tienen muy poca influencia en estos procesos.

Podría existir una segunda razón por la cual los bonos juegan un rol relativamente pequeño en la captación de capital, incluso en los principales países industriales. Puede emitir un señal adversa asociada a la negativa por parte de una empresa a ser controlado de cerca. Una empresa que sabe que tomará medidas seguras y que sus proyectos son realmente buenos, estará dispuesta a someterse al escrutinio permanente de sus banqueros. Los que no desean este control incluyen a los que piensan que existe una alta probabilidad de que a la larga sean rechazados. Por lo tanto, incluso si existiesen economías asociadas a los compromisos de largo plazo es posible que el mercado no ofrezca estos compromisos[18].

c) Bancos versus mercados

En los últimos años se ha observado una creciente dependencia de los mercados –en lugar de los bancos– como fuente de capital. ¿Cuáles son las causas y consecuencias de esto? Una posible explicación es que probablemente los costos de transacción sean menores. La competencia entre los bancos puede ser limitada (en parte, debido al rol que desempeña la información como barrera a la entrada), y es posible que las empresas que tienen una posición financiera firme y prestigio a nivel del público sean capaces de captar fondos a través de los mercados, a tasas de interés comparables y con cargos menores. El recurrir a los mercados para captar fondos tiene además otra ventaja adicional, pero con una desventaja asociada. La empresa que utiliza el mercado (por ejemplo obtiene préstamos emitiendo documentos comerciales o bonos) puede ser menos afectada por los cortes de crédito impuestos por las autoridades monetarias. En tales períodos, es posible que las empresas que dependen del crédito bancario se den cuenta de que deberán conformarse con la obtención de menos crédito, o emitir documentos comerciales; pero de

[18] A la vez, se debe reconocer que el compormiento a corto plazo puede tener efectos adversos en el largo plazo.

hacerlo, pueden estar en desventaja con respecto a otras empresas que lo han hecho regularmente[19]. Por otro lado, es posible que las empresas que dependen de los bonos de largo plazo para la mayor parte de su financiamiento se den cuenta que pueden responder con menos flexibilidad a circunstancias cambiantes. Las empresas que están en una buena posición financiera pueden percibir que no necesitan ser tan flexibles, en cuyo caso la disposición a depender del financiamiento a través de bonos se transforma en una señal *positiva* (y no en una señal negativa, como se sugirió anteriormente).

Si el financiamiento a través del mercado es realmente menos flexible que el financiamiento bancario, el cambio podría tener consecuencias significativas para la estabilidad macroeconómica de la economía: Greenwald y Stiglitz (1988b, 1988c), Stiglitz y Wess (1990) y Bernanke y Gertler (1989) han argumentado que las restricciones financieras desempeñan un rol central en las fluctuaciones comerciales de la economía.

d) La distinción y los vínculos entre los mercados de capitales primarios y secundarios

Hasta el momento el análisis se ha centrado en el rol de los mercados de capitales para la obtención de capital nuevo. El término "mercados de capitales" (como el término capital) se usa de diversas maneras y muchas de las actividades clasificadas bajo ese encabezamiento sólo se relacionan levemente con la función primaria que se ha descrito, de captar y asignar capital nuevo. Los mercados en los cuales se comercializan activos financieros, a veces se denominan *mercados de capitales secundarios*. De hecho, sólo una pequeña fracción de los recursos de la industria financiera se destina a captar y asignar capital.

Keynes comparó el mercado financiero secundario (mercado de valores) a un concurso de belleza, en el sentido de que los miembros del jurado se preocupan no de determinar quién es la concursante más bella, sino que a quién elegirían los demás miembros del jurado como la concursante más hermosa (o, tal vez en forma más precisa, debió afirmar "a quién los demás miembros del jurado considerarán que los demás miembros del jurado elegirán como la concursante más bella..."). Otros (Stiglitz, 1982) han sugerido que el mercado de valores se puede

---

[19] Por supuesto, que esto no se cumpliría si los mecados de crédito funcionaran como mercados de subastas, en que el documento comercial de una empresa fuera perfectamente sustituible por el documento comercial de otra. Los prestamistas potenciales deben decidir si una empresa en particular que está recurriendo al mercado de documentos comerciales lo está haciendo debido a una restricción de crédito general, o porque su banco sabe que su capacidad crediticia ha declinado, y le ha cortado el crédito.

considerar como un casino de juego. Es imposible reconciliar el comportamiento de este mercado con individuos racionales que tienen aversión al riesgo.

Mientras que la habilidad de los individuos para negociar en el mercado secundario indudablemente hace que los valores sean más atractivos, Keynes, al igual que muchos otros autores más recientes (como Hirshleifer, 1971; y Stiglitz, 1971) han sugerido que mucha de la actividad especuladora de corto plazo tiene un valor social neto de cero o negativo. A pesar de que es verdad que el mercado de valores puede ser eficiente, reflejando toda la información disponible[20], esa información tiene un efecto insignificante sobre la asignación de recursos. Las empresas no dependen ni pueden depender de la información comunicada por el mercado de valores (cualquiera que ésta sea) para tomar sus decisiones de producción e inversión (ver Stiglitz, 1989). Un individuo al obtener información antes que otro, puede ser capaz de "convencer" a otro que le compre, o le venda, sus acciones. Pero estas transacciones sólo afecta a quien obtiene los recursos de la sociedad y no afectan el nivel de producción. En otras palabras representan actividades privadas que persiguen la generación de rentas.

Se destaca esto porque con frecuencia se confunden los dos aspectos de los mercados financieros. El mercado secundario ha sido sujeto de muchas de las innovaciones recientes en los mercados financieros. Se han inventado nuevos instrumentos. Las transacciones se pueden registrar con mayor rapidez. Sin embargo, los mejoramientos en el mercado secundario no significan necesariamente que la economía funciona en forma más eficiente [de hecho, Stiglitz y Weiss (1989) han demostrado que algunas de las innovaciones financieras, como el registro más rápido de las transacciones, en realidad, puede reducir claramente el bienestar]. En particular, es posible que con ellos los mercados financieros primarios no desempeñen mejor sus funciones[21].

Estas observaciones son importantes, ya que nos advierten con respecto a pensar que los mejoramientos de los mercados financieros secundarios, o la disminución de las regulaciones gubernamentales de los mercados financieros secundarios, necesariamente, o incluso, normalmente, mejorarán la eficiencia de la economía.

---

[20] Aunque si fuese verdaderamente eficiente en ese sentido, nadie tendría incentivo para reunir información y, por lo tanto, la única información que se reflejaría en el precio del mercado sería información gratis (aunque en este caso puede no ser totalmente sin valor). Ver Grossman y Stiglitz (1976, 1980).

[21] Incluso pueden realizar sus funciones menos eficazmente. La tributación a las transacciones pueden reducir las transacciones "escandalosas" (noise trading) y, por lo tanto, la volatilidad del mercado. Los retornos esperados por parte de los inversionistas de largo plazo pueden aumentar, y el riesgo puede disminuir. Ver, por ejemplo, Summers y Summers (1989) o Stiglitz (1989).

2. Una crítica a los dos paradigmas

a) El paradigma del mercado

La asignación de capital es, por lo tanto, un asunto mucho más complicado que lo sugerido por el simple paradigma de "oferta y demanda". Desgraciadamente, gran parte del consejo simplista dado por los economistas de "libre mercado" se basa en la hipótesis que los mercados de capitales son iguales a los mercados de sillas y mesas; que los mercados competitivos, ya sea de sillas, mesas, o capital, aseguran una asignación de recursos Pareto eficiente; y que las políticas que acercan a la economía hacia las soluciones de libre mercado aumentan el bienestar. Estos tres supuestos son incorrectos. Ya hemos argumentado en contra del primero y no existen fundamentos intelectuales para ninguno de los otros dos.

Los teoremas del segundo mejor, de Meade y Lancaster y Lipsey demostraron hace mucho tiempo que en las economías en que existían algunas distorsiones, era posible que la eliminación de una de ellas no aumentase el bienestar. A pesar de que no tenían en mente el tipo de problemas que nos preocupan en este trabajo, la lección básica continúa siendo válida también en este contexto[22].

Fundamentalmente, Greenwald y Stiglitz (1986, 1988) demostraron que las economías con mercados incompletos[23] o con información imperfecta –es decir, todas las economías–, en general, no son necesariamente Pareto eficientes. Dicho en otras palabras, casi siempre existen algunas formas bastante limitadas de intervención estatal, como son los impuestos y subsidios, que respetan las restricciones del mercado y la información que son Pareto mejoradoras[24].

Se debería distinguir, tal vez, la visión de Greenwald-Stiglitz de otros enfoques de falla del mercado con respecto a la intervención estatal. Desde la formulación de los Teoremas Fundamentales de Economía de Bienestar, ha prevalecido una visión bien articulada con respecto al rol de la intervención estatal que ha sido conocida como el enfoque de las fallas del mercado. Este enfoque identifica instancias importantes en que los supuestos subyacentes del Teorema Fundamental no son satisfechos, y argumenta a favor de una intervención muy *selectiva* en el mercado para

---

[22] Ron McKinnon (1989) ofrece un buen análisis de cómo la liberalización de los mercados financieros en los países menos desarrollados puede no haber mejorado el nivel de bienestar.

[23] Varios estudios anteriores demostraron que las economías en que existía un conjunto incompleto de mercados de riesgo no eran necesariamente eficientes de acuerdo a Pareto. Ver, en particular, Newbery y Stiglitz (1981, 1982, 1984) y Stiglitz (1982b).

[24] Demuestran que varios ejemplos analizados extensamente en la literatura (ejemplo, el modelo de Arrow-Debreu, o el modelo de mercado de valores de Diamond (1967) representan casos especiales en que el mercado es eficiente de acuerdo a Pareto.

corregir aquellas instancias bien identificadas de falla de mercado. Por ejemplo, el llamado al gobierno a imponer un impuesto a la contaminación. El enfoque de falla de mercado determina que el Estado tiene el rol de corregir las externalidades y de proporcionar bienes públicos. Más allá, la ausencia de mercados de futuros proporciona una base para la planificación de inversiones estatales.

Por el contrario, Greenwald y Stiglitz argumentan que las fallas de mercado son omnipresentes en la economía y que, por consiguiente, no existe el *supuesto* de que el mercado, por sí solo, sería necesariamente Pareto eficiente. Reconocen que esto, por sí mismo, no constituye una recomendación de intervención estatal: se debe poder identificar las intervenciones Pareto mejoradoras y argumenar que las políticas estatales realmente serán consistentes con ellas[25]. Las dificultades asociadas con cada una de estas tareas sugiere que la intervención estatal debiera ser selectiva y dirigida a las instancias más significativas de falla de mercado. El problema que surge en los mercados financieros sugiere que el mercado constituye una de estas últimas.

b) El Estado como la solución

A pesar de que los argumentos precisos planteados por Greenwald y Stiglitz en su crítica a las soluciones del mercado pueden ser nuevos, no es la opinión de que los mercados no constituyen una buena base para captar y asignar capital en los países menos desarrollados (y tampoco en los más desarrollados). En ausencia de un conjunto completo de mercados de futuros, los precios no pueden desempeñar el rol central de coordinar las decisiones de inversión que la teoría tradicional de precios le atribuye. Ya sea por esta u otras razones, muchos gobiernos han considerado la tarea de asignación de capital demasiado importante como para dejarla en manos del sector privado. Por lo general, la plataforma socialista tiene la nacionalización de los bancos y de otras instituciones financieras en los primeros lugares de su programa.

Los problemas centrales que se han analizado constituyen problemas tanto para el sector público como privado. El cambio en quién realiza la toma de decisiones no modifica las dificultades asociadas a la selección y control. Más aún, para complicar más las cosas, los gobiernos con frecuencia no tienen los incentivos para asegurar que él o sus agentes realicen un buen trabajo en la selección y el control de los préstamos. El "saco sin fondo" del gobierno significa que cualquier pérdida rápidamente es compensada. Más aún, puesto que los criterios económicos frecuente-

---

[25] En este trabajo ellos relacionan las intervenciones estatales deseables con parámetros empíricamente observables.

mente son suplementados con otros criterios (ahorro de empleos, desarrollo regional), las pérdidas se pueden atribuir, no a la incapacidad para tomar una decisión con respecto a la solvencia crediticia, sino que a los criterios extraeconómicos impuestos. La ausencia del control, proporcionado por la prueba del mercado, significa que el crédito puede asignarse en base al favoritismo político: se oculta el subsidio asociado al cobro de una menor tasa de interés de lo que el riesgo del préstamo amerita[26].

Los resultados de esto y de la subsección anterior podrían parecer al principio reñidos entre sí, sin embargo no lo están En la sección anterior demostramos que en las economías en que existe un conjunto incompleto de mercados o en que hay información imperfecta (casi todos los mercados) existen intervenciones del gobierno que son Pareto mejoradoras, al mismo tiempo que respetan las limitaciones respecto a la existencia de mercados y disponibilidad de información. El gobierno no recibe más poderes en este respecto que el sector privado[27].

Cuando el postulado central de la teoría económica era que ningún gobierno, no importa cuán benevolente o visionario fuera, podía mejorar el trabajo del sector privado, no necesitábamos recurrir a una teoría estatal para describir lo que un gobierno real haría en una situación particular: el límite más alto de lo que podría lograr no era superior que el del mercado privado. El teorema de Greenwald-Stiglitz sostiene que existe un campo *potencial* para las actividades de gobierno que mejoran el bienestar. Ahora, si la acción del gobierno realmente mejorará la situación es una pregunta más delicada. Esta subsección del documento sirve para recordarnos que los gobiernos enfrentan los mismos problemas de información que el sector privado, y además enfrentan algunos problemas de "economía política", dificultades que, en el pasado, en *numerosos* casos (no todos) han limitado la capacidad del gobierno para efectuar mejoramientos de bienestar.

Sin embargo, a pesar de no confiar en la capacidad del gobierno para *reemplazar* a los mercados como un mecanismo para captar y asignar capital, nuestro análisis al menos sugiere la posibilidad de que puedan existir políticas estatales que mejorarán la eficiencia –según la perspectiva social– con la que la economía de mercado capta y asigna capital. Por supuesto, cualquier análisis de las políticas estatales con respecto a los mercados de capital debe considerar los problemas fundamentales

---

[26] Más aún, incluso en ausencia de corrupción, si el racionamiento es óptimo, la capacidad para elegir entre los solicitantes de créditos otorga al gobierno un poder enorme.

[27] Todavía existen, por supuesto, diferencias entre el gobierno y el sector privado. El gobierno, por ejemplo, tiene el poder para aplicar impuestos y para proscribir la entrada. Para un análisis más completo, a un nivel teórico, de las diferencias entre el gobierno y otras organizaciones económicas, ver Stiglitz (1989b).

(cumplimiento, selección, incentivos) que se han destacado. Con esta perspectiva en mente, se analizarán varias políticas posibles. Deseo destacar la naturaleza tentativa de este análisis: el mensaje central del trabajo es que las políticas alternativas deben ser evaluadas desde una perspectiva que tome en cuenta las características centrales de los mercados de capitales, en la forma en que han sido descritas, y la naturaleza de segunda mejor alternativa del problema.

3. Comentarios sobre política económica

Bancos versus mercados de valores como fuentes de financiamiento. La primera y más obvia implicancia de nuestro análisis es que los países menos desarrollados deben esperar que en sus economías las empresas dependan mucho más del préstamo bancario que de los mercados de valores como fuente de financiamiento. A pesar de que no perjudicará a los gobiernos el intentar promover el crecimiento de los mercados de valores, probablemente los mercados para acciones y bonos de largo plazo proporcionarán sólo una pequeña fracción de los fondos que requieren las empresas. Si los inversionistas no están adecuadamente protegidos por leyes fuertes de fraude y de valores, y por un poder judicial que las haga cumplir en forma justa y eficaz, existe una alta probabilidad de que se produzcan abusos, con la consiguiente pérdida de confianza por parte de los inversionistas que puede tener repercusiones que van más allá de los valores directamente afectados.

Puesto que al principio y casi inevitablemente, la confianza será depositada en el préstamo bancario, es importante para los gobiernos tomar medidas para mejorar la eficiencia del sistema bancario.

Tener bien definidos los derechos de propiedad (por ejemplo de la tierra) proporciona una fuente de garantía que facilita los préstamos bancarios. Un poder judicial que pueda manejar rápidamente los incumplimientos, a bajo costo, permitiendo al prestamista tomar y disponer de la garatía, también mejora la disposición de los bancos para conceder préstamos.

Estas reformas pueden parecer relativamente indiscutibles en comparación con las sugerencias que se dan a continuación.

Inversión extranjera y bancos. Muchos gobiernos de los países menos desarrollados han sido particularmente reacios a permitir a los bancos extranjeros desempeñar un rol importante. Quisiera sugerir que esta política puede ser equivocada, pero en todo caso debe ser examinada nuevamente desde las perspectivas entregadas en este trabajo.

En todos los países, la relación patrimonio-pasivos de los bancos es muy pequeña. En un sentido, los bancos se pueden considerar como

empresas con una alta relación endeudamiento-capital propio (leverage). Estas empresas son particularmente propensas a asumir riesgos desfavorables para los intereses de sus prestamistas, es decir, los que han depositado sus fondos en ellas.

En Estados Unidos (y muchos otros países) el gobierno proporciona un seguro a los depositantes. Cuando la idea de este seguro fue propuesta por primera vez al Presidente Roosevelt, él reaccionó negativamente, señalando (en nuestra terminología moderna) los problemas de riesgo moral (incentivos) que origina dicho seguro. A pesar de que finalmente cedió, mirado ahora, nos damos cuenta de que tenía mucha razón[28]. Los bancos que asumen riesgos más grandes pueden ofrecer tasas de interés más altas a los depositantes, que pueden, impunemente, entregar sus fondos al banco. Estos bancos sustraen fondos a bancos más prudentes. Opera una especie de Ley de Gresham con una venganza.

Lo que está en tela de juicio no es sólo la corrupción (aunque también juega un papel)[29], sino más bien los juicios sobre los riesgos prudentes. Por cierto, es muy difícil para los reguladores de los bancos controlarlos en forma eficaz. Se debe confiar principalmente en las fuerzas del mercado para asegurar que estas instituciones tomen medidas prudentes. Lo que los reguladores pueden hacer es intentar asegurarse de que los bancos tengan incentivos para tomar este tipo de medidas. El mantener una buena reputación es uno de estos incentivos. Sin embargo, el costo de perderla es más importante para un banco internacional grande que para un banco local pequeño. Un activo neto alto también puede ser eficaz. Para los bancos locales puede resultar difícil captar el capital requerido.

Estos argumentos sugieren que las empresas y bancos extranjeros pueden ser más confiables en la asignación de capital en forma eficiente que las empresas y bancos nacionales. En otras palabras, el hacerse de un buen nombre es equivalente a cualquier otra inversión. El proceso de asignar capital, cuando se toman en cuenta en su debida magnitud los incentivos necesarios para hacerlo bien, es un proceso intensivo en capital, y los bancos extranjeros (y otras compañías internacionales) pueden tener ventajas comparativas en ese proceso.

A la vez, puede existir un argumento de la industria naciente para favorecer la protección y, en particular, para limitar los flujos de capital

---

28 En los Estados Unidos, actualmente no sólo la mayoría de las instituciones de ahorro y préstamo tienen un patrimonio negativo (si sus activos fueron valorados al valor corriente de mercado), sino que una proporción importante de los principales bancos. Ver Brumbaugh, Carron y Litan (1989).

29 Hasta cierto punto, la corrupción misma puede ser considerada como un elemento endógeno. Las oportunidades de beneficiarse a través de la falta de honradez atraen a los que tienen ese tipo de inclinaciones.

externo (que permiten a las instituciones extranjeras actuar como intermediarios)[30] y la operación de bancos extranjeros en el país. En la medida que los ahorrantes tengan la posibilidad de elegir entre bancos nacionales y extranjeros, en términos comparables, elegirán los últimos. La falta de reputación sirve como barrera eficaz de entrada para los bancos nacionales: para compensar la falta de reputación no pueden pagar intereses más altos, ya que eso (en la forma ya conocida) exacerbaría tanto el fenómeno de riesgo moral como los problemas de selección adversa.

Las empresas nacionales no sólo están en desventaja en cuanto a reputación, sino que además en cuanto a riesgo. Las empresas internacionales pueden diversificarse en una amplia cartera. Incluso si los bancos nacionales tienen una cartera de activos ampliamente diversificada entre los riesgos nacionales, los riesgos comunes (del país) que los afectan a todos (riesgos de cambio y otros riesgos macroeconómicos) hacen que sus carteras sean más riesgosas. De ahí que incluso con la misma "reputación" y la misma base patrimonial, es posible que los inversionistas prefieran las empresas extranjeras.

Pero aunque estas últimas presenten una ventaja dentro del mercado de capitales, pueden tener una desventaja de información. Puede resultar más difícil para ellas responder a situaciones particulares que surjan en el país[31]. Es por ese motivo que para un país es muy beneficioso tener sus propios empresarios[32]. Sin embargo, la capacidad empresarial es, en parte, algo que se aprende y esto requiere capital. Ya se ha explicado por qué es probable que resulte difícil para los empresarios y bancos nacionales captar el capital requerido.

Tome en cuenta que un raciocinio común en contra del argumento de la industria naciente simplemente no se puede aplicar en este contexto: si la idea es buena, la empresa debiera estar dispuesta inicialmente a vender a pérdida, hasta que sus costos bajen a un nivel al que pueda competir en forma eficaz. Para vender a pérdida, la empresa debe pedir un préstamo o captar capital accionario, y es precisamente la incapacidad de las empresas para pedir préstamos o captar capital accionario lo que nos preocupa en este documento.

Más aún, puede existir una clara diferencia entre los retornos privados y sociales, tanto para la capacidad empresarial como para proporcionar capital a empresarios nuevos. Los inversionistas privados (bancos), por ejemplo, sólo están preocupados por la fracción de los retornos totales de

---

30 En varios países menos desarrollados, la salida de capital prácticamente equivale a la entrada de capital. Es como si los fondos se dirigieran a los bancos internacionales para ser intermediados y luego volvieran a su país de origen.

31 Este argumento puede no ser convincente en contra de los bancos extranjeros ubicados en los países menos desarrollados.

32 Indudablemente también existen otras razones, como el orgullo nacional.

la que se pueden apropiar; la sociedad, más ampliamente concebida, se preocupa de los retornos totales del proyecto que se acumulen dentro del país (excluyendo así los retornos en exceso que se acumulen a favor de los inversionistas extranjeros)[33, 34].

En forma más amplia, al asignar capital, los bancos extranjeros pueden tener diferentes objetivos que los bancos nacionales, de modo que la diferencia entre los retornos sociales y privados puede ser particularmente significativa. Los bancos extranjeros pueden estar especialmente preocupados de la nacionalización, y así tenderán a proporcionar capital a sectores que aparecen relativamente invulnerables a la nacionalización, y en formas (con restricciones) que hagan menos probable la nacionalización y más probable que, de ocurrir ella, recuperen su capital.

A pesar de que estos argumentos pueden sugerir que el gobierno tendría un rol necesario en los mercados de crédito, las advertencias expresadas anteriormente indican que pueden resultar más efectivas otras formas de subsidio indirecto. Restricciones a los bancos extranjeros y a los flujos de capital que salen del país (impidiendo la eficiencia del mercado de capitales secundario) pueden constituir una forma de canalizar los fondos hacia los empresarios nacionales y de subsidiar a los bancos y las corporaciones nacionales. Estas amplias restricciones incentivarían a los inversionistas nacionales a asignar fondos a los mejores proyectos o empresarios nacionales, y si existe la suficiente competencia dentro de la economía del país –una advertencia importante– las rentas obtenidas por las empresas domésticas serán limitadas.

Es necesaria otra advertencia: las restricciones no se usan simplemente para proteger los monopolios nacionales. Por lo tanto, si uno o dos bancos dominan la banca del país, las restricciones para los bancos extranjeros pueden servir simplemente para proteger las rentas monopólicas de esas instituciones. Esas empresas pueden no ser particularmente eficientes como asignadoras de capital, y la disparidad entre sus interses y un sentido más amplio de interés nacional puede no ser menor a la que habría con los bancos extranjeros. Puesto que en muchos de los países menos desarrollados, el sector bancario nacional está lejos de ser competitivo, las políticas dirigidas a excluir a los bancos extranjeros en el país pueden ser particularmente poco recomendables.

En la sección anterior se argumentó que las restricciones para el mercado de capitales con respecto al libre flujo de fondos al extranjero

---

[33] Stiglitz y Weiss (1981) argumentaron que en su modelo de racionamiento de crédito, había una clara disparidad entre los retornos sociales y privados.

[34] Hoff (1989) argumenta, por ejemplo, que cuando un empresario comienza un proyecto nuevo, transmite información a otros empresarios sobre las propiedades idiosincráticas de la tecnología de producción del país, retornos de los cuales ese empresario no se puede apropiar.

pueden ser ventajosas al estimular el desarrollo de un sector financiero nacional. Para los economistas que están acostumbrados a escuchar que los gobiernos deberían intentar "liberar" los mercados, este argumento puede parecer extraño.

Una de las lecciones importantes de la teoría del "segundo mejor", a la que se hizo referencia anteriormente, es que cuando se producen distorsiones importantes en la economía, la eliminación de una distorsión puede no mejorar el nivel de bienestar. En la mayoría de los países menos desarrollados, las distorsiones son numerosas. De hecho, como se argumentó anteriormente, en economías con mercados de riesgo incompletos e información parcial –es decir, todas las economías– no se supone que las asignaciones del mercado serán (necesariamente) Pareto eficientes, y a *fortiori* no se supone que al achicar el funcionamiento de un mercado –el mercado de capitales secundario– al mercado "ideal", mejore el nivel de bienestar.

Por ejemplo, McKinnon (1988) ha argumentado convincentemente que los tipos de cambio flexible, no manejados, han impuesto enormes cargas de riesgo sobre los productores que participan en el comercio internacional, riesgos a los que no pueden renunciar fácilmente a través de los mercados de futuros. Nuestro análisis de los mercados accionarios limitados sugiere que estos riesgos pueden tener efectos reales y perjudiciales [ver, por ejemplo, Newbery y Stiglitz (1981, 1984)].

Todo esto indica que no hay respuestas fáciles en cuanto a políticas. En algunos casos, los gobiernos (tal vez sin intención) han servido para exacerbar los problemas en vez de reducirlos, al someter a la industria bancaria nacional a impuestos altos y a regulaciones arbitrarias y caprichosas. En estos casos, la "liberación" del mercado parecería ser una política razonable.

Empresas multinacionales. Muchos de los mismos argumentos para afirmar que los bancos extranjeros pueden ser capaces de desempeñar un rol importante en la asignación de capital son aplicables a las multinacionales, que tienen una ventaja sobre los bancos: ellas habitualmente proporcionan capital en forma de acciones. Y éstas tienen claras ventajas sobre la deuda –permiten compartir el riesgo más eficazmente– y, por lo tanto, conducen a las empresas a actuar con menos aversión al riesgo, lo que a su vez hace que la economía sea menos sensible a una serie de crisis. Se ha observado que los países menos desarrollados tienen más probabilidad de enfrentar problemas específicos para establecer mercados accionarios que funcionen bien. Así, puede ser deseable que los gobiernos de los países en desarrollo reconozcan el importante papel que desempeñan las multinacionales en el proceso de desarrollo en lugar de poner obstáculos en su camino.

Participación en el riesgo por parte del gobierno. Por las razones ya expuestas, es poco probable que los mercados accionarios proporcionen oportunidades reales de participación en el riesgo. Muchos gobiernos, a través de sus políticas de impuestos, exacerban los efectos de los mercados accionarios limitados, pues el gobierno tiene participación en las utilidades, pero su participación en las pérdidas es mucho más limitada. Como Domar y Musgrave (1944) y Stiglitz (1969) reconocieron, hace mucho tiempo, si el gobierno participa totalmente en las ganancias y pérdidas, puede incentivar la inversión de riesgo. De hecho, el gobierno participa en cada inversión como un socio silencioso[35]. A pesar de que esta no es la ocasión más apropiada para entregar una propuesta técnica detallada de cómo se puede enfrentar esta situación, no obstante cabe destacar que existen varias maneras mediante las cuales los gobiernos pueden tener una participación mucho más eficaz en el riesgo de la que tienen en la actualidad[36].

Estrategias de gobierno para la reducción de riesgo. Además, el gobierno puede adoptar políticas que reducen el riesgo de los medios en que operan las empresas. Dadas las oportunidades limitadas que ofrecen los mercados para compartir el riesgo, esto puede significar un fuerte estímulo para la economía. En particular, las empresas estarían más dispuestas a pedir préstamos (ya que mientras menor el riesgo del medio, pueden pedir prestado un monto mayor con la misma probabilidad de quiebra) y los bancos más dispuestos a prestar.

Estas políticas pueden ser de naturaleza tanto micro como macroeconómica. La estabilización de los precios de los cultivos de exportación no sólo tendrá un efecto directo sobre los productores de este tipo de cultivos (suponiendo que los precios y cantidad no tienen una correlación demasiado negativa) sino que tendrán un efecto indirecto: la variabilidad del ingreso de los productores de cultivos de exportación origina una variabilidad en la demanda de bienes no comercializables. La estabilización de los ingresos en el sector rural tendrá como consecuencia un aumento de la producción de bienes comercializables (ver Newbery-Stiglitz, 1981).

---

[35] Más recientemente, Auerbach y Poterba (1987) han destacado la importancia en los Estados Unidos de las disposiciones que restringen la rebaja de pérdidas.

[36] Es necesario reconocer la diferencia importante entre el gobierno que actúa como un socio silencioso del capital accionario a través del sistema tributario, y el gobierno que actúa como una fuente de crédito (como se describe arriba): en el último caso, el gobierno puede discriminar, en el primer caso, el acuerdo de "sociedad" es automático. Mientras que este acuerdo de sociedad obviamente afecta los incentivos (atenuando los incentivos de esfuerzo, acentuando los incentivos de riesgo), el asunto es, si en definitiva, ¿son positivos o negativos estos efectos sobre los incentivos"? De ser negativos, ¿son suficientemente pequeños para contrapesar la ganancia de ingresos del Estado?

Conclusiones

En las dos últimas décadas se ha producido un cambio importante en el paradigma económico imperante, que se refleja en nuestras opiniones sobre la política económica, en general, y de la economía y política de desarrollo, en particular.

Las discusiones anteriores se centraron en el debate entre los que creían en mercados eficientes y competitivos –para los países en desarrollo y desarrollados– y consideraban al Estado como un impedimento importante para el funcionamiento eficiente de la economía, y, por otro lado, los que creían que las fallas omnipresentes del mercado hacían imperativa la intervención estatal. Entre las fallas centrales del mercado citada estaba la ausencia de un conjunto completo de mercados de futuros y de riesgo[37] y, por consiguiente, una de las responsabilidades fundamentales del Estado era planificar y coordinar las actividades de inversión. En los años siguientes a la Segunda Guerra Mundial, los gobiernos de los nuevos países independientes establecieron Ministerios de Planificación para cumplir sus responsabilidades y para facilitar el proceso de desarrollo.

Sin embargo, la ausencia de un mercado de futuros y de riesgos no fue mera casualidad, sino que reflejaba problemas más serios –incluyendo los de información y competencia imperfecta y un mecanismo oneroso para hacer cumplir los contratos– que afecta a todas las economías. El reconocimiento de las limitaciones del proceso de planificación del desarrollo coincidió con el reconocimiento de las limitaciones del paradigma económico estándar. Dentro de los países desarrollados, se aceptaba que los mercados de mano de obra, capitales y productos funcionaban, al menos en muchas ocasiones, de una forma muy diferente a la representada por el análisis convencional de oferta y demanda competitivas. Mientras que este trabajo se ha centrado en los problemas asociados a los mercados financieros, que conducen al racionamiento del crédito y del capital, se han realizado análisis similares de los mercados de mano de obra y productos. Estos problemas son más penetrantes y prominentes en los países menos desarrollados que en las economías desarrolladas.

Se ha destacado una consecuencia importante de esta perspectiva: ya no se supone que las soluciones de mercado sean necesariamente Pareto eficientes. Pero existe además otra implicancia relevante: los problemas de información imperfecta –incluyendo el control imperfecto– están tan presentes en el sector público como en el privado. El hecho de que los

---

[37] Como se destacó anteriormente, el Teorema Fundamental de la Economía de Bienestar, que representó la formalización de la noción de Adam Smith de la Mano Invisible, requiere que exista un completo conjunto de mercados de futuros y de riesgo. Sólo bajo esas condiciones los mercados competitivos podrán asegurar eficiencia económica.

mercados no funcionen tan bien como afirman sus defensores más fervorosos, no significa que los gobiernos puedan remediar el problema. La ausencia o campo limitado de los mercados financieros puede no deberse simplemente a que el sector privado haya fracasado en reconocer una oportunidad rentable. Existen, como se ha visto, buenas razones para que los mercados financieros sean analizados bajo un punto de vista diferente al enfoque tradicional. Los gobiernos deberán avanzar cautelosamente por los caminos en los cuales los mercados privados temen caminar.

Ahora se reconoce que, particularmente para las economías abiertas pequeñas, los problemas de coordinación macroeconómica destacados en la literatura de planificación anterior pueden ser mucho menos importantes que los problemas microeconómicos de elegir proyectos específicos y seleccionar buenos administradores para manejarlos. También se reconoce actualmente la dificultad de microadministrar desde arriba; la imposibilidad virtual de especificar las características (incluyendo las fechas de despacho, durabilidad, etc.), y de fijar precios para cada uno de los infinitos productos posibles. Además se ha llegado a reconocer la omnipresencia de la presencia descentralizada en las economías de mercado. El antiguo paradigma de mercado estaba equivocado en muchos otros puntos que los sugeridos por la simple ausencia de mercados de futuros[38].

La función de las instituciones financieras en la economía no es sólo captar capital, sino que canalizar los fondos hacia las oportunidades más rentables (la función de selección o clasificación), y asegurar que esos fondos sean usados correctamente (función de control). Se debe pensar más acerca de qué tipo de instituciones pueden desempeñar estas funciones en forma más eficiente. Las burocracias de los gobiernos centralizados y las grandes instituciones públicas de crédito pueden no ser las más indicadas para ejercerlas. Sin embargo, pueden existir formas a través de las cuales los gobiernos contribuyan al desarrollo de una serie de instituciones que pueden desempeñar un rol relevante.

Sin embargo, una parte importante de este trabajo evalúa en forma pesimista el rol potencial de los mercados financieros en el proceso de desarrollo. Se ha argumentado que éstos juegan un rol limitado incluso dentro de los países desarrollados bien organizados, y que es probable que su rol en los países menos desarrollados sea aún más circunscrito. Por lo tanto, las políticas gubernamentales deberían estar dirigidas a mitigar las consecuencias de estas limitaciones inherentes e importantes de los mercados e instituciones financieras en los países menos desarrollados. Será necesario desarrollar políticas de segunda o tercera mejor opción.

---

[38] Para un análisis más extenso de estos problemas, ver Stiglitz (1989).

Muchas de las actuales políticas no reconocen estas limitaciones, que afectan tanto al gobierno como al sector privado. Se han presentado algunas propuestas tentativas que sugieren algunas formas de diseñar la política gubernamental, para reflejar el amplio conjunto de preocupaciones planteadas.

Referencias

Asquith, P. y Mullins, D.W., "Equity Issues and Stock Price Dilution", *Journal of Financial Economics*, 1986.

Auerbach, A. y Poterba, J., "Tax Loss Carryforwards and Corporate Tax Incentives", en Feldstein, M., ed. *The Effects of Taxation on Capital Formation*, University of Chicago Press (Chicago), 1987.

Berle, "Non Voting Stock, and 'Bankers' Control", *Harvard Law Review*, 1926.

Bernanke, B. and Gertler, M., "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", *American Economic Review*, Vol. 79, 1989, pp. 14-31.

Brumbaugh, R.D.; Carron, A.S. y Litan, R.E., "Cleaning un the Depository Institution's Mess", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 1989, pp. 243-295.

Diamond, "The Role of a Stock Market in a General Equilibrium Model with Technological Uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 57, 1967, pp. 753-776.

Domar, E. y Musgrave, R., "Proportional Income Taxation and Risk Taking", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 58, mayo, 1944, pp. 388-422.

Eaton, J.; Gersovitz, M. y Stiglitz, J.E., "The Pure Theory of Country Risk", *European Economic Review*, Vol. 30, 1986, pp. 481-513.

Gale, I. y Stiglitz, J.E., "The Informational Content of Initial Public Offerings", de próxima publicación, *Journal of Finance*.

Greenwald, B. y Stiglitz, J.E., "Externalities in Economics with Imperfect Information and Incomplete Markets", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 101, mayo 1986, pp. 229-256.

--------, "Pareto Inefficiency of Market Economies" Search and Efficiency Wage Models, *American Economic Review - Papers and Proceedings*, Vol. 78, mayo 1988a, pp. 351-355.

--------, "Financial Market Imperfections and Business Cycles, NBER Working Paper Nº 2494, enero 1988b.

--------, "Examining Alternative Macroeconomic Theories, *Brookings Papers on Economic Activity*, Nº 1, 1988c, pp. 207-270.

--------, "Financial Market Imperfections and Productivity Growth", NBER Working Paper, Nº 2365, abril 1989a.

--------, "Information, Finance and Markets: The Architecture of Allocative Mechanisms", trabajo preparado para la Conferncia Internacional de la Historia de la Empresa: Las Finanzas y la Empresa en una Perspectiva Histórica, Terni, Italia, 28 de septiembre, 1989b.

Greenwald, B.; Stiglitz, J.E. y Weiss, A., "Informational Imperfections and Macroeconomic Fluctuations", *American Economic Review*, mayo 1984, pp. 194-199.

Grossman, S. y Hart, O., "Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *Bell Journal*, 1980, 35 (2), pp. 42-64.

Grossman, S. y Stiglitz, J.E., "Information and Competitive Price Systems", *American Economic Review*, Vol. 66, Nº 2, junio 1976, pp. 246-253.

--------, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review*, Vol. 70, Nº 3, junio 1980a, pp. 393-408.

Hellwig, M., "A Model of Borrowing and Lending with Bankruptcy", *Econometrica*, Vol. 65, 1977, pp. 1876-1906.

Hirschleifer, J., "The Private and Social Value of Information and the Reward to Incentive Activity", *American Economic Review*, Vol. 67, 1971, pp. 561-574.

Hoff, K., "Essays in the Theory of Trade and Taxation Under Incomplete Risk Markets", tesis para doctorado no publicada, Princeton University, 1988.

--------, "An Argument for Industrial Policy for Infant Industries Based on the Production and Transmission of Information", University of Maryland, mimeo, 1989.

Jensen, M., "Takeovers" Their Cauces and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, invierno 1988, pp. 21-48.

Jensen, M. y Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360.

Kennedy, William P. (1987), *Industrial Structure. Capital Markets, and the Origins of British Economic Decline*, Cambridge University Press.

Mayer, Colin, "Myths of the West" Lessons from Developed Countries for Development Finance", documento de trabajo del CEPR, Londres, marzo, 1989.

McKinnon, R., "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, Nº 1, invierno 1988, pp. 83-105.

--------, "Macroeconomic Instability and Moral Hazard in Banking, in a Liberalizing Economy", en *Latin American Debt and Adjustment*, P.L. Brock, M.B. Connolly and C. González-Vega, eds., 1989, Praeger: Nueva York, pp. 99-111.

Meade, J.E., *Trade and Welfare: Mathematical Supplement*, Oxford University Press, Oxford, 1955.

Myers, S.C. y Majluf, N.S., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 187-221.

Newbery, D. y Stiglitz, J., *The Teory of Commodity Price Stabilization*, Oxford University Press, 1981.

--------, "The Choice of Techniques and the Optimality of Market Equilibrium with Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, Nº 2, abril 1982, pp. 223-246.

--------, "Pareto Inferior Trade", *Review of Economic Studies*, Vol. LI, Nº 164, enero 1984, pp. 1-13.

Shleifer, A. y Vishny, R., "Managerial Entrenchment: The case of manager-specific investments", trabajo presentado en la Olin Conference on Economic Organizations, Princeton, octubre, 1988.

Stiglitz, J.E., "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem", *American Economic Review*, Vol. 59, Nº 5, diciembre 1969, pp. 784-793.

--------, "Perfect and Imperfect Capital Markets", trabajo presentado en las reuniones de la Econometric Society, New Orleans, diciembre de 1971.

--------, "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankrupticies and Take-Overs", *Bell Journal of Economics*, Vol. 3, Nº 2, otoño de 1972, pp. 458-482.

--------, "Incentives and Risk Sharing in Sharecropping", *Review of Economic Studies*, Vol. 41, 1974, pp. 213-255.

--------, "Information and Capital Markets", in *Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner*, William F. Sharpe y Cathryn Cootner eds. (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1982), pp. 118-158. En honor of Paul Cootner, 1982a.

--------, "Ownership, Control and Efficient Markets: Some Paradoxes in the Theory of Capitals Markets", in *Economic Regulation: Essays in Honor of James R. Nelson*, ed. por Kenneth D. Boyer y William G. Shepherd, Michigan State University Press (Ann Arbor), 1982b, pp. 311-341.

--------, "The Inefficiency of the Stock Market Equilibrium", *Review of Economic Studies*, abril 1982c, pp. 241-261 (trabajo presentado en la Conference on Uncertainty and Insurance in Economic Theory en honor de Karl Borch, Bergen, abril de 1979).

--------, "Money , Credit and Banking Lecture: Credit Market and the Control of Capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 17, Nº 1, mayo de 1985, pp. 133-152.

--------, "Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading", Conference on Regulatory Reform of Stock and Futures Markets, Columbia University, mayo de 1989.

--------, "Incentives, Information, and Organizational Desing", *Empirica*, Vol. 16, Nº 1, 1989c, pp. 3-29.

--------, "On the Economic Role of the State", *The Economic Role of the State*, A. Heertje, ed. (Bank Insiger de Beufort NV), 1989d.

Stiglitz, J. y Weiss, A., "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71, junio de 1981, pp. 393-410.

-------, "Incentive Effects of Termination: Applications to the Credit and Labor Markets", *American Economic Review,* Vol. 72, diciembre de 1983, pp. 912-927.

-------, "Credit Rationing and Collateral", *Recent Developments in Corporate Finance,* Cambridge University Press, 1986, pp. 101-135.

-------, "Macro-economic Equilibrium and Credit Rationing", NBER Working Paper Nº 2164, febrero de 1987.

-------, "Banks as Social Accountants and Screening Devices and the General Theory of Credit Rationing", *Essays in Monetary Economics in Honor of Sir John Hicks,* Oxford University Press, 1989.

-------, "Credit Rationing and its Implications for Macroeconomics", Stanford University, mimeo, 1990.

Summers, L.H. y Summers, V.P., "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transactions Tax", paper presented to the Annenberg Conference on Technology and Financial Markets, Washington, 28 de febrero, 1989.

Taggart, R.A. Jr., "Secular Patterns in the Financing of U.S. Corporations", en B.M. Friedman (ed.), *Corporate Capital Structurers in the United States,* National Bureau of Economic Research Project Report, University of Chicago Press (Chicago), 1985.

CAPITULO 2

Externalidades como Motor de Crecimiento[1]

ANDREI SHLEIFER
Graduate School of Business, University of Chicago

El trabajo teórico sobre crecimiento y desarrollo económico parece haber despegado a partir de 1986. La actual ola de trabajos ha sido motivada por la observación de enormes disparidades entre los niveles de ingreso y las tasas de crecimiento entre los países. En lugar de centrarse en la convergencia de los niveles de vida, como lo hace la mayoría de la literatura anterior, los últimos modelos intentan generar grandes diferencias en los resultados a través de los países.

La principal forma en que este trabajo detecta grandes diferencias entre los países es a través de las externalidades. Los actores económicos que invierten en capital físico o humano, que realizan innovaciones, o que contratan mano de obra, captan sólo una fracción de los beneficios sociales de sus acciones. Puesto que los retornos a los agentes privados son pequeños en relación a los beneficios sociales, se realizan muy pocas de estas actividades. Como consecuencia, algunos países crecen a un ritmo más lento de lo que deberían, o se estancan en un equilibrio negativo en el que no presentan crecimiento alguno. Por el contrario, otros países, que de alguna manera logran proporcionar los incentivos apropiados para que se realicen actividades que generen externalidades,

---

[1] Este documento se basa en mi trabajo en conjunto con Kevin M. Murphy y Robert Vishny y refleja muchas de sus ideas. Agradezco a Avinash Dixit, Guillermo Calvo y Joseph Stiglitz sus valiosos comentarios. Este trabajo ha sido apoyado por NSF.

experimentan un crecimiento rápido y un alto nivel de vida. Con frecuencia, las intervenciones apropiadas por parte del Estado producen mejorías a lo Pareto.

En este trabajo se analiza brevemente parte de esta última literatura. Se destaca desde el principio que este trabajo entrega relativamente pocas ideas nuevas. Esto no debiera llamar la atención, puesto que la intención explícita de algunos de los participantes en esta literatura es la de aclarar ideas anteriores. De hecho, los que escribieron previamente sobre desarrollo económico, incluyendo Rosenstein-Rodan (1943), Scitovsky (1954), Lewis (1953-1954), Nurkse (1958) y Hirschman (1958) han dependido de las externalidades. (En algunas ocasiones las externalidades han sido denominadas de otra manera, como por ejemplo, vínculos). Las externalidades también han desempeñado un rol en la literatura sobre crecimiento, incluyendo particularmente a Young (1928), Arrow (1962) y Uzawa (1965). El resurgimiento actual de estas ideas efectivamente ha aclarado los escritos anteriores y, en cierto modo, puede haber introducido nuevas formas de pensar.

Un tema que surge de último trabajo es que, en presencia de imperfecciones de mercado –de precios que divergen de los costos marginales– los efectos de las externalidades pecuniarias pueden ser muy grandes. Las decisiones de empleo, inversión y producción que en un modelo de Arrow-Debreu tienen un efecto insignificante en la producción agregada, tienen un gran efecto cuando los precios divergen de los costos marginales. Esta es una idea teórica antigua, pero con importantes consecuencias para el crecimiento. En particular, las grandes transformaciones de la economía, como el gran despegue hacia el crecimiento, pueden ocurrir con tan sólo un pequeño impulso exógeno o sin impulso alguno. Estos resultados son consecuencia únicamente del análisis de las externalidades de los modelos que no pertenecen a Arrow-Debreu.

En la próxima sección se presentan ejemplos de externalidades que pueden ser importantes para el crecimiento. Estas externalidades surgen de decisiones de empleo, inversión, innovación y de inversión en capital humano por parte de los agentes individuales. También se intenta relacionar estas externalidades a las ideas anteriores sobre desarrollo. En la sección 3 se pretende describir brevemente la forma en que estas externalidades calzarían en un modelo de desarrollo de una ciudad. La razón por la cual se eligió un ejemplo de una ciudad es que es muy interesante y no ha sido elaborado anteriormente. Finalmente, la sección 4 concluye con algunas ideas sobre políticas que, con una interpretación liberal surgen de estos modelos.

1. Ejemplos de externalidades importantes para el crecimiento

a) Externalidades para contratar trabajadores

Cuando una empresa contrata trabajadores les debe pagar al menos su salario de reserva. En un modelo competitivo, ese salario de reserva está dado por el valor que el trabajador le asigne al tiempo libre, o por su producción marginal en otras actividades. Por consiguiente, cuando una empresa contrata a un trabajador a un valor aproximado al de su producción en otras actividades, esto no tiene un gran efecto sobre el salario real o sobre la producción. Hay un efecto, pero éste es pequeño en un equilibrio competitivo. Las externalidades pecuniarias de este tipo no tienen efectos significativos sobre la producción o el bienestar.

Supongamos por el contrario que la empresa contrata a un trabajador del sector agrícola de un país con una economía en desarrollo, donde su compensación excede su producción marginal. Esto podría producirse debido a que en una economía con "exceso de mano de obra", la mano de obra agrícola se compensa en base más bien a un producto promedio que a un producto marginal, y el producto marginal de la mano de obra en el predio agrícola es inferior al producto promedio. (Para generar los resultados de exceso de mano de obra de Lewis y colaboradores (1954), sólo se necesita que el salario sea superior al producto marginal; no es necesario suponer que el producto marginal es cero).

Cuando una empresa contrata a un trabajador del sector agrícola que tiene exceso de mano de obra, el efecto en la producción es mucho mayor que en una economía competitiva. Equivale a la diferencia entre el salario del trabajador y su producto marginal en el predio agrícola, el que puede ser considerable. Sin embargo, existe una externalidad pecuniaria mediante la cual la empresa que contrata al trabajador beneficia a todos los demás trabajadores agrícolas, y la externalidad no es trivial en el equilibrio. (No me introduciré en el problema de Coase de por qué los trabajadores agrícolas no han forzado a la empresa para que contrate a alguno de ellos.) En el caso extremo de exceso de mano de obra, en que el producto marginal del trabajador en el predio agrícola es cero, su contratación eleva el ingreso nacional en una cantidad equivalente a su salario. Por supuesto que este ingreso adicional va a parar a las manos de los beneficiarios de la externalidad pecuniaria: los trabajadores que permanecen en la agricultura.

A medida que los demás trabajadores agrícolas obtienen más dinero, gastan parte de su ingreso adicional en bienes manufacturados. Muchos de los mercados de esos productos se caracterizan por tener precios superiores a los costos marginales. El gasto adicional en esos productos puede reducir la distorsión de estos mercados. Más aún, algunos de estos

productos manufacturados quizás no se producirían si los mercados fuesen pequeños y su producción estuviese sujeta a retornos cada vez mayores. En un mercado pequeño es probable que no exista un nivel de ventas suficiente que permita una tecnología de retornos crecientes para obtener un equilibrio. El gasto adicional en productos manufacturados por parte de los demás trabajadores agrícolas tiene el efecto de ampliar el mercado interno potencial para estos productos, determinando que las tecnologías de retornos crecientes sean más factibles económicamente, puesto que la contratación de un trabajador nuevo eleva la demanda de bienes cuya producción está distorsionada; esto puede tener un efecto no trivial sobre el ingreso.

Cuando una empresa contrata a un trabajador, produce un efecto adicional sobre la demanda de productos manufacturados. Si la empresa está en la ciudad en lugar del campo, la composición de la demanda del trabajador recién contratado se desplazará hacia bienes urbanos en lugar de bienes agrícolas. En otras palabras, el trabajador sustituirá su consumo por productos manufacturados, como ropa manufacturada y bienes durables, y no por productos artesanales. Esto tendría además el efecto de aumentar el mercado de bienes manufacturados, lo que elevaría la eficiencia si en ese mercado el precio fuese superior al costo marginal. Luego la contratación de un trabajador tiene una externalidad positiva para otras empresas manufactureras, por cuanto desplaza la demanda desde productos artesanales hacia bienes manufacturados. Estos efectos complementarios entre el trabajo urbano y la demanda de productos de la ciudad pueden ser importantes para el desarrollo.

El resultado de estos efectos es que las externalidades pecuniarias de las decisiones de contratación pueden ser importantes. La magnitud de estas externalidades puede ser grande en una economía con exceso de mano de obra (o en una economía con desempleo involuntario, donde el producto marginal alternativo es realmente cero). Y la externalidad –algunas veces llamado efecto indirecto de la demanda– se puede aplicar hacia bienes cuya producción es ineficientemente baja.

Ambos efectos pueden tener grandes consecuencias en el bienestar, como lo demuestra Murphy, Shleifer y Vishny (1989a, b). A partir de la posición de que ningún sector con retornos crecientes funciona cuando muchos de estos sectores de la economía contratan el exceso de mano de obra del sector agrícola, y pagan a esta mano de obra su producción marginal en la industria, el efecto sobre la demanda agregada puede ser lo suficientemente grande para determinar que la adopción de las tecnologías de retornos crecientes sea rentable en todos estos sectores. Existen múltiples equilibrios, y la adopción de las tecnologías de retornos crecientes constituye el gran empuje hacia la industrialización, como describió Rosenstein-Rodan (1943). Este importante empuje se puede lograr, incluso, sin exceso de mano de obra (pero es mucho más fácil con

él) si el desplazamiento de la composicipon de la demanda por parte de los trabajadores urbanos hacia bienes manufacturados es lo suficientemente grande.

b) **Los factores externos de la inversión y la innovación**

Probablemente las externalidades en la inversión e innovación han recibido el máximo de atención en la literatura sobre crecimiento, desde que Romer (1986) revivió la idea de Arrow (1962) en cuanto a que la inversión realizada por cada empresa es productiva cuando otras empresas han invertido en el pasado. Esos modelos de aprendizaje a través de la experiencia se basan en las externalidades de la inversión de una empresa sobre la productividad de otras. Si el aprendizaje a través de la experiencia es totalmente interno a la empresa, y si los mercados de capitales son perfectos, la decisión de inversión de la empresa es óptima desde un punto de vista social y privado y no se producen ineficiencias (salvo que dicho aprendizaje conduzca a una competencia imperfecta, con sus propias ineficiencias).

La forma de las externalidades más plausible relacionada a la inversión es la oportunidad para que otros imiten los proyectos o experiencias nuevas de un innovador. Cuando una empresa prueba un proceso, máquina o producto nuevo y obtiene éxito, será imitada por otros en el mismo tipo de industria. Y si existe una protección imperfecta de patentes, la oportunidad para imitar representa un beneficio externo que no se paga. Tal vez, más importante aún, la adopción de máquinas o técnicas nuevas es imitada por otras industrias donde se pueden poner en práctica leves modificaciones de las experiencias del innovador. Por ejemplo, Rosenberg (1963) describe el progreso de la industria de herramientas en EE.UU. durante el siglo XIX, en términos de la adopción sucesiva de herramientas nuevas en más industrias cada vez. Lo mismo se puede afirmar sobre la diseminación de la línea de montaje, o de las innovaciones organizacionales como la división de la estructura de las empresas. Tales efectos tecnológicos indirectos, cuyas ganancias nunca son captadas en su total magnitud por el innovador, probablemente son un aspecto muy importante del crecimiento. Los beneficios externos de las principales innovaciones sobrepasan, en gran medida, cualesquiera de los efectos directos que pueda recibir el innovador.

Los efectos tecnológicos indirectos son sólo una consecuencia de la expansión de la frontera tecnológica. La investigación y desarrollo y las modificaciones para el mejor uso probablemente son irrelevantes para el desarrollo y crecimiento de todos, salvo cinco o seis países del mundo. Sin embargo, en la medida que la evidencia y el conocimiento de las personas son importantes (se ahondará más sobre esto más adelante en la discusión sobre capital humano) existirán factores tecnológicos exter-

nos relevantes, incluso en países muy subdesarrollados que utilizan tecnologías inferiores al actual estado de conocimiento de los países desarrollados.

Una externalidad relacionada a la inversión y a la innovación, destacado por Arrow (1962) surge del hecho de que se deben realizar algunos descubrimientos e inversiones antes de que otros sean factibles. La economía debe pasar por pasos inferiores específicos antes de poder avanzar. Scott (1989) argumenta sobre la importancia de este factor externo, y proporciona un resumen con evidencia considerable que demuestra cómo un invento conduce a otro, *realizado por un inventor diferente.* Una versión de esta externalidad es la idea de que el conocimiento se encarna en las personas, y éstas deben aprender cosas más simples antes de avanzar a las más difíciles (Arrow, 1962; Becker y Murphy, 1988). Si el efecto de esta externalidad es hacer que la inversión e innovación (o aprendizaje) sean más baratos para una serie de empresas cuando otra empresa invierte, nuevamente se produce un efecto tecnológico indirecto similar al descrito anteriormente.

Los ejemplos recién expuestos constituyen externalidades tecnológicas clásicas. Existen otras menos obvias dignas de mencionar. Cuando las máquinas son complementadas con destrezas, aumenta la inversión y la demanda de destrezas y, por consiguiente, los salarios de los obreros calificados con respecto a los no calificados. Cuando la adquisición de capital humano no está distorsionada, esta externalidad pecuniaria conduciría a un aumento marginal de la cantidad de destrezas adquiridas por las personas, y a un aumento marginal de la riqueza. Si, por el contrario, se adquiere muy poco capital humano a causa de alguna distorsión (mercados de capital imperfectos, no se garantiza la existencia de habilidades), entonces los beneficios de esta externalidad pecuniaria podrían ser mucho mayores. En particular, el aumento del retorno de la educación puede estimular a algunas personas a adquirirla en los casos en que el retorno social es más alto que el retorno privado, lo que determina un mayor aumento de la producción y del bienestar. Este caso es análogo al de la demanda creciente por un bien producido por un productor monopólico, en que el precio es mayor que el costo marginal. La externalidad pecuniaria sobre la demanda de educación que surge de la inversión puede tener importantes beneficios en el bienestar.

Una externalidad de la inversión que se debe considerar es el que se obtiene de las inversiones en la infraestructura utilizada por la industria, como por ejemplo carreteras, ferrocarriles, escuelas o centrales de energía. Algunos de los usuarios principales de la infraestructura son industrias manufactureras que funcionan sujetas a retornos crecientes, ya que el objetivo principal de la fabricación con retornos crecientes es el bajo costo marginal de la producción que puede ser transportada a través de extensas áreas. (En contraste, las industrias artesanales no dependen tanto del transporte, ya que no requieren concentrar su producción en un

lugar). En los países en desarrollo estas industrias con retornos crecientes tienden a ser demasiado pequeñas para ser eficientes o no existen, ya sea porque el precio está por sobre el costo marginal, o porque los mercados son muy pequeños para que la inversión inmovilizada se recupere en forma rentable.

Una infraestructura tiene beneficios directos para estas industrias con retornos crecientes, ya que ofrece insumos a los usuarios a precios inferiores que los que está dispuesto a pagar (salvo el usuario marginal). Así, la infraestructura acerca la producción con retornos crecientes a la factibilidad. A la vez, la construcción privada de infraestructura con frecuencia puede resultar poco rentable, precisamente debido a la dificultad de la discriminación de precios entre los consumidores de la infraestructura. Luego, podría quedar espacio para que el gobierno subsidiara la infraestructura. Estos subsidios pueden ser beneficiosos porque, incluso con usuarios competitivos de la infraestructura, la imposibilidad para la discriminación de precios evita que se construya, y porque la falta de competencia en los mercados de los usuarios entrega subsidios socialmente deseados a estos usuarios.

Las externalidades de la inversión e innovación determinan varios resultados interesantes en la teoría de crecimiento y desarrollo. Primero, generan el crecimiento perpetuo del producto per cápita, incluso sin progresos tecnológicos exógenos (Arrow, 1962; Romer, 1986) a medida que los aumentos de productividad producido por las externalidades de inversión sobrepasan las disminuciones de productividad debidas a los menores retornos del capital. No es del todo claro que el crecimiento perpetuo sea algo que realmente se pueda observar, ya que los países y ciertas ciudades e industrias parecen declinar y, a la vez, crecer. Es interesante observar que las externalidades tecnolóicas son probablemente más importantes para las industrias y ciudades que para los países. Tampoco es claro que el crecimiento perpetuo del conocimiento, que es una idea plausible, sea el resultado de las externalidades de la inversión física, a pesar de que en el contexto de capital humano la noción de que se necesita conocimiento para adquirir conocimiento es muy creíble. Estas reservas, no obstante el modelo de efectos tecnológicos indirectos, entregan alguna persistencia plausible de las tasas de crecimiento, lo que significa que los países que siguen el camino apropiado continúan creciendo al menos por un tiempo, probablemente por la difusión externa del conocimiento técnico.

Las externalidades de la infraestructura también brindan resultados interesantes, a saber, que los grandes aumentos de producción pueden ser consecuencia de la construcción de infraestructura, ya que muchas industrias se expanden cuando tienen acceso a dicha construcción. Algunos de los mejores ejemplos provienen de la experiencia americana con los ferrocarriles (y posiblemente de otros países). Murphy, Shleifer y

Vishny (1989b) presentan un modelo en que se relaciona la construcción de infraestructura con un gran impulso hacia la industrialización, ya que muchas empresas se transforman en usuarias y mediante producción y contratación crean importantes externalidades positivas entre ellas, del tipo descrito anteriormente.

c) Externalidades de la inversión en capital humano

Tal vez las ideas más nuevas de la literatura reciente se relacionan con la importancia de las externalidades para el crecimiento a partir del capital humano. Lucas (1988) observa que todos somos más productivos cuando hay más personas productivas alrededor, principalmente porque aprendemos de ellas. Da un ejemplo de un departamento de investigación en que los colegas conversaban entre sí. Este no es un ejemplo obvio de una externalidad, ya que supuestamente las personas aceptan salarios menores con tal de estar cerca de personas inteligentes. Sin embargo, es posible que en las empresas las personas que saben más, y cuyo conocimiento afecta la producción de otras, no sean compensadas por su efecto sobre la productividad general. Tal vez una manera más general de describir esta externalidad es afirmar que, de la misma forma que los empresarios no son compensados totalmente por los frutos de su innovación, los profesores no son compensados completamente por los retornos sociales de la enseñanza. Por consiguiente, se entrega muy poca enseñanza.

Otras externalidades del capital humano probablemente son de igual importancia. Cuando las empresas capacitan a sus trabajadores, éstos se pueden llevar parte de ese conocimiento a otras empresas y, como consecuencia, la empresa que paga por la capacitación no recibe todos los frutos de su inversión. Esta causa de la baja inversión en capital humano es muy conocida; obviamente la inversión de la empresa en capital humano puede servir como beneficio externo para la productividad de otra empresa.

La inversión en capital humano también conduce a una mayor productividad, salarios más altos y, por lo tanto, un aumento de la demanda agregada por productos manufacturados. Si los aumentos de la demanda reducen la ineficiencia de esos mercados de productos manufacturados, los aumentos de capital humano tienen un efecto externo beneficioso adicional.

Finalmente, pueden producirse importantes efectos de aglomeración en la acumulación de capital humano. Las empresas se pueden resistir a continuar utilizando tecnologías relativamente sofisticadas porque temen no conseguir personal calificado. Como consecuencia, mantienen sus tecnologías relativamente atrasadas, y los retornos de la educación son bajos. Las personas, por su parte, no adquieren capital humano, porque los retornos son bajos cuando las empresas no pueden utilizar en forma

rentable el conocimiento de estos trabajadores. Más aún, es probable que las personas no adquieran capital humano cuando la economía no está tecnológicamente diversificada, en cuyo caso una persona con educación puede ser incapaz de encontrar un buen lugar donde desempeñar sus destrezas. En todos estos ejemplos existe una externalidad positiva de obtener educación, que hace más atractiva para otros la educación y más atractivo para las empresas modernizarse. Debido a que la persona que obtiene educación no obtiene todos los beneficios esperados (las cosas son peores si tiene aversión al riesgo), habrá baja inversión en educación.

Algunas de las externalidades del capital humano se han incorporado a los modelos de crecimiento. Lucas (1988) genera crecimiento perpetuo a partir de un modelo de una externalidad pura de capital humano. Becker y Murphy (1988) presentan un modelo (sin externalidades) en que la adquisición de capital humano reduce el costo marginal de adquirir más capital humano y, por lo tanto, determina que la mayor adquisición sea atractiva respecto de otras actividades. La historia de aglomeración esquematizada claramente puede conducir a un equilibrio múltiple, con la interpretación del gran impulso. Las externalidades de capital humano, como la inversión, innovación y contratación, pueden generar efectos importantes en la producción a partir de decisiones marginales de los individuos.

2. Las externalidades y el crecimiento de las ciudades

Una de las aplicaciones más interesantes de este enfoque sobre el crecimiento es en las ciudades. Lucas (1988) considera brevemente el crecimiento de las ciudades; Jacobs (1972) y Bairoch (1988) proporcionan muchos detalles históricos que sugieren que las externalidades podrían ser importantes. Parecerían existir grandes analogías entre el crecimiento de las ciudades y el de los países, siendo la más impresionante la arrolladora importancia de las exportaciones.

El hecho principal que deriva del estudio de Bairoch (1988) acerca del crecimiento de las ciudades, es que el crecimiento comienza con las exportaciones. Dichas exportaciones pueden ser de un bien en particular, como textiles o automóviles; de servicios estatales, como en el caso de las capitales; de turismo; o de servicios para transportar viajeros y bienes. El punto clave es que las ciudades que logran vender algo a los afuerinos reciben a cambio importaciones, incluyendo alimentos. Algunas veces, además de las importaciones, las ciudades obtienen la utilización del capital de otras partes del país, pero esto no se toma en cuenta aquí. (Bairoch destaca que algunas ciudades, como la antigua Roma, son parásitos, en el sentido que extraen recursos de otras ciudades mediante decreto, sin proporcionar servicios a cambio. Estas ciudades también

calzan en el modelo). Las ciudades comienzan con las exportaciones, y a partir de ellas se desarrollan.

El producto que se exporta es determinado principalmente por las ventajas comparativas. Las ciudades comienzan en los lugares donde hay personas, o recursos naturales, o una ubicación atractiva que ofrezca una ventaja comparativa importante para las exportaciones. No hay duda con respecto al origen de las ciudades, ni existe duda con respecto al hecho de que las ciudades que tienen una demanda de exportaciones alta e inelástica, como los puertos y capitales, se enriquecen. Surgen interesantes interrogantes sobre la naturaleza de las externalidades, o vínculos, que permiten que algunas ciudades pasen de ser especialistas en exportaciones relativamente pequeñas –condición en la que permanecen muchas– a ser productoras de una amplia gama de productos.

Además de las importaciones, los habitantes de la ciudad consumen muchos bienes y servicios no transables. A medida que las exportaciones crecen, también lo hace la demanda de estos bienes y servicios. Si las industrias de servicios funcionan sujetas a retornos constantes, entonces su tamaño supuestamente será óptimo dado el nivel de demanda. Los proveedores de bienes no transables migrarán a la ciudad desde otras partes del país y el ingreso nacional no se elevará significativamente. En forma más verosímil, los mercados para bienes no transables son competitivos en forma monopólica, en cuyo caso puede haber una oferta poco variada. En este caso, la demanda por parte de los trabajadores de la industria de exportaciones puede elevar la eficiencia de la producción de bienes no transables. Las ciudades más grandes presentarán una mayor variedad, lo que es obviamente una realidad en el mundo.

La segunda externalidad adquiere la forma de efectos tecnológicos indirectos del sector de exportaciones a otros. Existirán factores tecnológicos externos desde la industria de exportaciones a las industrias proveedoras, pero también a otras industrias con más o menos relación. Estas externalidades tecnológicas podrían crear industrias que en sí se transformen en grandes exportadoras. Aunque menos directamente, existió una externalidad clara en la participación comercial de la ciudad de Nueva York para su transformación en una exportadora de servicios financieros. Las ciudades que exportan turismo o servicios a los ferrocarriles que pasan por ellas, probablemente tienen relativamente pocas oportunidades para tales externalidades. Estas ciudades, a no ser que encuentren algo mejor que hacer, no crecen realmente si sus exportaciones no son lo suficientemente importantes.

Cuando el sector exportador crece, también lo hace la demanda de mano de obra y los salarios reales. Parte del incremento de los salarios reales es contrarrestado por el aumento de la oferta de mano de obra y por la migración desde el campo a la ciudad y posiblemente otras ciudades; pero los salarios reales también crecen. Esta externalidad

pecuniaria no tendrá necesariamente un impacto en el bienestar, a no ser que la mano de obra sea extraída de actividades cuyo producto marginal sea mucho menor (también se debe compensar a las personas por el traslado y por vivir en una ciudad nueva). En el último caso, la externalidad pecuniaria tendrá un efecto significativo en el ingreso. También existe el efecto de la mayor demanda agregada de los mayores salarios sobre la demanda de los bienes no transables, lo que puede tener importancia si son monopólicamente competitivos.

Los mayores salarios de la ciudad podrían explicar por qué las ciudades tienden a especializarse en un tipo de exportación, a no ser que las externalidades de producción entre las diferentes exportaciones sean muy grandes. Mientras la industria exportadora de la ciudad esté floreciente, los salarios reales serán más altos, determinando que sea caro para otras industrias ubicarse allí sin una razón especialmente buena (cuando una industria de exportación declina, a veces la reemplaza otra que se traslada para aprovechar la mano de obra especializada e infraestructura; por ejemplo Youngstwn, Ohio). En países donde las empresas tienen relaciones estrechas con el gobierno, a veces les conviene ubicarse en la capital, aunque les resulte más caro. En este caso, supuestamente la externalidad, cualquiera que sea, es suficientemente grande.

Los salarios más altos de las ciudades y las prósperas industrias de exportaciones también constituyen un incentivo para invertir en educación, ya que aumentan la diferencia entre los salarios de la mano de obra calificada y no calificada. Otro estímulo para esta inversión lo constituye la diversidad del sector no transable, que supuestamente aseguran que un obrero capacitado encontrará algún trabajo en el cual desempeñar sus habilidades. (Existe alguna evidencia de que los períodos de desempleo en las ciudades diversificadas son más cortos). Como se mencionó, si la inversión inicial en educación se realiza eficientemente, el aumento de la riqueza de esta demanda derivada de la educación es pequeño. Sin embargo, si la inversión inicial en capital humano es muy baja, entonces las externalidades de la industria exportadora pueden tener un efecto importante en el bienestar. Además, si la industria de exportaciones es lo suficientemente grande, puede haber tanta demanda de educación como para que la ciudad invierta en una mejor infraestructura educacional. El sector exportador también puede superar el problema del mercado pequeño en esa área, tendiendo nuevamente hacia una mejoría significativa de los ingresos.

Hay otras externalidades que pueden ser menos importantes, pero vale la pena mencionarlas. Cuando la variedad de bienes no transables en la ciudad es suficientemente grande, ésta puede transformarse en una atracción en sí misma, lo que generará un mayor flujo de exportadores hacia la ciudad, ya que efectivamente los salarios reales están bajando. Este efecto será contrarrestado por el incremento del valor de las propiedades, y el hacinamiento, que son externalidades negativas. El

aumento del valor de las propiedades y de lo salarios reales también pueden desincentivar la expansión de la ciudad y la llegada de nuevas industrias exportadoras, a pesar de los posibles factores tecnológicos externos de los exportadores existentes. Estos efectos podrían limitar el crecimiento de la ciudad en una forma que en todo caso no restringe el crecimiento de un país.

En resumen, se puede efectuar un seguimiento de la creación de riqueza en una ciudad a partir de su sector exportador. Un aspecto importante es que si los mercados competitivos mediaran todas las externalidades pecuniarias, una ciudad no crearía mucha riqueza más allá de la generada directamente por su industria exportadora. Esta es probablemente la razón por la cual las ciudades cuyas industrias exportadoras no crean muchas externalidades no crecen tanto. Se crea mucho más riqueza cuando existen externalidades significativas que no son captadas por la industria exportadora original, y que conducen a la creación de otro capital humano y físico. Es probable que las externalidades más importantes sean las del conocimiento que afectan a los proveedores y a otras empresas de industrias relacionadas, los efectos en la adquisición de capital humano y los efectos en la provisión y variedad de bienes no transables. Cuando estos efectos son significativos, las ciudades se enriquecen.

3. ¿Lecciones de políticas?

Puesto que todos los modelos analizados tienen externalidades, todos sugieren la existencia de un espacio para una intervención estatal beneficiosa. Sin embargo los trabajos anteriores en esta área no han analizado las intervenciones estatales. Lucas (1988), especialmente, observa que no sabemos cuáles son las actividades que generan externalidades. Seré más aventurado al destacar que las intervenciones sugeridas por estos modelos son sólo tan útiles como los modelos en sí.

El primer tipo de externalidad importante para el crecimiento es el de la demanda agregada que conduce a la expansión de los mercados internos y a la factibilidad de una industria de retornos crecientes. Rosenstein-Rodan (1943) propuso una inversión coordinada a través de los sectores como una forma de obtener un efecto de demanda agregada suficientemente grande. Su trabajo con frecuencia ha sido interpretado como un fundamento para proyectos "elefante blanco", que históricamente han sido un fracaso. No me parece que la historia de Rosenstein-Rodan implique una preferencia por proyectos grandes, envidentemente no, a no ser que sean proyectos grandes *en todas las industrias a la vez* y posiblemente ni aún así. Primero, los proyectos intensivos en capital generan mucho ingreso al capital, que tiende a distribuirse en forma dispareja y con

frecuencia se gasta en importaciones o se envía al exterior en lugar de invertirse en industrias internas. Por lo tanto, los efectos indirectos de la demanda agregada del ingreso del capital serán pequeños. Segundo, los proyectos grandes, intensivos en capital, tienden a generar salarios altos para pocos trabajadores, lo que lleva nuevamente a efectos de demanda agregada relativamente insignificantes. El mensaje con respecto a políticas que surge de la historia de Rosenstein-Rodan, puede no constituir el fundamento para el gran impulso coordinado con proyectos grandes.

Tanto las historias de las externalidades de la demanda agregada como la experiencia, sugieren que la forma más fácil para crear una demanda significativa para la industria interna es a través de un sector agrícola o exportador muy productivo. Tecnológicamente, esto puede ser más fácil que por medio de un gran impulso coordinado, y los efectos de la demanda probablemente serán iguales o mayores. Una de las razones por las cuales las externalidades son mayores en estos casos, es que los beneficios de la alta productividad se distribuyen en forma relativamente amplia, a diferencia de un enclave industrial. La creciente productividad agrícola y la estimulación de un vibrante sector exportador (supuestamente construyendo infraestructura o proporcionando otras facilidades de apoyo para los productores) constituyen las estrategias propuestas por Lewis (1953) en su informe sobre industrialización de la Costa de Oro. Los argumentos teóricos para estas proposiciones son mucho más fáciles de concretar que los proyectos grandes.

El segundo tipo de externalidad que se destaca en la literatura reciente es el de la inversión en infraestructura, como caminos, ferrocarriles o centrales de energía. Ese tipo de inversión permite a los fabricantes potenciales aprovechar los retornos crecientes y transportar sus producciones a diferentes lugares. Por muchas razones, incluso la incapacidad de discriminar en cuanto a precio y el riesgo de que esa inversión se transforme en un "elefante blanco", es posible que el sector privado invierta poco en infraestructura. Los modelos sugieren un rol claro para el Estado en el subsidio de la construcción de infraestructura.

Uno de los más importantes tipos de infraestructura es la de educación. En una economía en que existen restricciones al mercado de capitales y de otro tipo para obtener la cantidad óptima de educación, y en que las externalidades del conocimiento son importantes, probablemente es deseable subsidiar la educación. La construcción de infraestructura educacional (escuelas y universidades, así como también la entrega de textos de estudio) tiene la ventaja adicional de que los mercados privados están en desventaja comparativa para suministrar dicha infraestructura.

Con respecto a la inversión, los modelos sugieren que es mejor invertir en cosas que generan conocimiento y experiencia, y que pueden producir efectos indirectos en otros sectores de la economía. Esto probablemente constituye un argumento *en contra* de proyectos grandes

y altamente especializados, desde los cuales no pueden fluir fácilmente el conocimiento y las personas hacia otros sectores de la economía. Las externalidades también argumentan en contra de la inversión en sectores tales como vivienda. Ellos argumentan a favor de la inversión en infraestructura, y en sectores industriales con gran potencial para el aprendizaje, especialmente si ese aprendizaje ayuda a las exportaciones. Tal vez la capacidad para internalizar las externalidades tecnológicas y organizacionales a través de conglomerados, sea parte del secreto del crecimiento del Asia Oriental.

Esto conduce al último tipo de externalidad que se destaca en la literatura reciente, a saber, los efectos indirectos del conocimiento. El conocimiento se encarna en las personas en lugar de los textos y, por lo tanto, lo que es relevante para el crecimiento y desarrollo no es la frontera tecnológica, sino la cantidad de conocimientos de la población (Schultz, 1981). La educación es la materia más obvia de difundir ese conocimiento, como lo es, por ejemplo, la inversión en salud para mantener sanos a los portadores del saber. Becker y Murphy destacan a la familia como el mecanismo para la transmisión del conocimiento; sin embargo, esto obviamente es un mecanismo de baja frecuencia. Mi opinión es que para aprovechar los efectos indirectos del conocimiento práctico, probablemente es preferible realizar proyectos tales como empresas conjuntas con los coreanos, además de participar en los mercados mundiales donde la competencia genera y obliga a la transmisión de conocimiento. Las estrategias orientadas hacia el exterior probablemente generan mucho más aprendizaje que las orientadas al interior. Es interesante observar que la transmisión de conocimiento ha sido identificada por Arrow (1962) como el problema clave de la teoría del crecimiento. Esto evidentemente permanece igual hoy día.

Algunas de las políticas que se han descrito en este trabajo van más allá de la letra de los modelos y, en este sentido, requieren de una justificación mucho mayor. Sin embargo, los modelos son útiles en el sentido que sugieren qué buscar en las intervenciones de políticas útiles. Si el caso es, efectivamente, como los modelos lo sugieren, que las externalidades son el motor del crecimiento, entonces los países deberían intentar promover actividades que generen grandes externalidades. Al menos esta sugerencia restringe la lista de cosas que se debe subsidiar.

Bibliografía

Arrow, Kenneth J. (1962). "The Economic Implications of Learning by Doing", *Review of Economic Studies* 29: 155-173.

Bairoch, Paul (1988). *Cities and Economic Development*, Chicago: University of Chicago Press.

Becker, Gary S. and Murphy, Kevin M. (1988). "Human Capital and Economic Growth", en la revista *Journal of Political Economy* de próxima aparición.

Hischman, Albert O. (1958). *The Strategy of Economic Development*. New Haven: Yale University Press.
Jacobs, Jane (1972). *The Economy of Cities*. New York. Vintage Books.
Lewis, W. Arthur (1953). *Report on the Industrialization of the Gold Coast*. Accra: Oficina de Impresión del Gobierno de la Costa de Oro.
Lewis, W. Arthur (1954). "Economic Development with Unlimited Supplies of Labor", *Manchester School* 22: 139-191.
Lucas, Robert E. Jr. (1988). "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22: 3-42.
Murphy, Kevin M.; Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. (1989a). "Income Distribution, Market Size, and Industrialization". *Quarterly Journal of Economics* 104 (agosto): 537-564.
Murphy, Kevin M.; Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W. (1989b). "Industrialization and the Big Push". *Journal of Political Economy* (octubre).
Nurkse, Ragnar (1953). *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*. Oxford, UK: Basil Blackwell.
Romer, Paul (1986). "Increasing Returns and Long-run Growth". *Journal of Political Economy* 94 (octubre): 1002-1037.
Rosenberg, Nathan (1963). "Technological Change in the Machine Tool Industry, 1840-1910". *Journal of Economic History* 23 (diciembre).
Rosenstein-Rodan, Paul (1943). "Problems of Industrialization of Eastern and South-Eastern Europe". *Economic Journal* 53 (julio-septiembre): 202-211.
Schultz, Theodore W. (1981). *Investing in People*. Berkeley: University of California Press.
Scitovsky, Tibor (1954). "Two Concepts of External Economies. *Journal of Political Economy* 62 (abril): 143-151.
Scott, F.M.G. (1989) *A New View of Economic Growth*. Oxford, UK: Oxford University Press.
Young, Allyn (1928). "Increasing Returns and Economc Progress". *Economic Journal* 38 (diciembre): 528-539.

CAPITULO 3

De la Estabilización al Crecimiento

RUDIGER DORNBUSCH
Massachusetts Institute of Technology y
National Bureau of Economic Research

Los 80 fueron una década perdida para América Latina, ¿lo serán también los 90? En algunos países, como Brasil o Perú, la estabilización ni siquiera ha comenzado; en otros como Argentina, sus logros son todavía inciertos y vulnerables. Incluso aquellas naciones que han establecido firmemente una nueva trayectoria para su manejo económico aún están esperando el retorno del crecimiento económico. Selowsky (1989) ha destacado el tema clave, el retorno de la inversión:

> "El crecimiento a largo plazo sólo se puede lograr cuando los ciudadanos prefieren invertir internamente en vez de hacerlo en el exterior, y cuando la productividad de dicha inversión es alta tanto social como privadamente, y se espera que permanezca así en el futuro. Cuando surgen dichas condiciones, podemos afirmar que el país ha llegado a la Etapa III del ajuste. Chile y Uruguay se pueden clasificar en esa etapa hoy en día; México y Bolivia se desplazan gradualmente hacia ella".

El aspecto más difícil de la estabilización es la transición hacia el crecimiento. Este fue el caso de la hiperinflación europea en la década de los 20, y se observa nuevamente hoy en día. En un medio completamente diferente, en los EE.UU., durante los años 1930, la recuperación económica no se afirmó hasta 1940, cuando el auge de las exportaciones de material bélico a Gran Bretaña proporcionó el impulso requerido[1]. La simple

[1] Ver Gordon y Wilcox (1981).

Previous Page Blank

realidad es que incluso con esfuerzos importantes, los países no salen adelante fácilmente. Esto, por supuesto, no es un argumento en contra del ajuste. Sin embargo, obliga a preguntarse si existen políticas o mecanismos que puedan asistir –o, incluso, ser esenciales– en la recuperación y el crecimiento. Si la falta de recuperación corresponde a una falla de coordinación, entonces las fuerzas de mercado no pueden resolver la dificultad y se debe encontrar un mecanismo para lograr la coordinación. Los préstamos Dawes Loan, de la Liga de las Naciones, y el Plan Marshall han constituido el mecanismo desencadenante en el pasado.

Antes de investigar lo que puede aportar la teoría sobre estos temas, analizaremos algunos hechos brevemente. El análisis será introducido con una rápida revisión de la experiencia europea y luego la vuelta al dilema de la estabilización.

1. Comportamiento comparativo

¿Cuán cerca están los países de hoy de una reanudación del crecimiento? La gran disminución del ingreso per cápita en la década de los 80, años después de la estabilización, plantea la principal interrogante para los países que logran estabilizarse: ¿volverá el crecimiento económico?, y ¿lo hará antes de que las demandas populistas inviertan la situación?[2] El tema de la recuperación oportuna del crecimiento es decisivo debido a que los efectos iniciales de las medidas de ajuste son reducir el bienestar de los pobres y la inversión del sector público; de esta manera la austeridad es política y económicamente insostenible.

a) América Latina

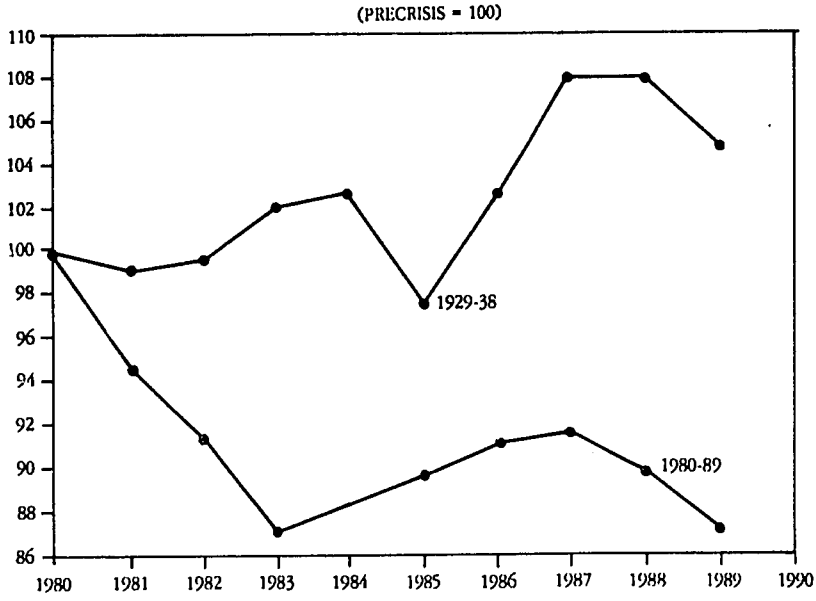
El ingreso per cápita en América Latina hoy está al nivel de principios de la década de los 70. En comparación con la experiencia de los años treinta, la depresión de la actividad económica es mucho peor como se indica en el Gráfico 1. Más aún, el cuadro general es muy favorable, debido a que refleja el comportamiento relativamente positivo de Brasil, donde en 1988 el ingreso per cápita ya había alcanzado el nivel de 1980. Además, el comportamiento del ingreso per cápita agregado no considera la distribución del ingreso que es cada vez peor.

---

[2] Para populismo en América Latina, ver Dornbusch y Edwards (1989) y Sachs (1989).

GRAFICO 1

AMERICA LATINA: INGRESO PER CAPITA



CUADRO 1

CRECIMIENTO E INVERSION COMPARATIVOS
DE INGRESO PER CAPITA
DE LOS PAISES MENOS DESARROLLADOS
(Porcentaje por año)

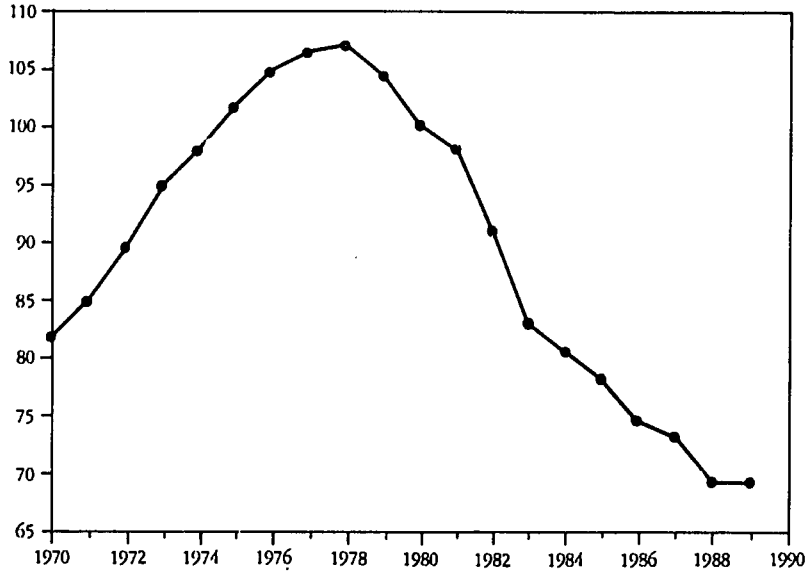
	1970-79		1980-88	
	Inv./PGB	Crecimiento	Inv./PGB	Crecimiento
A. Latina	23,5	3,1	19,2	-1,4
Brasil	26,8	5,2	21,0	-0,0
Chile	14,7	2,0	15,7	0,1

Fuente: FMI y Comisión Económica para América Latina.

Bolivia ha dominado la hiperinflación, estabilizado las finanzas públicas y administrado una fuerte dosis de economía de oferta. El trabajo fácil ya está hecho, y ahora el país espera una recuperación y crecimiento. El ingreso per cápita, como se indica en el Gráfico 2, no sigue cayendo verticalmente, pero ha descendido mucho y, 4 años después de la estabilización, no existe certeza de que se produzca un cambio importante en los hechos. El ingreso per cápita continúa cayendo. Además, en noviembre de 1989 explotó el conflicto social cuando el gobierno declaró estado de sitio y encarceló nuevamente a los líderes sindicales que se encontraban en huelga. El gobierno de Bolivia puede haber ganado la guerra de la inflación, pero ahora ha perdido la paz. El caso de Bolivia es muy importante, porque existe consenso en que este país puso en práctica todas las reformas necesarias que lo hizo firmemente, y hace ya bastante tiempo. El caso confirma la sospecha de que la estabilización puede no ser suficiente. Entonces, ¿qué más se debe hacer?

GRAFICO 2

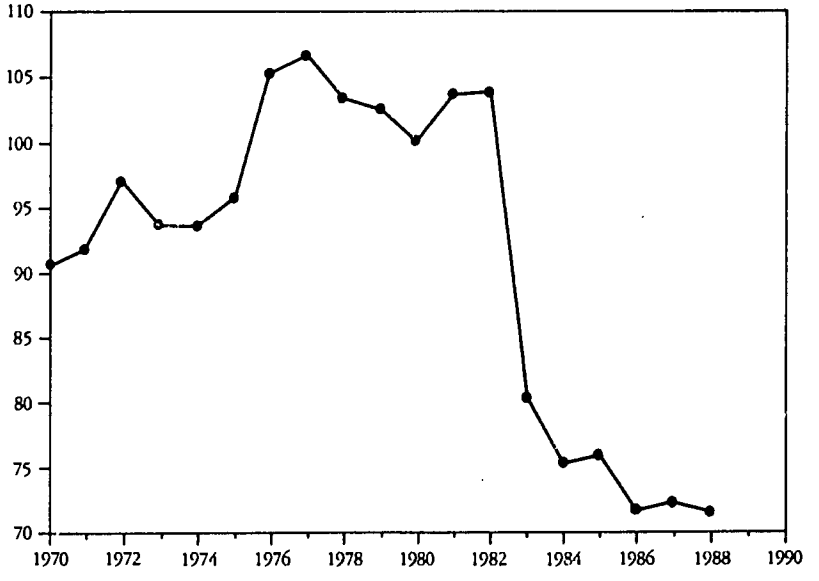
BOLIVIA: PGB PER CAPITA
(Indice 1980 = 100)



Bolivia no constituye un caso único. México se encuentra en la misma situación. El ingreso per cápita está más de un 17 por ciento por debajo de su punto máximo de 1981 y los salarios reales en las fábricas están bajo el rango del principio de los 70, como se aprecia en el Gráfico 3. ¡No se vislumbra un crecimiento del ingreso per cápita! Y, cuando Argentina o Perú se estabilicen algún día, enfrentarán exactamente el mismo dilema: ¿Qué viene después de la estabilización? La respuesta parece ser una lenta paralización. Incluso en Brasil, en que el deterioro de la crisis económica nunca alcanzó proporciones extremas (aparte de aquellas relativas a la inflación), se debe cuestionar si la austeridad de una estabilización no habría roto el permanente optimismo.

GRAFICO 3

EL SALARIO REAL EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA
(Indice 1980 = 100)



b) **La experiencia europea en los años 1920**

La Primera Guerra Mundial, el desmembramiento de los imperios, la hiperinflación y la estabilización tuvieron un impacto profundo en la historia europea; para muchos, el surgimiento del fascismo y el éxito político de Hitler fueron una consecuencia del trastorno económico y de

la pauperización de principios de los años 20[3]. La pregunta que nos interesa en este caso es si en el mediano plazo como consecuencia de la hiperinflación; ¿existió una disminución lenta de la actividad? Sargent (1982-1936) argumentó que la estabilización no tuvo un efecto adverso importante sobre el empleo. De hecho, construyó sobre este punto su teoría de estabilización verosímil. Sin embargo, su evidencia ha sido desafiada[4].

La información sobre desempleo indica que se produjo un aumento importante. El Gráfico 4 presenta el caso de Alemania, y se puede encontrar información similar para Austria, Polonia y Hungría, como ha demostrado Wicker (1986). Sin embargo, se deben destacar los siguientes aspectos. Primero, el aumento del desempleo, aunque muy importante, no tuvo gran duración a las tasas máximas. Segundo, el análisis detallado de la información revela que gran parte del aumento del desempleo es específico a un sector; representa el desempleo estructural que surge de la marcada contracción del sector público y del sistema bancario.

Layton y Rist destacaron un punto relacionado con este tema. La persistencia del desempleo alto reflejaba un brusco aumento de la productividad en las empresas del sector privado. La producción se recuperó, como se indica en el Cuadro 2, pero los aumentos de productividad fueron tan grandes que no disminuyó el desempleo. Layton y Rist (1925, p. 16) comentan lo siguiente:

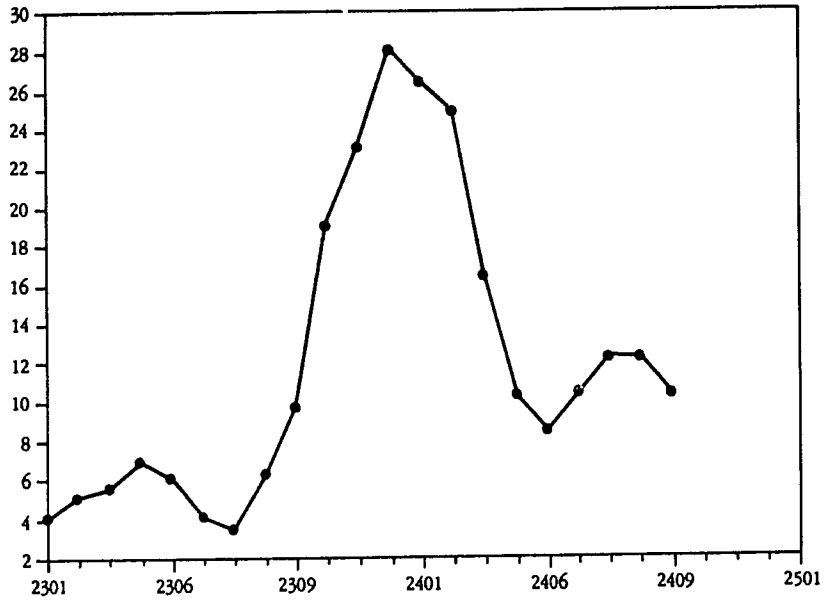
> "El creciente volumen de desempleo ocasionó una gran desilusión tanto en Austria como en el exterior. En algunos distritos se supuso que la industria austríaca había sido golpeada severamente por la crisis financiera, mientras que en otros se interpretó como un signo de que Austria no podría soportar la nueva situación a la cual se enfrentaba. Sin embargo, ninguna de estas deducciones es justificada... El alza marcada del desempleo se debe principalmente al hecho de que, desde la estabilización, ha existido una constante eliminación de excedente de trabajadores y a la introducción de métodos más económicos de trabajo, movimiento que es la contraparte del negocio privado del régimen introducido por el esquema de reconstrucción en la esfera de las finanzas públicas. En el mundo industrial ha sido acompañado por un aumento sustancial de los salarios, un aumento de la producción per cápita y, en muchos casos, una reducción de los costos de producción".

---

[3] Ver Guttman y Meehan (1976), Ferguson (1975) y Ringer (1969).
[4] Ver Wicker (1986) y Dornbusch (1988).

GRAFICO 4

DESEMPLEO EN ALEMANIA
(Porcentaje de la Fuerza Laboral)



CUADRO 2

EUROPA EN LOS AÑOS 1920:
PRODUCCION INDUSTRIAL
(Indice: 1921=100)

	Austria	Alemania	Hungría	Polonia	Nivel mundial
1922	119*	128	125	158	123
1923	127	144*	88	152	129
1924	128	136	104*	121*	137
1925	148	151	120	135	149
1926	148	159	130	126	156
1927	166	158	154	163	166

**Fechas de estabilización:* Austria: agosto, 1922; Alemania: noviembre, 1923; Hungría: junio 1924; Polonia: enero, 1924.

Fuente: Liga de las Naciones (*Industrialization and Foreign Trade*, 1945).

A partir del Cuadro 2 se puede deducir que el comportamiento económico de los países de Europa con hiperinflación, considerando todo el período 1921-27, no es significativamente diferente al de la economía mundial. Es cierto que el cuadro sólo se centra en la industria. Además, y tal vez mucho más importante, los niveles de producción de 1921 estaban por debajo de los niveles de 1913 y, por lo tanto, podría haber existido espacio para una recuperación mucho más fuerte y para una reconstrucción física de los pueblos azotados por la guerra y de los bienes de capital.

La información de las cuentas del PGB de Alemania, sin embargo, sugiere que durante 1926-27 estos países habían alcanzado nuevamente los niveles de ingreso real de 1913. También indican un crecimiento real substancial (como se observa en la producción industrial en el Cuadro 1) en 1925-27[5]. Tomando en cuenta todos los aspectos, aunque sea un poco sorprendente, es difícil interpretar la información del Cuadro 2 como evidencia de una disminución lenta y profunda de la actividad. Esto plantea con mayor fuerza la pregunta sobre la razón por la cual los países europeos tuvieron un mejor comportamiento que Bolivia, México o incluso Chile en la década de los 80.

2. Transición al crecimiento

Existe una variedad de paradigmas sobre el crecimiento. Estos varían desde la economía de la oferta a modelos más sofisticados de credibilidad, desde la teoría del crecimiento neoclásico a modelos del rol del crédito financiero de intermediación y la nueva economía de coordinación bajo competencia imperfecta. Antes de tratar estos temas revisaremos el enfoque básico.

a) El modelo del FMI

Cuando los países se embarcan en procesos de estabilización se les dice que el beneficio más importante que obtendrán será la formación de una base nueva y sólida para el crecimiento. Es ilustrativo ver cómo el FMI presenta este problema; me basaré en el estudio específico de Khan y Knight (1985), cuyo extraordinario optimismo sorprenderá.

Como se ha indicado en este estudio, la estabilización fuerte no tiene efectos adversos duraderos sobre el comportamiento económico. Por el contrario, políticas de demanda ayudarán a mejorar el comportamiento. Y si se agregan las medidas de la economía de oferta, como se indica en

[5] Ver Mitchell (1978).

el Gráfico 5 (obtenido del estudio de Khan y Knight), el comportamiento del crecimiento puede mejorar significativamente. Se debe observar, y esto es crucial, que el mejoramiento del comportamiento es muy rápido; se produce en menos de dos años.

El modelo: Ahora revisaremos los detalles de este modelo del FMI, ya que este análisis identifica claramente en qué punto del mecanismo de transmisión de la estabilización al crecimiento no se toman las medidas decisivas.

Nos centraremos en el sector real en que la demanda agregada impulsa el crecimiento del producto efectivo:

$$\Delta y = \ddot{I}\Delta g + \int\Delta d + \partial\Delta x + \grave{O}(y^* - y) \quad (1)$$

donde las letras minúsculas corresponden a logaritmos de variables reales:

y producto efectivo
d crédito privado interno real
g gasto estatal real
x exportaciones reales
y^* producto potencial o de capacidad total
$y^* - y$ brecha del PGB

El término final en (1) es el porcentaje de la brecha del PGB, $y^* - y$, y su rol es crítico; asegura que cualquier expansión de la capacidad se traducirá automáticamente en un aumento de producción.

El crecimiento de las exportaciones reales está regido por el producto potencial y los cambios de competitividad.

$$\Delta x = \ldots \Delta y^* + \acute{A}\Delta l \quad (2)$$

La competitividad se define como el logaritmo de la razón de los precios exógenos mundiales (p^*) a los precios internos en dólares ($e + p$):

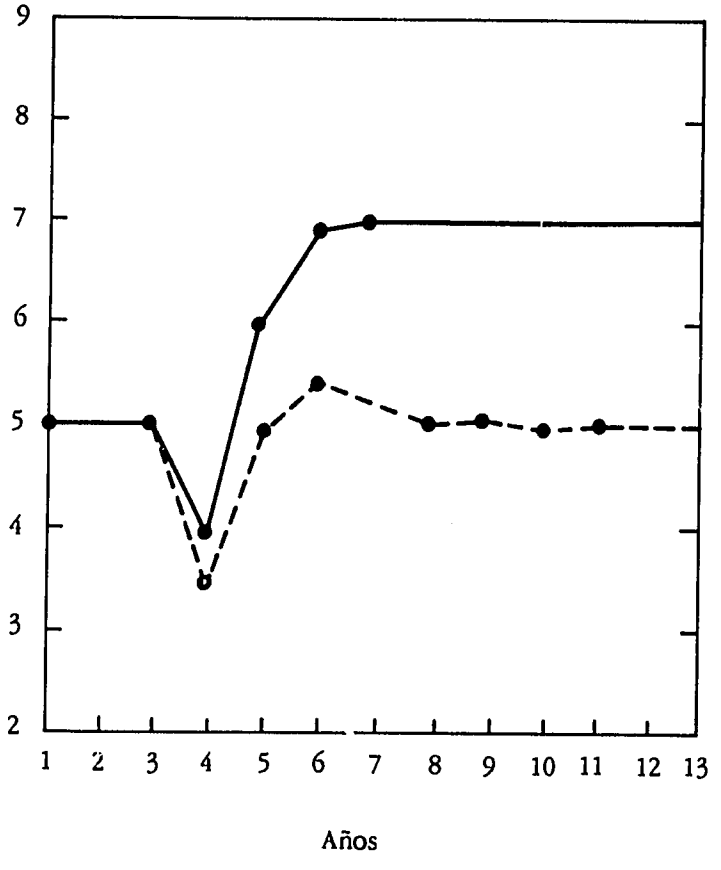
$$l = p^* + e - p \quad (3)$$

El crecimiento del producto potencial está impulsado por el crecimiento de la fuerza laboral, n, y por la razón de inversión, $\hat{I}$:

$$\Delta y^* = \hat{I}\hat{I} + (1 - \hat{I})n \quad (4)$$

GRAFICO 5

EL MODELO DEL FMI
Tasa de Crecimiento (Porcentaje)



Nota: La línea punteada corresponde a un programa que sólo usa las políticas de administración de la demanda. La línea continua corresponde a un paquete de políticas de oferta y administración de demanda.

Se debe observar que en las simulaciones del FMI el crecimiento de la fuerza laboral y la tasa de inversión se toman como exógenos. Además, no existe un mercado crediticio, de manera que la tasa de interés es exógena, y el crecimiento del crédito real al sector privado también lo es. Se podría afirmar que el efecto incentivador se produce por moneda fiduciaria.

La inflación es determinada por la brecha entre los saldos reales efectivos, m, y la demanda real de dinero, m^d, y por la tasa exógena de aumento de los precios de los bienes transables.

$$\Delta p = \mu(m - m^d) + \Delta(p^* + e) \quad (5)$$

Consideremos ahora qué sucede en este modelo cuando se produce la estabilización. El modelo y las simulaciones analizados por Khan y Knight se centran en una combinación de políticas de oferta y demanda, específicamente:

- Una reducción sostenida del 10% de la tasa de crecimiento del crédito interno nominal y del gasto estatal nominal y una devaluación nominal de 10% por una sola vez y para siempre.
- Políticas de oferta que aumentan la tasa de crecimiento del producto en un 2,5 % acumulado al año. Esto incluye específicamente un aumento de la relación de inversión. El camino del ajuste se caracteriza por los siguientes efectos:
- La devaluación aumenta la competitividad inmediatamente y a lo largo del tiempo y, por lo tanto, estimula la demanda agregada.
- En el corto plazo se produce un impacto restrictivo compensatorio de la devaluación: aumenta la inflación y así reduce el crecimiento de la demanda real para un crecimiento crediticio nominal dado.
- La reducción de la tasa de crecimiento del crédito interno nominal total y la desaceleración del crecimiento del gasto estatal nominal reducen el crecimiento de la demanda real en el corto plazo, porque la inflación no disminuye inmediatamente.

El efecto combinado de las restricciones y la devaluación producen, en el corto plazo, una baja en la tasa de crecimiento. Sin embargo, después de un año, el efecto expansionista de la devaluación y el impacto de la disminución de la inflación sobre el crecimiento del crédito real comienzan a elevar la tasa de crecimiento. La inflación disminuye a lo largo del tiempo y, finalmente, se estabiliza en una tasa reducida en 10 puntos porcentuales. En esa trayectoria, la oferta de dinero es determinada por la balanza de pagos y la tasa de inflación en el largo plazo es establecida por la tasa exógena de depreciación y de creación de crédito interno.

El crecimiento que se presenta en el Gráfico 5 es impulsado por tres factores: primero, el efecto incentivador progresivo de las exportaciones reales y la reducción de las importaciones reales derivadas de la ganancia de la competitividad. Segundo, siguiendo la crisis inicial del retraso de la demanda nominal (y, por lo tanto, inicialmente de la demanda real) existe una recuperación del crecimiento de la demanda real para el gobierno y el sector privado debido a una disminución de la inflación. Finalmente, como resultado del aumento exógeno de la inversión, el crecimiento de la producción potencial aumenta. La brecha, $y^* - y$ inicialmente se amplía, lo que estimula el crecimiento hasta que la brecha inicial del PGB es eliminada y el producto sigue la tendencia del crecimiento de la capacidad. En el largo plazo existe un completo efecto de atracción de las exportaciones netas para compensar la reducción de la demanda interna real.

En las simulaciones del FMI el valor de Ò en (1) es 9; esto implica una corrección sumamente fuerte hacia el crecimiento de tendencia y probablemente es responsable del hecho de que el retraso sólo tenga una duración de un período.

Preguntas que se plantean: Hemos llegado al punto de plantear algunos temas sobre la imagen de estabilización presentada en este modeló del FMI.

- Sorprendentemente a pesar de las discusiones efectuadas en América Latina durante medio siglo, las variables de la distribución del ingreso no juegan *ningún* rol en este modelo. La depreciación real exitosa, que casi invariablemente implica una caída de los salarios reales, no afecta la demanda real agregada.
- Del mismo modo, los problemas de salarios reales no afectan el proceso inflacionario. Por consiguiente, este modelo no podría generar de ningún modo el tan temido síndrome de un círculo vicioso en que la devaluación desencadena inflación y luego una recesión en un plazo mayor que el corto plazo.
- La depreciación real es una forma segura para obtener exportaciones netas. La elasticidad combinada de largo plazo de las exportaciones e importaciones es de 1,5 y el rezago es de sólo tres años. Debido a que las exportaciones son modeladas como las de una empresa que enfrenta una demanda completamente elástica, el tipo de cambio real apropiado es el único aspecto importante para activar al sector comercial como motor de crecimiento.
- La inversión es exógena y, por lo tanto, se puede activar para producir una expansión más rápida del producto potencial y, luego, del producto efecivo y del crecimiento de tendencia. No existe un intento para modelar el vínculo entre las condiciones crediticias, la confianza y la inversión. Como resultado de ello, existe una predicción confiable de que

las medidas de oferta pueden agregar un 2,5% al crecimiento de tendencia por moneda fiduciaria.

- En este modelo no existe discusión acerca de la disponibilidad de ahorro interno y externo para financiar el aumento de la inversión. Una pronta respuesta podría ser que el déficit presupuestario en disminución dé lugar a un crecimiento nominal del crédito para el sector privado. Sin embargo, la política de elevar las tasas de interés dirigidas a movilizar el ahorro también puede tener el efecto de disminuir la inversión.

Todos los problemas serios de estabilización son, de hecho, encubiertos, asumidos estratégicamente o atribuidos a factores externos. Como consecuencia, la perspectiva presentada es exageradamente optimista. La realidad es que los intentos de implementación de estas medidas fracasan muy a menudo. Esto se debe a que los temas de distribución del ingreso producen problemas serios de inflación y recesión; a que no se puede obtener el financiamiento requerido para las políticas de oferta que aumentan el crecimiento; o a que el ajuste del crecimiento del crédito y la devaluación producen una fuerte recesión y no generan un auge de la inversión ni en el primer año ni en el mediano plazo.

Si el sector privado no responde con inversión y expansión de capacidad, y si los problemas de confianza e inflación impiden la expansión del sector público, la persona que formula las políticas genera desconfianza, ya que ha determinado un aumento brusco de la rentabilidad en el sector transable y las utilidades se retiran como fuga de capital; no hay crecimiento y existe injusticia y conflicto social.

La respuesta simplista a este problema consiste en afirmar que la política simplemente no es verosímil y, por lo tanto, es lógico que no logre cumplir con la promesa. Sin embargo, la respuesta puede ser tautológica o absurda. No se puede suponer que el mercado resolverá los problemas de coordinación vinculados al retorno de los capitales fugados o a la reanudación de la inversión.

En resumen, el modelo del FMI no logra reconocer los vínculos empíricos críticos y pasa por alto los problemas claves de los mecanismos que determinan la reanudación de la inversión. Lamentablemente, no nos enseña nada acerca del ajuste y de la reiniciación del crecimiento.

3. Credibilidad y la opción de espera

En esta sección se desarrolla un marco conceptual para evaluar los problemas más importantes del análisis de la estabilización: ¿por qué es tan difícil el retorno del capital (como se evidencia en las tasas de interés requeridas para mantener el tipo de cambio) y por qué la inversión responde tan lentamente? La respuesta a estas preguntas implica una evaluación muy pesimista de las perspectivas de un vuelco rápido hacia

el crecimiento en América Latina. La prescripción clásica de un presupuesto equilibrado, tipos de cambio efectivos competitivos y políticas de oferta que promuevan una mejor asignación de recursos constituyen las condiciones necesarias para un retorno del crecimiento; sin embargo, ¡no son suficientes![6] Se produce un importante problema de coordinación que debe ser solucionado.

a) Equilibrio favorable y desfavorable

El rol de la coordinación y la posibilidad de un equilibrio desfavorable son, de hecho, la base de la teoría moderna de crecimiento. La teoría clásica de crecimiento no incluye un modelo ingenioso de la decisión de inversión: se invierten todos los ahorros, como en la rendición Solow-Swan, o el precio real del capital se ajusta para igualar las decisiones de ahorro y los planes de inversión. En estas economías el equilibrio es único y el progreso económico depende principalmente del ahorro y del progreso técnico externo.

Los enfoques modernos del crecimiento, especialmente Lucas, Romer, Prescott y Boyd (1987), y Murphy, Shleifer y Vishny (1989a, 1989b) han cambiado el énfasis en tres direcciones. Primero, se otorga un rol completamente central al capital humano. Y la razón por la cual se le da importancia es la incapacidad de explicar el comportamiento del crecimiento efectivo de las economías industrializadas y el intento de dar un contenido más específico al "remanente" que corresponde a dos tercios del crecimiento. Segundo, junto con el capital humano se encuentra el rol de las "empresas", entendidas como grupos u organizaciones que llevan consigo un elemento de retornos crecientes.

Desde nuestro punto de vista, el tercer aspecto de la teoría moderna de crecimiento es más interesante: se construye en torno a la noción de que las empresas son imperfectamente competitivas. Esto implica que sus decisiones de inversión son interdependientes. Debido a que se producen utilidades (al contrario de lo que ocurre en la competencia perfecta) la rentabilidad de una inversión depende del estado de la economía: si todas las empresas invierten se produce un "boom" y se elevan las utilidades; si otras empresas no invierten, la empresa individual se asegurará de hacer lo mismo, ya que las utilidades serían bajas o negativas. Esta dependencia de las utilidades respecto a las acciones de otras empresas crea un elemento estratégico que conlleva problemas de coordinación; habitualmente se producirán por lo menos dos equilibrios: el "favorable" en que la inversión es alta y se produce un auge de la economía, y el "desfavorable" en que existe la situación opuesta. El tipo de equilibrio

---

[6] Esta sección explaya el argumento de Dornbusch (1989). Ver también Blejer e Isze (1989).

predominante dependerá de las expectativas –los "espíritus animales"– de Keynes se representan aquí como las expectativas de las empresas imperfectamente competitivas.

Es evidente que en una economía pequeña (con protección y costos de transporte) muchas –si no todas– las empresas son imperfectamente competitivas y, por lo tanto, estas consideraciones serían especialmente relevantes. Consideremos ahora la historia real: Existen dos estados de la economía agregada. En el estado F, que corresponde a "favorable" se produce un auge de la economía y el tipo de cambio es estable. En este estado, la producción y la inversión son rentables. En el otro estado, D, que corresponde a "desfavorable", las utilidades son bajas o negativas y/o el tipo de cambio se puede depreciar. Si se espera que predomine el estado favorable, todas las empresas desearán invertir; si predomina el estado desfavorable, nadie deseará invertir. Observe cómo se puede contar la historia de la producción de inversión, en que la producción en sí, debido a rezagos y a la necesidad de comprometer el capital de trabajo y sufrir la exposición a los controles o depreciación, es una decisión de inversión.

El modelo se cierra reconociendo que si todos invierten existe un estado favorable que se desarrolla por esfuerzo propio y si existe escepticismo, nadie o muy pocos invertirán; este escepticismo es consecuencia de una economía debilitada. Es obvio que esta situación es como la economía de las corridas bancarias: si todos piensan que los bancos no son solventes se producirán las corridas y los bancos quebrarán; por el contrario, si existe indiferencia u optimismo acerca de la solvencia, los bancos florecerán. La historia parece verídica, con bases microeconómicas convincentes, y explica por qué en Chile la actividad económica prospera mientras que en Bolivia no lo hace. También indica que la estabilización no libera los "espíritus animales" por sí misma. Solo en una situación de auge existirían razones para invertir en Bolivia, y ¿por qué habría de esperarse un auge?

El modelo del "espíritu animal" destaca que existen factores externos importantes en toda la economía; alguien debe resolver el problema de coordinación que modifica las expectativas y, por lo tanto, conduce a la economía hacia el equilibrio favorable. La noción convencional de que el Estado puede crear las condiciones favorables para atraer capitales a través de políticas financieras estables y una asignación de recursos mediante políticas sensatas, pero no puede obligar a invertir, es incorrecta. El capital externo puede contribuir a la creación de expectativas, como se observó en el caso de Europa en la década de los años 20. Cuando se sabe que el mercado mundial de capitales está en contra de un país, es más probable que se produzca un equilibrio desfavorable[7]. Podemos aplicar

[7] Para otras aplicaciones sobre la noción de equilibrios múltiples y el alcance de la coordinación, ver Calvo (1988a, b).

estas ideas al problema concreto del retorno de los capitales fugados y la reactivación de la inversión.

b) **La opción de esperar**

Un problema común posterior a la estabilización es la falta de un retorno estabilizador de capital. Los inversionistas tienen la opción de postergar el retorno del capital que ha salido, y esperarán hasta que la concentración de los retornos a la inversión sea suficiente como para compensar el riesgo de abandonar la opción de liquidez que significa la posición de esperar para ver qué sucede[8].

La opción de esperar está presente incluso en el caso en que las tasas de interés sean altas y favorables. Además, al retornar el capital lo hace en forma líquida, preparado para salir en caso que fuese necesario. Definitivamente existe poco compromiso hacia una rápida reactivación de la inversión real. Esto se debe a la incertidumbre residual de si, de hecho, la estabilización puede ser mantenida.

En la literatura, este tema ha sido abordado de diferentes formas, generalmente en términos de decisiones irreversibles de inversión[9]. En este documento nos hemos concentrado en un ejemplo muy simple de dos períodos para demostrar el punto básico. Supongamos que los inversionistas pueden elegir entre invertir en los EE.UU. o en México. El retorno en los EE.UU. en ambos períodos es $R^* = (1 + r^*)$. En México el retorno seguro del primer período es $R^* + m$. En el segundo período, con la probabilidad p los hechos son favorables y el retorno es R^G. Con la probabilidad (1 - p) son desfavorables y el retorno es sólo R^B.

La pregunta ahora es de cuánto deberá ser este premio del primer período para inducir a los inversionistas a aceptar la incertidumbre e invertir inmediatamente durante dos períodos. Suponemos que los inversionistas han tenido la posibilidad de postergar la decisión de inversión hasta resolver la incertidumbre; sin embargo, en México no pueden retirar la inversión después del primer período, al descubrir que se ha desencadenado un estado desfavorable. Luego, la decisión es invertir ahora o esperar hasta que se resuelva la incertidumbre.

---

[8] El marco conceptual es familiar a partir de la literatura y de las aplicaciones de la opción, especialmente por Dixit (1989).

[9] Ver, por ejemplo, Van Wijnbergen (1985) y especialmente Tornell (1988).

CUADRO 3

RETORNOS DE INVERSION ESPERADOS

	Primer período	Segundo período
Inversión en México		
Ahora irreversible	$R^* + m$	$pR^G + (1 - p)R^B$
Esperar y observar	R^*	$pR + (1 - p)R^*$

Para afinar este punto suponemos que la rentabilidad esperada en el segundo período es igual al retorno de los EE.UU., es decir: $R^* = pR^G + (1 - p)R^B$. Luego, el criterio relevante para la inversión inmediata en México es:

$$(R^*+m)[pR^G + (1 - p)R^B] > R^* [pR^G + (1 - p)R^*] \quad (6)$$

donde, observando que $R^* = pR^G + (1 - p)R^B$, esta expresión se reduce a

$$m \geq (1 - p) (R^* - R^B) \quad (7)$$

Luego, un inversionista neutral frente al riesgo requiere de un premio para efectuar una inversión que tiene el mismo retorno esperado del segundo período (R^*) como oportunidad de inversión alternativa. Esto se debe a que al esperar se puede lograr un retorno incluso mayor, una vez resuelta (o disminuida) la incertidumbre. El premio requerido para la inversión inmediata es mayor mientras más grande sea la probabilidad de un estado desfavorable y mayor sea la diferencia entre la tasa de rentabilidad externa y aquella que prevalece en un estado adverso.

Las ideas se pueden llevar más allá si suponemos que existe un vínculo entre la probabilidad de fracaso del programa y la magnitud del capital repatriado. Específicamente,

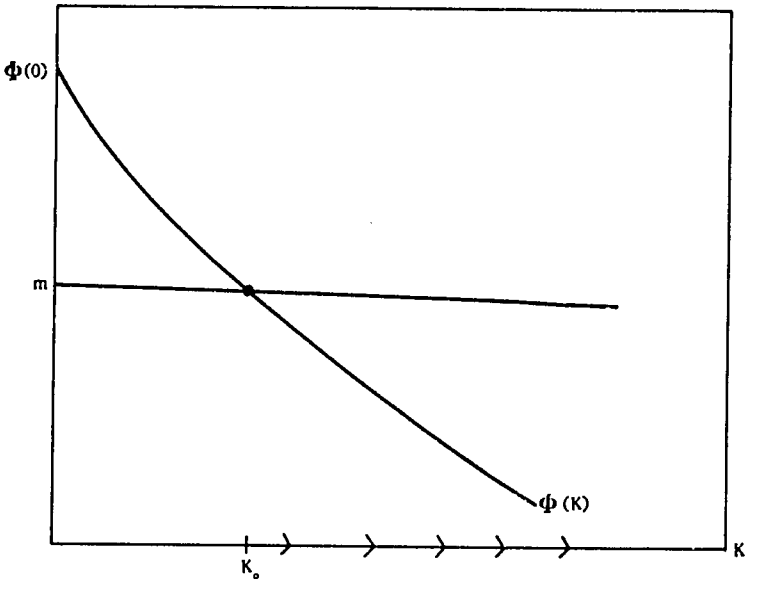
$$(1 - p) = Á(K); Á < 0 \quad (8)$$

donde K es el retorno de capital. El exceso de retorno al capital en México, m, se considera como retorno exógeno. El criterio para el retorno en México, requerido para inducir la repatriación, se transforma en:

$$m > ®(K) = Á(K) (R^* - R^B) \quad (9)$$

El Gráfico 6 muestra el esquema que representa el retorno sobre el capital en México, m, y el retorno requerido Φ(K). Existen dos tipos de equilibrio posibles. Si no se anticipa la repatriación del capital, los poseedores individuales de activo perciben un retorno requerido Φ(0) y obtienen un retorno real de $\hat{I}$ que no es suficiente para cubrir el riesgo. Por consiguiente, no repatrían capital y, luego, prevalece el equilibrio desfavorable. Debido a que no se ha producido un retorno de capital, el equilibrio resultante es consecuencia del supuesto de que existe una alta probabilidad de fracaso del programa. El otro equilibrio es aquel en que el inversionista individual espera repatriar al menos K_o. Con esta repatriación, la evaluación del riesgo cae bruscamente y todos los inversionistas repatrían capitales. Como resultado de ello todo el capital vuelve, debido a que la rentabilidad requerida está por debajo de la utilidad real. Luego, la interrogante es cómo desencadenar su equilibrio favorable.

GRAFICO 6



¿Cómo pueden los gobiernos dar seguridad a los inversionistas? La respuesta común es desarrollar un proceso de estabilización "verosímil". La credibilidad es la palabra clave de fines de los años 80, utilizada para explicar en forma simple por qué fracasan o tienen éxito los progamas[10].

10 Ver Anderson (1989), Persson (1988) y Blackburn y Christensen (1989).

En la práctica, la credibilidad consiste en altas tasas de interés y un tipo de cambio tan competitivo que hacen poco probable que se produzcan mayores depreciaciones. Sin embargo, las altas tasas de interés son contraproducentes desde el punto de vista del crecimiento, ya que privilegian la posesión de activos de papel más que inversiones reales. Un tipo de cambio real bajo disminuye el nivel de vida y, por lo tanto, reduce la demanda interna y la rentabilidad de todas las inversiones, excepto aquellas del sector de bienes transados.

Si la depreciación real no es suficiente para desencadenar la inversión, el gobierno enfrentará una posición muy incómoda: el ingreso estará siendo redistribuido desde la mano de obra hacia el capital, pero debido a que la depreciación real no es suficiente (en términos de (9)), el aumento de las utilidades se sacará del país como fuga de capital. La mano de obra obviamente insistirá en que la política se revierta. Esta incertidumbre es una característica importante para comprender el tipo de cambio real, las relaciones de fuga de capitales y las dificultades posteriores a la estabilización. La opción de postergar la repatriación, la inversión en plantas y equipos, en mercados de exportación o simplemente en capital de trabajo, y –aún más– la utilización de la capacidad existente, constituyen un gran obstáculo para la reanudación del crecimiento. Esta opción requiere de pagos iniciales (o garantías) que los países latinoamericanos no pueden efectuar hoy en día.

Es común argumentar que los altos pagos iniciales requeridos para que los inversionistas renuncien a esta opción son un reflejo de las malas políticas del pasado y de la incertidumbre proyectada en el futuro. Es cierto, pero ¿cómo repetir este proceso? El comprender los problemas teóricos de consistencia temporal y precompromiso ayuda a entender por qué existe el problema, pero no ayuda a solucionarlo.

Implicancias: El modelo destaca una visión crítica en relación al rol del capital externo: mientras exista incertidumbre acerca del tipo de cambio (y se modifiquen los programas incapaces de mantener el tipo de cambio) la credibilidad de un programa se reducirá bruscamente.

En la década de los 20, casi inmediatamente después de las estabilizaciones principales, Europa fue invadida por el capital estadounidense. Los préstamos masivos a América Latina, que precedieron al incumplimiento de las obligaciones en los años 1930, tuvieron una contraparte en los grandes préstamos a los países europeos, desde Polonia a Alemania, pasando por Austria y Europa Central. Algunos países lograron una exitosa estabilización con la ayuda de préstamos externos (ver Cuadro 4); otros tuvieron entradas de capital después de algunos años de estabilización y en una escala que convirtieron la moneda en moneda dura, incluso cuando los presupuestos estaban desequilibrados. Y la entrada de capital externo, en un círculo virtuoso, que ofreció ventajas y confianza para la repatriación del capital fugado.

CUADRO 4

ESTABILIZACION CON RESPALDO EXTERNO

	1. Estabilización preliminar exitosa				2. Estabilización final y reforma monetaria			
	(A)		(II)		(A)		(II)	
	Sin ayuda de préstamos específicos		Con ayuda de créditos obtenidos antes de los préstamos específicos		Sin ayuda de préstamos específicos		Con ayuda de préstamos específicos	
	Sin acuerdos de créditos específicos	Con créditos temporales acordados considerando la estabilización			Sin acuerdos de créditos específicos	Con créditos temporales acordados considerando la estabilización		
Austria			X				X	
Bélgica[a]			X				X	
Bulgaria	X						X	
Checoslovaquia	X					X		
Danzig			X				X	
Dinamarca[b]		X				X		
Estonia	X						X	

Finlandia	X				X	
Francia	X			X		
Alemania	X					X
Grecia		X				X
Hungría			X			X
Italia		X			X	
Latvia	X			X		
Lituania	X°			X		
Países Bajos	X			X		
Noruega		X			X	
Polonia[c]			X			X
Portugal		X		X		
Rumania	X					X
Suecia	X				X	
Suiza[d]		X			X	
Reino Unido		X°			X	
Yugoslavia	X					X

° Segunda estabilización (primer intento no tuvo éxito).

[a] El Banco Central fue autorizado por la ley de estabilización de 1925 a otorgar un préstamo externo para ayudar a mantener el valor de la moneda. En vez de un préstamo, se acordaron créditos renovables, pero sólo en 1926.

[b] Los créditos externos renovables acordados 1 1/2 año antes de la estabilización nunca se utilizaron.

[c] Estabilización instantánea *de jure*.

[d] Antes de la estabilización, el gobierno suizo contrató un préstamo de $ 30 millones en los Estados Unidos en marzo de 1924 con el fin de (a) pagar su deuda al Banco Central, (b) proporcionar un intercambio de dólares para la compra de cereales y (c) pagar las deudas americanas. A pesar de no haber sido específicamente un préstamo de reforma monetaria, ayudó a reforzar las reservas de divisas del Banco, contribuyendo de ese modo a la estabilización posterior.

Fuente: Liga de las Naciones (1946).

Esta inyección masiva de capitales extranjeros como un ingrediente importante en la recuperación europea no se puede sobreestimar. Una cita de la década de los 30 puede reforzar este aspecto[11]:

> "Las consideraciones éticas y económicas fueron favorables a la exportación de capital a Alemania a fines de la guerra. Aparte de la enorme reorganización industrial requerida por el cambio de la guerra a la paz, y la necesidad de aliviar la aflicción física de muchos de sus habitantes, Alemania se vio forzada a pagar grandes montos en reparaciones a los vencedores y a intentar restablecer el nivel de vida anterior de su pueblo en un área geográfica que había sido despojada de sus zonas más ricas. Sólo podría lograr esto mediante una lucha larga y dificultosa con la ayuda de su acumulación de capital, y se vio forzada a confiar en los prestamistas extranjeros para obtener los fondos necesarios para el trabajo de reconstrucción. Estos prestamistas, especialmente los Estados Unidos, estaban ansiosos por ayudar, y así comenzaron a ingresar grandes sumas de dinero a Alemania. En dichas circunstancias, es difícil sorprenderse de que Alemania haya solicitado un volumen más grande de capital extranjero en un menor período de tiempo que ningún otro país".

En el período 1924-28 las importaciones de capital alemán alcanzaron un promedio del 3% del PGB. Algo similar sucedió en los otros países en reconstrucción[12]. La presencia de entradas de capital en la década de los años 20, y su ausencia hoy en día (y peor aún, las transferencias al exterior por intereses o amortización prematura de la deuda) pueden explicar el comportamiento tan diferente.

Si esta visión es correcta, la implicancia obvia tiene dos facetas: primero, que la suspensión del pago de la deuda y la amortización es un ingrediente importante en la recuperación. Segundo, que sin una inyección significativa de capital externo, el impulso inicial del crecimiento tal vez no se produzca. Los modelos anteriores sugieren que no existe un mecanismo *automático* que evite la opción del premio, por el contrario, si la falta de crecimiento deteriora el clima político, esta falta de crecimiento puede conducir incluso a una opción de valor elevado y, por lo tanto, a un proceso fundamentalmente inestable de obstáculos crecientes para la recuperación.

---

[11] Royal Institute of International Affairs (1937, p. 235).

[12] Calculado de la Liga de las Naciones, International Trade and Balances of Payments, 1926-28 y Mitchell (1978)

c) La necesidad de un mecanismo

El análisis del valor de la opción de espera, y el tema de la credibilidad asociada, destaca la forma en que el modelo competitivo fracasa en dirigir la transición desde la estabilización al crecimiento: de dónde vienen los recursos para la inversión y por qué desearían las empresas invertir *ahora*. La estabilización por sí misma no es suficiente para desencadenar un ciclo virtuoso eficaz. Existe la necesidad de un mecanismo de coordinación para superar la tendencia del mercado competitivo a esperar.

Lo que los mercados consideran una acción suficiente de políticas puede estar simplemente más allá del alcance político de los gobiernos democráticos. De hecho, si los gobiernos fueran tan lejos como para crear los incentivos que motivaran un retorno de capital y la reanudación de la inversión desde un punto de vista exclusivamente económico, el tamaño implicado de las disminuciones del salario real podrían ser tan extremas que, en el campo político, los tenedores de capital considerarían al país como un lugar muy peligroso. Como consecuencia de una crisis macroeconómica importante, puede no haber un equilibrio que sea políticamente seguro y económicamente recompensante en una escala que induzca a la reactivación del crecimiento como la respuesta de los mercados competitivos. Sin el poder apalancador del capital externo –al estilo de la década de los 20 o en la forma del Plan Marshall– pueden haber pocas posibilidades de reconstrucción.

4. Conclusión

¿Qué se requiere para pasar de estabilización a crecimiento? Existen muchos libros que enseñan cómo "Invertir para hacerse rico"; éstos recomiendan el hábito de un ahorro constante, invirtiendo prudentemente y apagando la luz al salir de la habitación. Sin embargo, esto no será suficiente sin una dosis de buena suerte.

La profesión suele dar consejos negativos con mayor frecuencia[13]: el gran déficit presupuestario financiado internamente, las distorsiones significativas, la corrupción y los tipos de cambio sobrevaluados son formas seguras para verse implicado en problemas mayores. El punto que he tratado de plantear es que la estabilización, en este sentido amplio, no es suficiente para proporcionar un mecanismo *automático* de crecimiento significativo. El paradigma del FMI simplemente no es creíble. Sin el

[13] Ver Harberger (1984), Fischer (1987) y Dervis y Petri (1987).

apoyo sustancial del sector público y una alta dosis de crecimiento de los recursos externos, no saldrá adelante. No me atrevo a predecir que una alta dosis de economía de oferta y una estabilidad financiera producirán en Bolivia un crecimiento más que moderado sin este apoyo extraordinario esencial.

La segunda etapa de la economía del crecimiento consiste en crear una infraestructura social y política para éste: las instituciones legales deben ser sólidas o debe haber un "sistema" equivalente, como se practica en Asia. La educación es un factor importantísimo, que ha sido descuidado desastrosamente en América Latina. La estabilidad política requiere de una igualdad económica significativa.

La tercera etapa es el "espíritu animal": Brasil lo presentó en el período 1967-1980, y Chile lo presenta hoy día. Está alimentado por un ciclo virtuoso de refuerzo externo. La creencia interna de que el crecimiento es inevitable y la creencia externa de que un país está haciendo "lo mejor" se combinan para crear el ciclo virtuoso de las finanzas externas, la inversión, el crecimiento y el ahorro. Chile puede ser capaz de mantener este proceso si el gobierno de coalición logra sostener la estabilidad financiera; Colombia está ahí silenciosamente y México puede llegar a ella si cambia el énfasis desde el pago de la deuda a la inversión interna.

En cuanto a las políticas, la primera recomendación consiste en mantener las ganancias de la estabilidad financiera y evitar la incertidumbre del tipo de cambio y la incertidumbre de la trayectoria de la inflación. Los esfuerzos continuados para erradicar la ineficiencia del sector público también son una condición *sine qua non*. Sin embargo, por sobre todos los esfuerzos, el ingenio y los recursos se deben concentrar para romper los dos cuellos de botella constituidos por la falta de recursos externos y la falta de fe en el crecimiento.

Incluso hoy día, gran parte de la atención se centra en la estrategia de la deuda; esto parece ser un esfuerzo mal dirigido en cuanto a que los recursos destinados a la reducción de la deuda tienen un precio sombra extraordinariamente alto; sus reservas son el soporte de la estabilidad financiera y los recursos humanos se aplicarían mejor presionando por inversión extranjera directa y ayuda utilizable.

Al contrario del espíritu antiestado planteado en la discusión actual, la inversión del sector público y las iniciativas crediticias constituyen una parte importante del crecimiento, más allá del alivio inmediato de la incidencia extrema de la austeridad fiscal.

Finalmente, y tal vez lo más importante, existe la necesidad de un mecanismo externo que ayude a crear confianza. Esto no se refiere a

grandes transferencias de recursos, sino más bien a transferencia de confianza. Un préstamo de estabilización a largo plazo, en el caso de México, puede ser suficiente para reactivar el crecimiento y terminar el servicio de la deuda.

Referencias

Andersen, T. (1989). "Credibility of Policy Announcements". *European Economic Review* 1.

Blackburn, K y Christensen, M. (1989). "Monetary Theory and Policy Credibility: Theories and Evidence". *Journal of Economic Literature*. Vol. 27, marzo, pp. 1-45.

Blejer, M. y Isze, A. (1989). "Adjustment Uncertainty, Confidence, and Grown. Latin American After de Growth Crisis". Manuscrito no publicado, Fondo Monetario Internacional.

Bruno *et al.* (eds.) (1988). *Inflation and Stabilization*. MIT Press.

Calvo, G. (1988a). "Idiosyncratic Expectations and Economic Fluctuations". Manuscrito no publicado, Universidad de Pensilvania.

------- (1988b). "Notes on Credibility and Economic Policy". Manuscrito no publicado, Universidad de Pensilvania.

Dervis, K. y Petri, P. (1987). "The Macroeconomics of Successful Development". *NBER. Macroeconomics Annual 1987*. MIT Press.

Dixit, A. (1989). Intersectoral Capital Reallocation Under Price Uncertainty". *Journal of International Economics*, mayo.

Dornbusch, R. (1988). *Exchange Rates and Inflation*. MIT Press.

------- (1989). "Credibility and Stabilization". NBER. Working Paper Nº 2790.

------- y Edwards, S. (1989). "Macroeconomic Populism in Latin America". NBER. Working Paper Nº 2986.

Eder, G. (1968). *Inflation and Development in Latin America. A Case History of Inflation and Stabilization in Bolivia*. Universidad de Michigan, Ann Arbor.

Ferguson, A. (1975). *When Money Dies*. London: William Kimber.

Fischer, S. (1987). "Macroeconomic Policies for Economic Growth", en Corbo, V.; Goldstein, M. y Khan, M. (eds.) (1987). *Growth-Oriented Adjustment Programs*. FMI y Banco Mundial.

Gordon, R.J. y Wilcox, J. (1981). "A Monetarist Interpretation of the Great Depression", en Brunner, K. *The Great Depression Revisited*. Nijhoff.

Guttman, W. y Meehan, P. (1976). *The Great Inflation*. Londres: Goron y Cremonesi.

Harberger, A. (1984). "Economic Growth and Economic Policy", en: Harberger, A. (ed.). *World Economic Growth*. Institute for Contemporary Studies, San Francisco.

Fondo Monetario Internacional (1986). *Fund-Supported Programs. Fiscal Policy and Income Distribution*. Documento Ocasional Nº 46.

Khan, M. y Knight, M. (1985). *Fund-Supported Adjustment Programs and Economic Growth*. FMI. Documento Ocasional Nº 41.

------- (1989). "Growth-Oriented Adjustment Programs. A Conceptual Framework". *IMF Staff Papers*, junio.

Lal, D. (1987). "The Political Economy of Economic Liberalization". *The World Bank Economic Review*, enero.

Layton, W. y Rist, C. (1925). *The Economic Situation of Austria*. Informe presentado al Consejo de la Liga de las Naciones, Liga de las Naciones, Ginebra.

Liga de las Naciones (1946). *The Course and Control of Inflation*. Ginebra.

Lucas, R. (1988). "On the Mechanics of Economic Development". *Journal of Monetary Economics*, 1.

Mann, A. y Pastor, M. (1989). "Orthodox and Heterodox Stabilization Policies in Bolivia and Peru: 1985-88. Manuscrito no publicado, Occidental College.

Mitchell, B. (1978). *European Historical Statitistics Nueva York*: Columbia, University Press.

Morales, J. (1989). "Planes de Desarrollo y Políticas Fiscales: Aspectos Técnicos y Políticos". Manuscrito no publicado, de Deutsche Gesellschaft fur Technische Zusammenarbeit.

------- (1989a). "Inflation Stabilization in Bolivia", en Bruno, M. *et al.* (eds.) (1988). *Inflation and Stabilization*. MIT Press.

Murphy, K.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1989a). "Industrialization and the Big Push". *Journal of Political Economy*, 97; Nº 5, 1003-1026.

-------- (1989b). "Income Distribution, Market Size and Industrialization". *Quarterly Journal of Economics*, 104: agosto, 537-564.

Pazos, F. (1972). *Chronic Inflation in Latin America*. Nueva York: Praeger.

-------- (1989). "The Need to Design More Effective Antiinflationary Plans in Latin America". Manuscrito no publicado, Banco Central de Venezuela.

Persson, T. (1988). "Credibility of Macroeconomic Policy: An Introduction and a Broad Survey". *European Economic Review*. Vol. 32, 519-532.

Prescott, E. y Boyd, J. (1987). "Dynamic Coalitions: Engines for Growth". *American Economic Review*, mayo.

Ringer, F. (ed.) (1969). *The German Inflation of 1923*. Oxford: Oxford University Press.

Royal Institute of International Affairs (1937). *The Problem of International Investment*. Oxford, University Press.

Sachs, J. (1989b). "Social Conflict and Populist Policies in Latin America", NBER. Working Paper, marzo.

Sargent, T. (1982). "The Ends of Four Big Inflations", en Hall, R. (ed.). *Inflation*. University of Chicago Press.

-------- (1986). *Rational Expectations and Inflation*. Nueva York: Harper & Row.

Selowsky, M.N. (1989). "Preconditions Necessary for the Recovery of Latin America's Growth". Manuscrito no publicado, Banco Mundial.

Tornell, A. (1988). "Credibility and Irreversible Investment and the Tobin Tax". Manuscrito no publicado, Universidad de Columbia.

Van Wijnbergen, S. (1985). "Trade Reform. Aggregate Investment and Capital Flight: On Credibility and the Value of Information". *Economic Letters* 19.

Wicker, E. (1986). "Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy". *American Economic Review*, junio.

- 85 -

CAPITULO 4

Desarrollo Económico en América Latina: 1950-1980

ELIANA A. CARDOSO
Fletcher School, Tufts University

ALBERT FISHLOW
University of California, Berkeley

1. Introducción

En los treinta años comprendidos entre 1950 y 1980, América Latina experimentó un rápido crecimiento. Durante este período, la producción –medida en términos de poder de compra ajustado– creció a una tasa anual de 5,8%, con un aumento per cápita de 3% anual. El Cuadro 1 presenta los detalles por país. Sin duda, el mejor comportamiento corresponde a Brasil, cuya participación en el producto regional aumentó desde menos de un cuarto a más de un tercio. En el otro extremo se encuentran dos grupos, el del Cono Sur, con Argentina, Chile y Uruguay, cuya posición de liderazgo en la región se deterioró en 1950, presentando un comportamiento bajo lo normal; y los rezagados, que incluyen a una gran variedad de países pequeños de América Central.

Desde la perspectiva inmediatamente posterior a la Segunda Guerra Mundial, este record promedio de América Latina era impresionante. El objetivo de la Alianza para el Progreso, creada en 1961, fue lograr una tasa anual de 2% per cápita. El crecimiento del ingreso per cápita de Europa después de la Revolución industrial fue de 1,3% entre 1850 y 1900 y de 1,4% entre 1900 y 1950. El crecimiento económico a largo plazo de los Estados Unidos ha sido de 1,8 punto. Sin embargo, entre los años 50 y 80 se combinan dos factores para que el crecimiento de América Latina aparezca menos positivo. Uno de ellos es la drástica reversión registrada en los años 80: América Latina retrocedió cayendo el producto a una tasa del 1,4%, como se indica en el Cuadro 1. Y se trata de un fenómeno

regional generalizado. En 1988, con excepción de Brasil, Colombia y la República Dominicana, el PGB per cápita descendió bajo su nivel de 1980. En el extremo, Venezuela, Nicaragua y El Salvador presentan tasas incluso inferiores a las de 1960. Los años 80 han sido una década realmente perdida, y los logros anteriores se han subestimado.

El segundo aspecto que afectó los logros entre 1950 y 1980 fue el comportamiento cambiante de las naciones del Asia. Lideradas por los cuatro nuevos países industrializados –Corea del Sur, Hong Kong, Singapur y Taiwán– pero extendiéndose a muchos otros, en la década de los 80, Asia ha salido adelante a una tasa per cápita anual promedio de más del 5%. Este contraste ha sido extensamente interpretado como una prueba de los errores de la estrategia de sustitución de importaciones favorecida en América Latina durante gran parte del período de postguerra. Dos de los pilares de esta estrategia fueron el énfasis en la industrialización a través de la intervención estatal y las barreras comerciales. Recientemente, los comentaristas han argumentado en forma enérgica contra ambos. Angus Madison (1985) sostiene:

> "El comportamiento del crecimiento económico de América Latina desde 1973 ha sido abismante... se ha observado... cierta continuidad en las actitudes de la política económica desde los años 80 y el orden liberal internacional creado por los países OECD que ha influido en la política en Asia los ha dejado intactos".

El rechazo de Deepak Lal (1985) a la intervención estatal también ha sido considerado atractivo por algunas personas:

> "Las distorsiones actuales más serias de muchos países en desarrollo no son las que surgen de las imperfecciones inevitables de la economía de mercado, sino de la política inducida; y, por lo tanto, de las distorsiones inevitables creadas por el *dirigismo* irracional".

Por lo tanto, es importante comprender la experiencia de postguerra para las prescripciones de las políticas que se encuentran actualmente en discusión en América Latina. En este documento, volveremos a analizar estas tres décadas con el fin de proporcionar un contexto para la discusión del futuro. En la sección 2 se analizan las fuentes de crecimiento, enfatizando la experiencia evolucionaria y adaptativa de la región durante estas tres décadas. En la sección 3 se analiza en detalle el proceso inflacionario de la región, y sus determinantes. En la sección 4 se consideran los problemas persistentes y serios de la distribución del ingreso y la pobreza que estas tres décadas de crecimiento global no lograron eliminar. La desigualdad, y una parte importante de la población cuya nutrición, atención de salud y vivienda son inadecuadas, reflejan la otra cara del fracaso del proceso de desarrollo de América Latina, que ha recibido muy poca atención en los últimos años. La última sección

considera brevemente las implicancias de nuestras conclusiones para el presente análisis de las políticas.

CUADRO 1

PRODUCTO GEOGRAFICO BRUTO PER CAPITA
Y TASAS DE CRECIMIENTO
DE LOS PAISES DE AMERICA LATINA[a]
(Porcentaje y dólares de 1975)

	Participación crecimiento en población total (%)	Participación en PGB regional (%)		PGB per cápita Dólares de 1975		Tasa de PGB per cápita (% por año)	
	1980	1950	1980	1950	1980	1950-80	1980-88[d]
Brasil	35,6	22,2	34,2	637	2.152	4,2	0,2
México	20,2	18,5	23,1	1.055	2.547	3,0	−1,3
Argentina	8,0	21,2	11,8	1.877	3.209	1,8	−1,9
Colombia	7,5	7,2	6,3	949	1.882	2,3	1,4
Venezuela	4,3	7,2	7,1	1.811	3.647[e] (3.310)[f]	2,4[e] (1,5)[f]	−1,8
Perú	5,1	4,9	3,9	953	1.746	2,1	−1,7
Chile	3,2	5,7	3,4	1.416	2.372	1,8	0,2
Uruguay	0,8	3,1	1,2	2.184	3.269	1,4	−1,2
Ecuador	2,3	1,4	1,6	638	1.556	3,1	−0,9
Guatemala	2,0	1,6	1,2	842	1.422	1,8	−2,4
Rep. Domin.	1,7	1,1	1,1	719	1.564	2,6	0,2
Bolivia	1,6	1,4	0,8	762	1.114	1,3	−3,3
El Salvador	1,3	0,8	0,5	612	899	1,3	−1,9
Paraguay	0,9	0,8	0,7	885	1.753	2,4	−0,4
Costa Rica	0,6	0,5	0,6	819	2.170	3,3	−1,1
Panamá	0,5	0,5	0,5	928	2.157	2,9	−3,0
Nicaragua	0,7	0,5	0,4	683	1.324	2,3	−3,4
Honduras	1,0	0,6	0,4	680	1.031	1,4	−1,8
Haití	1,6	0,8	0,2	363[c]	439	0,7	0,0
América Latina[b]	−1,4					3,0[e] (2,7)[f]	

[a] Países ordenados por participación promedio en el PGB regional entre 1950 y 1985.
[b] América Latina, excepto Cuba.
[c] 1960.
[d] Preliminar.
[e] Información de Venezuela ajustada de acuerdo a los cambios en los términos de intercambio.
[f] Información de Venezuela no ajustada de acuerdo a los cambios en los términos de intercambio.

Nota: La tasa de crecimiento del PGB per cápita de Venezuela entre 1950 y 1980 es de 1,9% por año en el FMI: *IFS*. Para Chile y Honduras, la tasa de crecimiento per cápita anual promedio, de Summers y Heston, es 0,004 más alta en el FMI: *IFS*, y para Nicaragua es aproximadamente 0,01 más alta. El promedio para América Latina prácticamente no se ve afectado por las tasas de crecimiento de Honduras y Nicaragua debido a su baja participación en la población de la región.

Fuentes: Robert Summers y Alan Heston, "Improved International Comparisons of Real Product and its Composition: 1950-1980", *Review of Income and Wealth*, junio 1984; y CEPAL, *Preliminary overview of the Latin American Economy*, 1988.

2. Fuentes de crecimiento

Durante la década de los 50, la mayoría de los países latinoamericanos adoptó una estrategia de sustitución de importaciones[1], porque era el camino que les parecía más adecuado. Después de la Gran Depresión de los años 30, y el término de la Segunda Guerra Mundial, seguida de cerca por el estallido del conflicto de Corea, la economía mundial no pareció ser un motor propicio para el crecimiento. Estados Unidos colocó al desarrollo económico y a América Latina en el último lugar de su programa y, por otro lado, el Plan Marshall otorgó prioridad a Europa y a la Guerra Fría.

La teoría y las prácticas económicas de América Latina, influidas pero no determinadas por un grupo de economistas que trabajaban en la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) en Santiago, bajo la dirección de Raúl Prebisch, se opusieron a esta situación. Sus contribuciones modificaron la visión ortodoxa de crecimiento económico a través de ventajas comparativas y acumulación de capital en tres formas: la especificación del ajuste macroeconómico, la identificación de las distorsiones microeconómicas y, como consecuencia de lo anterior, un rol importante de la intervención estatal.

La novedad macroeconómica principal fue el enfoque en la restricción de divisas, más que en los ahorros, como determinante del crecimiento de los países periféricos. En un mundo en que los términos de intercambio tendían contra los productos de exportación primarios tradicionales[2], la producción interna tendría que sustituir las importaciones no esenciales, dejando las divisas para los insumos indispensables. Además, mientras el progreso técnico de la agricultura aumentaría el desempleo, la industria dinámica podría absorber el aumento de población incrementando la productividad y los ingresos. La producción interna requería protección contra las importaciones y un sesgo deliberado contra las exportaciones de recursos que se trasladaban a la industria.

En el ámbito microeconómico, existía un énfasis en las imperfecciones y discontinuidades, que impedía la operación efectiva del sistema de precios. El modelo competitivo falló en la agricultura, donde la concentración de la tierra era notaria; y en la industria, donde los nuevos privilegios otorgaban protección de las fuerzas del mercado.

Estas condiciones macro y microeconómicas reforzaron la fuerte presencia del Estado. Se necesitaba regulación y dirección. El desarrollo era una consecuencia de la política, no una evolución natural. Se requería de una planificación consciente y general; la Comisión Económica para

---

1 Existe mucha literatura sobre el desarrollo económico de América Latina. Ver, por ejemplo, Baer (1977), Corbo (1988), Dietz (1987), Fishlow (1972), Foxley (1976), Hirschman (1987, 1988), Klaren (1986) y Sheahan (1987).

2 Ver Grilli (1988).

América Latina fue pionera en la aplicación de los modelos de insumo-producto en la región.

La sustitución de importaciones fue una estrategia de desarrollo de desequilibrio. Se enfrentó a tres limitaciones que afectaron cada vez más el comportamiento hacia fines de la década de los 50. Una de ellas fue el deterioro de la balanza comercial; la segunda, el desequilibrio sectorial; y la tercera, el deterioro de las cuentas del sector público.

La protección se tradujo en una sobrevaluación de los tipos de cambio y, por lo tanto, en impuestos a las exportaciones. Como consecuencia de ello disminuyó la oferta de las exportaciones. A su vez, la industrialización requería cada vez más importaciones de bienes de capital y bienes intermedios. A medida que aumentó el déficit comercial, la inversión extranjera se convirtió en un requerimiento básico, no sólo por su tecnología moderna, sino por su provisión de divisas. Esta fue una consecuencia irónica y no anticipada de una estrategia, cuyo fuerte atractivo político derivaba de su énfasis en la capacidad productiva nacional.

En términos sectoriales, las políticas de sustitución de importaciones exageraron el crecimiento industrial a expensas de la agricultura, con tres consecuencias. Primero, los precios de los alimentos se mantuvieron artificialmente bajos, beneficiando los ingresos urbanos a costa de los ingresos rurales. Segundo, las fábricas relativamente intensivas en capital sólo absorbieron una pequeña fracción del aumento de la fuerza laboral, abultando el sector de servicios y presionando al gobierno para servir como empleador de último recurso. Tercero, los objetivos físicos dominaron los cálculos de costos; fue como si el alto precio sombra de las divisas justificara cualquier proyecto.

El tercer desequilibrio fue el fiscal. Debido a que los recursos iniciales reales obtenidos por los impuestos a las exportaciones primarias comenzaron a consumirse, los subsidios a la inversión industrial tuvieron que obtenerse de los impuestos explícitos. Al mismo tiempo, las responsabilidades estatales habían aumentado, ejerciendo nuevas presiones sobre el presupuesto en la columna de gastos. La monetización del déficit fue un atractivo irresistible y con precedentes en el siglo XIX en América Latina. La inflación y la necesidad de estabilización constituyeron un problema en varios países hacia fines de la década de los 50.

Estos desequilibrios fueron impedidos temporalmente por la Alianza para el Progreso. Las nuevas entradas de capital oficial contribuyeron simultáneamente al déficit del sector público y a las cuentas externas, mientras que las exportaciones del PL 480 facilitaron el suministro de alimentos. Los gobiernos también intentaron corregir algunos de los excesos de las políticas mediante tipos de cambio más realistas y una mayor promoción de las exportaciones.

Pero los esfuerzos no fueron suficientes. A mediados de la década de los 60, la Alianza se estaba deteriorando, víctima del cambio de percepción de las políticas, tanto en Estados Unidos como en América Latina. Las reformas no eran fáciles y los recursos no eran ilimitados. Las políticas más ortodoxas se transformaron en la regla general, frecuentemente bajo la tutela militar, dando paso a las condiciones para una nueva etapa de expansión económica.

Se reconocieron los límites de la estrategia de sustitución de importaciones. En la década de los 60 se introdujeron importantes modificaciones a la política comercial. Los aranceles fueron reducidos frecuentemente, en especial en las categorías más altas. Los sistemas de tipo de cambio de paridad móvil se adaptaron a las altas tasas internas de inflación y evitaron la sobrevaluación que había predominado anteriormente. La preocupación explícita por inducir exportaciones no tradicionales dio lugar a programas especiales de subsidio a las exportaciones en muchos países durante el período posterior a 1965. En el contexto de un mercado internacional más boyante, dichos refuerzos tuvieron resultados positivos, aumentando así el crecimiento de las exportaciones y la diversificación en la región.

Al mismo tiempo, los mayores ingresos de capital privado constituyeron una opción para diversos países del área. Desde fines de los años 1960 –y reforzado por los excedentes del petróleo después de 1973– el mercado del Eurodólar estaba a la búsqueda de nuevos clientes, encontrando a muchos de ellos en la región. Los gobiernos podían financiar tanto las importaciones como un mayor déficit del sector público.

Las políticas internas tendieron a apartarse de la regulación y se otorgó mayor libertad a los precios para dirigir los recursos. Con todo, el compromiso de la industrialización aún se mantenía, lo que implicaba un rol intrusivo para el sector público, incluso bajo las políticas ortodoxas de los gobiernos militares. El "milagro" brasileño era un claro descendiente de la sustitución de las importaciones, que no se debe confundir con una orientación hacia el exterior. El gran mercado interno aún dominaba las decisiones de producción.

Este período de adaptación y de ajuste relativamente exitoso del modelo anterior (las tasas de crecimiento mostraron una mejoría general, no sólo en Brasil) finalizó bruscamente, debido al desequilibrio internacional producido por el alza en los precios del petróleo, en 1973.

La experiencia posterior a la crisis del petróleo en el área estuvo condicionada, sustancialmente por el aumento del endeudamiento y el deterioro de la política interna, en un medio externo más difícil. En este

lapso surgió el monetarismo internacional, como un medio para reducir la inflación en los países del Cono Sur, a expensas de un aumento sustancial de las obligaciones externas. Aumentó la deuda de los productores de petróleo basada en el mayor valor del crudo. Finalmente, Brasil debió funcionar con un servicio de deuda cada vez mayor y bajo presiones internas para mantener su estimulante trayectoria de expansión industrial. Para la región como un todo, el crecimiento de la producción disminuyó en la década de los 70, pero se mantuvo aún en niveles satisfactorios.

La condición precaria de las economías de América Latina sólo se hizo patente del todo cuando en la década de los 80 coincidieron una nueva alza del precio del petróleo, un aumento brusco de las tasas reales de interés y una recesión de los países OECD. Después de 1973 las naciones del área habían elegido en forma equivocada su estilo de ajuste. No siguieron a ciegas el sesgo original de sustitución de importaciones de la década de los 50, como había argumentado Maddison. Más bien, su apertura fue especialmente asimétrica a la economía mundial, con grandes flujos financieros y una penetración comercial mucho más limitada. Las nuevas distorsiones fiscales redujeron la posibilidad de efectuar maniobras. Con el fin de permitir la continuación del crecimiento a fines de los 70, se incurrió en un déficit estatal que ya no podía ser financiado tan fácilmente. Durante este período, en un mayor número de países se encontraron respuestas macroeconómicas intermitentes. Estas fueron sólo un preludio de las políticas de detención, que finalmente se hicieron indispensables en los 80.

Una visión sintética útil de este período como un todo consiste en considerar sus fuentes de crecimiento dentro de un marco de producción simple. El Cuadro 2 resume los resultados de regresión, usando información de paneles de quinquenios para los 18 países de América Latina[3]. Ellas proporcionan una estimación del retorno neto a la inversión y de la elasticidad del producto al trabajo, así como del aporte de otras variables con posible influencia en la eficiencia diferencial. Luego se podría esperar que una mayor tasa de aumento de las exportaciones representara externalidades además de su contribución directa a la producción; ese es, por supuesto, uno de los principios centrales del argumento a favor de una estrategia de desarrollo dirigida más bien hacia el exterior. El mismo tipo de externalidades se podría esperar de las importaciones en una situación estructuralista de restricción de divisas.

---

[3] Todos los países de América Latina, excepto Cuba y Haití, por falta de información. Los países son Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay, Venezuela.

CUADRO 2

CRECIMIENTO, 1950-1980
AMERICA LATINA[a]

	Neoclásico			Aumentado		
Constante	0,79	0,54	-0,97	-0,13	-2,50	-0,48
Participación de inv. en el PGB	0,09 (1,94)	0,11 (2,42)	0,11 (2,45)	0,07 (2,22)	0,11 (3,36)	0,10 (3,19)
Tasa de crecim. de la fuerza laboral	0,98 (3,22)	1,02 (3,39)	1,06 (3,45)	0,69 (3,06)	0,80 (3,75)	0,73 (3,41)
Tasa de crecim. del vol. de export.				0,22 (6,47)	0,21 (6,85)	0,22 (6,88)
Tasa de crecim. del vol. de import.				0,14 (5,00)	0,16 (5,99)	0,15 (5,69)
Variable ficticia 1			1,49 (2,31)		1,97 (4,36)	
Variable ficticia 2			1,15 (1,76)		1,32 (2,90)	
Variable ficticia 3		-1,33 (-2,22)				-1,65 (-3,91)
R^2	0,19	0,23	0,23	0,57	0,64	0,63

[a] 18 países; todos países latinoamericanos, salvo Cuba y Haití; N = 108. Cada observación corresponde a un promedio de cinco años. Estadístico-t entre paréntesis.
Variable ficticia 1 = 1 para 1950-1965 y 0 para el resto.
Variable ficticia 2 = 1 para 1965-1975 y 0 para el resto.
Variable ficticia 3 = 1 para 1975-1980 y 0 para el resto.
Información de CEPAL, *Statistical Yearbook*, 1983 y 1986; y relaciones de inversión de Summers *et al.*, *cpus cit.*

Del Cuadro 2 emergen dos resultados claves. Primero, el enfoque de dos factores, denominado neoclásico, es marcadamente inferior a una definición aumentada de la función de producción que incluya otras variables que reflejan el grado de éxito de la integración a la economía internacional. El crecimiento de América Latina requirió más que un aumento en la formación de capital. También varió sistemáticamente según el resultado comercial.

La expansión de las exportaciones, así como la tasa de crecimiento de las importaciones, eran evidentemente importantes. Las exportaciones eran significativas no sólo por su contribución a la eficiencia productiva, sino también porque los mayores ingresos podían prevenir las recurrentes crisis de estabilización con sus efectos adversos sobre el crecimiento del producto.

Más original aún es el descubrimiento de que la disponibilidad de las importaciones ejercía una influencia independiente. La sustitución de las importaciones, perseguida exitosamente, requería de insumos importados. Los países se vieron afectados, ya que fueron incapaces de obtenerlos y debieron reducir excesivamente sus compras externas. Este acceso a las importaciones, tanto a través de ingresos de las exportaciones como financiamiento externo, diferenció el éxito del fracaso. Fue en este momento que Brasil y México se apartaron de la experiencia del Cono Sur.

Segundo, la evidencia del Cuadro 2 sugiere claramente que se pueden distinguir tres subperíodos diferentes, según las distintas políticas internas y condiciones externas. Las variables ficticias (*dummy*) son estadísticamente significativas. Las diferencias entre estos períodos se aclaran en los tres cuadros siguientes. El Cuadro 3 resume las fuentes de crecimiento para el período 1950-65, el Cuadro 4 presenta las ecuaciones para la década 1965-75, y el Cuadro 5 presenta aquéllas para 1975-80.

En cada período, la explicación del crecimiento del producto obtiene mejores resultados en la formulación aumentada que en la formulación neoclásica, y el contacto con la economía internacional provee datos esenciales. Por el contrario, el tamaño de las compras corrientes del sector público –en la relación de inversión se incluyen las estimaciones de su inversión– parece no tener importancia.

También existen diferencias entre los períodos. La creciente contribución de las exportaciones en el tiempo es significativa. Hasta mediados de los 60, las exportaciones de América Latina fueron casi sólo exportaciones de productos primarios. A pesar de que el comercio mundial prosperó en la década de los 50, se orientó al intercambio de productos manufacturados entre los países industriales. Entre 1955 y 1965 los precios de los productos primarios fueron bastante bajos: el crecimiento del volumen exportado, de 5% anual hasta 1963 para todos los países en desarrollo no productores de petróleo, se tradujo en un crecimiento del

poder de compra de sólo 2% anual. En los dos períodos siguientes, y especialmente después del aumento del precio del petróleo en 1973, la capacidad de exportación jugó un rol mucho más importante en la determinación del crecimiento agregado.

CUADRO 3

CRECIMIENTO, 1950-1965

	Neoclásico	Aumentado
Constante	–1,45	–2,22
Participación de inversión en el PGB	0,13 (2,55)	0,20 (4,71)
Tasa de crecimiento de la fuerza laboral	1,77 (4,14)	0,95 (2,95)
Tasa de crecimiento del volumen de exportaciones		0,13 (3,61)
Tasa de crecimiento del volumen de importaciones		0,16 (5,09)
Participación del Estado en el PGB		0,02 (0,66)
R^2	0,43	0,74

18 países; todos países latinoamerianos, salvo Cuba y Haití.
N = 54.

CUADRO 4

CRECIMIENTO, 1965-1975

	Neoclásico	Aumentado
Constante	0,99	0,39
Participación de inversión en el PGB	0,11 (1,14)	0,06 (0,73)
Tasa de crecimiento de la fuerza laboral	0,82 (1,60)	0,44 (1,23)
Tasa de crecimiento del volumen de exportaciones		0,28 (4,42)
Tasa de crecimiento del volumen de importaciones		0,21 (3,86)
Participación del Estado en el PGB		–0,02 (–0,25)
R^2	0,16	0,64

18 países; todos países latinoamericanos, salvo Cuba y Haití.
N = 36.

CUADRO 5

CRECIMIENTO, 1975-1980

	Neoclásico	Aumentado
Constante	0,73	–2,72
Participación de inversión en el PGB	0,07 (0,48)	–0,03 (–0,33)
Tasa de crecimiento de la fuerza laboral	0,81 (0,94)	1,51 (2,77)
Tasa de crecimiento del volumen de exportaciones		0,33 (3,38)
Tasa de crecimiento del volumen de importaciones		0,16 (1,63)
Participación del Estado en el PGB		0,01 (0,09)
R^2	0,11	0,74

18 países; todos latinoamericanos, salvo Cuba y Haití.
N = 18.

Al mismo tiempo, la exitosa sustitución de las importaciones permitió que las grandes economías de crecimiento rápido redujeran su necesidad de importaciones. Después de 1975, la política ya estaba conscientemente dirigida a este objetivo en la mayoría de los países de la región, y se levantaron nuevas barreras proteccionistas. En contraste con el coeficiente para las exportaciones, las importaciones exhiben una disminución en importancia en el último subperíodo.

La desagregación también apunta a una decreciente importancia de la inversión. El cálculo de la tasa de retorno disminuye desde la no siempre productiva acumulación de capital por efecto de un aumento del ahorro extranjero. Además, la mayoría de los proyectos fueron de largo plazo, y no tuvieron un impacto importante en el corto plazo. Las posteriores dificultades del ajuste implicaron que el aumento de las inversiones no constituyera un aporte.

Luego, el análisis estadístico confirma una asociación importante entre el nivel de crecimiento de la producción y la integración exitosa de América Latina a la economía internacional.

3. **Inflación**

Otra característica especial del desarrollo de América Latina es la ubicuidad de la inflación. El Cuadro 6 presenta el record latinoamericano de inflación durante este período de 30 años. Existen dos inferencias directas. Una de ellas es la clara diferencia entre los países y la otra es la tendencia del alza de los precios a acelerarse en el tiempo.

Algunos países de la región son transgresores recurrentes, mientras otros, debido a la disciplina de los tipos de cambio fijos, han evitado en gran medida los episodios altamente inflacionarios. Entre los primeros destacan Argentina, Chile, Brasil y Uruguay. Los pequeños países de América Central caen principalmente en la última categoría; en un extremo se encuentra Panamá, sin el problema de la moneda propia. Colombia, prácticamente sólo entre los países de la región, ha logrado evitar los episodios de inflación galopante, manteniendo un promedio moderado.

Con la crisis del petróleo, en 1973, surgió un nuevo conjunto de presiones inflacionarias. Los mayores precios internacionales de las importaciones fueron magnificados por devaluaciones nominales en varios países. A pesar del crecimiento más lento, la inflación presentó una tendencia al alza. Como lo indica el Cuadro 6, los efectos se manifestarían después de 1980. En medio de las disminuciones del producto per cápita real, la inflación alcanzó los niveles más altos del período de postguerra.

CUADRO 6

TASA DE INFLACION EN AMERICA LATINA
(Precios al consumidor, porcentaje por año, promedio en el período)

	1950-80	1951-55	1956-60	1961-65	1966-70	1971-75	1976-80	1981-85
Chile	76,9	43,1	28,6	26,8	26,4	265,9	82,5	21,5
Argentina	63,0	19,5	39,6	23,3	19,7	72,0	211,0	382,4
Uruguay	41,6	11,8	23,6	30,7	65,1	71,2	56,7	45,9
Bolivia	33,9	70,6	83,2	5,2	5,9	22,5	18,0	2.692,4
Brasil	33,2	16,8	25,7	62,3	27,7	21,2	52,0	153,9
Paraguay	18,7	54,7	12,3	5,4	1,3	11,8	15,0	15,9
Perú	16,2	7,3	8,4	8,9	9,8	12,8	51,1	104,9
Colombia	13,9	5,7	9,4	12,9	10,1	18,1	24,5	22,4
México	9,0	9,3	5,9	1,8	3,6	12,3	21,4	62,4
Ecuador	6,0	2,9	–0,1	4,0	5,0	13,6	11,7	28,1
El Salvador	5,2	5,9	0,4	0,2	1,1	8,9	12,8	14,7
Costa Rica	4,8	2,2	1,5	2,1	2,6	14,1	8,2	37,4
Rep. Dominicana	4,4	1,5	0,1	2,8	1,3	11,0	10,0	16,9
Honduras	4,2	7,4	–0,6	2,7	2,0	6,4	9,8	7,0
Guatemala	3,9	1,9	–0,1	0,1	1,5	8,7	10,7	7,7
Venezuela	3,7	1,3	2,4	0,4	1,6	5,7	11,3	11,1
Panamá	2,7	0,6	–0,1	0,9	1,6	7,3	6,9	3,3

Fuentes: FMI, *International Financial Statistics,* salvo para 1960 y 1961 en Chile.

El monetarismo y el estructuralismo son dos interpretaciones básicas de la inflación en América Latina, y de ellas derivan dos programas correspondientes de estabilización. Según el monetarismo, la inflación es el resultado del gasto excesivo: luego, la inflación en América Latina es causada por un gran déficit presupuestario financiado con la emisión monetaria. El sector privado, mientras es desplazado, busca mantener su posición. Para detener la inflación, se debe reducir el déficit presupuestario.

El estructuralismo –la perspectiva opuesta– mantiene que el déficit presupuestario no es el aspecto más importante. Las causas básicas de inflación yacen en la escasez de abastecimiento, cuellos de botella y

reclamos inconsistentes de diferentes grupos de la sociedad que intentan obtener mayores ventajas. Las políticas fiscal y monetaria se están acomodando. Para los estructuralistas, el control de precios y salarios constituye el componente central de la política de estabilización, lo que es la única forma de detener la inflación.

Ambos diagnósticos de inflación son incompletos y, por lo tanto, han fracasado continuamente[4]. Desde los años 50 hasta la década de los 80, América Latina se vio afectada por la aplicación de varios programas de estabilización[5]. Estas tres décadas han presentado una mayor aceleración de la inflación que una reducción exitosa de ella. Dentro de este período, la desaceleración más efectiva fue el caso de Chile en la década de los 70. Sin embargo, se asoció a una circunstancia política especial y a una falta de confianza en los tipos de cambio que contribuyeron a desencadenar una caída masiva del ingreso a principios de los 80.

Los resultados de los intentos de estabilización no fueron satisfactorios. Generalmente, las reducciones temporales de la inflación y del déficit externo se combinaron con grandes aumentos en el desempleo y una disminución de la participación de la mano de obra en el producto. El análisis empírico de Pastor (1987) de los programas del Fondo Monetario Internacional en América Latina en el período 1965-81 indicó que los programas del Fondo tenían efectos contradictorios sobre el crecimiento, causaron mayor inflación y fueron asociados a las disminuciones de la participación de los salarios. Por estas razones no se podía persistir en la ejecución de estos programas. La reacción contra el FMI en América Latina tiene una larga historia; no es sólo una consecuencia de la crisis de la deuda.

La experiencia de Brasil a mediados de los sesenta se cita a menudo como ejemplo de un programa ortodoxo exitoso. Pero existen dos advertencias. Primero, se debe reconocer que ese programa de estabilización en Brasil no fue estrictamente ortodoxo, ya que hacía uso de la política de precios y salarios. Se suponía que los salarios reales se debían mantener a su nivel promedio previo. Por el contrario, se transformaron en un factor residual, cuando la inflación se hizo resistente a la aplicación de la política fiscal restrictiva. Los precios estaban sujetos a algunos controles y eran verificados por el incentivo de un acceso favorable al crédito. Como consecuencia de estos esfuerzos, la inflación bajó entre 1964 y 1966; en una etapa final, la mayor reducción se vio facilitada por el crecimiento renovado y los aumentos de la productividad.

---

4 Ver Cardoso (1989) para un resumen breve y referencias.

5 Los programas de estabilización se pusieron en práctica, por ejemplo en Chile (1956-58, 1973-78), Argentina (1959-62, 1976-78), Bolivia (1956), Perú (1959, 1975-78), Uruguay (1959-62, 1974-78), México (1983) y Brasil (1964-68, 1982-83).

Segundo, hubo un alto costo para los asalariados, cuya participación residual en el ingreso contribuía a facilitar la estabilización. El objetivo no era sólo reducir la inflación, sino hacerlo a un costo mínimo. En este caso, el peso no recayó tanto en la producción como en los salarios reales y en el deterioro de la distribución del ingreso. Dicha restricción de los salarios fue impuesta, al igual que en Chile, por la represión política.

A fines de la década de los 70, en parte debido a que las políticas previas no habían sido efectivas, en el Cono Sur se popularizó una nueva dirección más radical de las políticas. El restablecimiento del rol de los mercados libres se transformó en la ideología predominante del neoconservantismo. Esta estrategia consistía en: 1) liberar los precios, 2) eliminar las restricciones comerciales cuantitativas y reducir los aranceles, 3) promover un mercado de capitales interno, liberando las tasas de interés y eliminando los controles sobre la asignación de los créditos, 4) promover la entrada y salida libre del capital, y, 5) reducir la participación del sector público en la producción.

Ramos (1986) presenta un panorama detallado de los altos y bajos de la experiencia neoconservadora en Argentina, Chile y Uruguay[6]. Lo que distingue a los programas neoconservadores en el Cono Sur a fines de los 70 de otros programas ortodoxos, es la confianza en el tipo de cambio para reducir la inflación. El enfoque neoconservador se basa en el monetarismo global. Esta teoría mantiene que un tipo de cambio fijo determina el precio de los bienes transables y se convierte en el precio central alrededor del cual se pueden establecer las expectativas de precios. Luego, un tipo de cambio fijo es el vehículo básico de la desinflación, mientras que la disciplina fiscal restringe la demanda y evita las complicaciones al programa.

La teoría es distinta a la práctica, debido a los desfases significativos y a un grado limitado de competencia a las importaciones. Mientras exista inercia inflacionaria, los precios de los bienes no transables no se congelen y los precios internos de los bienes transables no sean fijados en base a los precios internacionales, se producirá una sobrevaluación. Esta, a su vez, implica un gran déficit en la cuenta corriente y estimula la fuga de capital. La acumulación de la deuda y su servicio es tan grande que obliga a revertir la política. Una devaluación inevitablemente provoca otra ronda de inflación.

La experiencia de Argentina constituye un prototipo. A comienzos de 1976 la inflación había alcanzado 400% cuando, nuevamente, los militares subieron al poder. Martínez de Hoz estuvo a cargo del equipo económico durante cinco años. La primera etapa del programa antiinflacionario se

---

[6] Ver también los temas especiales de *Economic Development and Cultural Change* (1986) y *World Development* (1985).

basaba en el control de los salarios; al mismo tiempo, el déficit fiscal se redujo gradualmente. Estas políticas tuvieron resultados favorables en el frente inflacionario. En diciembre de 1978 se estableció un nuevo programa estabilizador, y la consiguiente reducción de la inflación se logró a costa de una gran sobrevaluación. En 1981, ésta precipitó una fuga masiva de capitales y una crisis de la deuda externa. Pero el consiguiente colapso del tipo de cambio trajo consigo un nuevo episodio inflacionario. El uso del tipo de cambio como herramienta principal para combatir la inflación puede tener resultados muy inestables.

Las experiencias más recientes de Argentina, Brasil y México en los años 1980 presentan una continuidad interesante, a pesar de su nueva dimensión de gran deuda externa. Destaca el rol clave que ha jugado el equilibrio externo en la inflación de América Latina durante los últimos treinta años. Así como el crecimiento del producto en la región debe considerar la integración con el exterior, también lo deben hacer las circunstancias del desequilibrio macroeconómico interno. El déficit en la cuenta corriente, fácilmente financiado, determinó una inflación relativamente más baja. La crisis de la balanza de pagos se tradujo en tasas de interés más altas y racionamiento del crédito, así como presiones inflacionarias generadas por el realineamiento del tipo de cambio. No sólo el tamaño del déficit público es importante, sino también la capacidad de financiarlo. En los años 1980 se observa la importancia de este punto en el contexto del mayor servicio de la deuda. Los países financiaron la compra de divisas no a través de los impuestos, sino creando deuda interna o imprimiendo dinero. Como consecuencia de ello, en la década de los 80 las tasas de inflación se duplicaron (ver Cuadro 6).

Un segundo aspecto de la inflación en América Latina es la presencia de indexación. La capacidad de penetración de la inflación alta ha creado mecanismos de defensa institucional: todos los precios claves de la economía –tipo de cambio, tasa de interés y salarios– tienden a presentar ajustes automáticos en respuesta a cambios en el nivel de los precios. La indexación impide los grandes cambios de los precios relativos que ocurrieron en los años 1950 en América Latina. Sin embargo, lo hace a expensas de crear rigideces adicionales en la inflación y motivando que la desinflación, particularmente a partir de altos niveles, sea prácticamente imposible bajo programas ortodoxos. La inercia importa.

Con todo, el tipo especial de política de ingresos establecida por la indexación dista de ser neutral. Ciertos grupos se benefician y otros se perjudican, dependiendo de la elección del índice y del grado hacia el cual está dirigido el ajuste, ya sea hacia adelante o hacia atrás; un caso especial analizado anteriormente fue Brasil a mediados de los años 1960. Los programas heterodoxos que consideran los precios relativos corrientes como equilibrio pueden errar debido a la alta inflación. El regreso a un salario real promedio no será necesariamente una garantía de que se hayan eliminado los componentes estructurales y distributivos de la

inflación. La política de ingresos debe hacer algo más que coordinar las respuestas de quienes fijan los precios.

El Cuadro 7 proporciona datos sobre los efectos de la inflación en el crecimiento del ingreso per cápita en la zona. Las regresiones usan información de paneles de quinquenios para 17 países latinoamericanos[7]. Durante el período en general existe una correlación negativa, resultado que se repite para cada uno de los subperíodos; el coeficiente es mayor y más significativo estadísticmente en el intervalo 1950-65. El impacto promedio no es trivial: una tasa de inflación de incluso 20% reduce la tasa de crecimiento per cápita en 0,4 puntos porcentuales, o en alrededor del 15% de la media regional de un 3% de crecimiento entre 1950 y 1980.

Sin embargo, este resultado no se mantiene una vez excluidas las observaciones de inflación alta (ver panel inferior de Cuadro 7). Si la muestra se limita a todos los promedios de cinco años menores a 50%, no existe un efecto sistemático de la inflación sobre el crecimiento. En el período 1965-75, el efecto es positivo, reflejando el grado en el cual la indexación creciente facilitó la adaptación a las presiones inflacionarias de los niveles más moderados. Luego, la conclusión apropiada –y consistente con la experiencia posterior a 1980– es que la inflación moderada no constituyó un obstáculo serio, pero que las tasas más altas tuvieron un costo palpable. A tasas de 20 a 30% mensual, no se puede evitar un alto grado de variación de los precios relativos y la incertidumbre concomitante, sin mencionar la inestabilidad.

Gran parte del análisis empírico de la inflación en América Latina, en los últimos años, se ha efectuado para probar las implicancias de la teoría de las expectativas racionales, en cuanto a los efectos del incremento no anticipado del dinero sobre el crecimiento del producto real y el nivel de precios. Las conclusiones no han sido uniformes, pero son sensibles a la estructura del modelo, la muestra del país y del período de observación. Un estudio reciente de Canarella y Pollard (1989) investiga la relación entre el dinero, el nivel de precios y el crecimiento en 16 países de América Latina entre 1950 y 1983. A pesar de que los resultados empíricos corresponden ampliamente a la expectativa de que el crecimiento no anticipado del dinero tiene efectos positivos sobre el producto, y efectos negativos sobre el nivel de precios, son poco decisivos. En consistencia con nuestro énfasis en los factores externos, el coeficiente sobre el crecimiento del dinero generalmente no es de elasticidad unitaria, como se ha pronosticado. Además, el patrón de respuesta del producto es bastante lento y presenta grandes variaciones en los distintos países; el efecto en el nivel de precios tampoco es uniforme, ni lo son los coeficientes acumulativos compatibles con aquellos de la ecuación del producto.

---

7 Cuba, Haití y Nicaragua se excluyen de la muestra debido a falta de información.

Mientras en otras oportunidades los estructuralistas tendían a argumentar a favor de una relación inflación-producto favorable en la región, pocos defienden dicha posición a las tasas exageradas registradas actualmente en varios países latinoamericanos. Los mercados financieros más sofisticados que registran expectativas e indexación diarias, a intervalos más o menos frecuentes, dejan poco campo para los aumentos no anticipados de precios, y mucho menos para un impacto positivo. La antigua discusión entre monetaristas y estructuralistas ha dado paso al reconocimiento generalizado de la necesidad de una política macroeconómica mejor y el retorno a tasas de inflación mucho más bajas.

CUADRO 7

INFLACION Y CRECIMIENTO, AMERICA LATINA[a]

	1950-80	1950-80	1950-80	1950-80	1950-65	1965-75	1975-80
Constante	2,54	3,00	2,34	2,49	2,48	3,04	2,53
Tasa de inflación	–0,02 (–3,01)	–0,02 (–3,42)	–0,02 (–3,10)	–0,02 (–3,11)	–0,04 (–3,56)	–0,02 (–2,63)	–0,01 (–0,40)
Variable ficticia 1		–0,83 (–2,21)					
Variable ficticia 2			0,64 (1,62)				
Variable ficticia 3				0,43 (0,85)			
R^2	0,08	0,13	0,11	0,09	0,21	0,18	0,01

[a]17 países; todos latinoamericanos, salvo Cuba, Haití y Nicaragua.

Cuadro 7 (Cont.)

AMERICA LATINA[b]

	1950-80	1950-80	1950-80	1950-80	1950-65	1965-75	1975-80
Constante	2,50	2,80	2,27	2,51	2,40	1,65	2,66
Tasa de inflación	–0,01 (–0,36)	–0,01 (–0,57)	–0,00 (–0,27)	–0,01 (–0,27)	–0,03 (–1,39)	–0,14 (–2,73)	–0,02 (–0,38)
Variable ficticia 1		–0,33 (–1,18)					
Variable ficticia 2			0,64 (1,38)				
Variable ficticia 3				–0,12 (–1,19)			
R^2	0,00	0,02	0,03	0,00	0,05	0,24	0,01

[b] 13 países; excluye a Argentina, Bolivia, Chile y Uruguay de la muestra anterior.
Variable ficticia 1 = 1 para 1950-1965, y 0 para el resto.
Variable ficticia 2 = 1 para 1965-1975, y 0 para el resto.
Variable ficticia 3 = 1 para 1975-1980, y 0 para el resto.
Estadístico-t entre paréntesis.
Información: Tasas de ingreso per cápita de Summers *et al., opus cit.* y tasas de inflación de FMI, *International Financial Statistics.*

4. Pobreza y distribución del ingreso

Tal vez la mayor limitación del desarrollo de América Latina en el período de postguerra ha consistido en sus escasos logros sociales en el proceso de crecimiento económico. El crecimiento es esencial para alcanzar las metas sociales, pero no es suficiente por sí solo. El crecimiento económico y la industrialización en América Latina se sumaron a la pobreza masiva, las tensiones sociales, los desequilibrios regionales, la inestabilidad política generalizada y graves injusticias[8].

8 Cardoso y Helwege (1989) presentan una investigación de la literatura sobre la pobreza en América Latina.

a) ¿Quiénes son los pobres?

Altimir (1982) desarrolla una definición de pobreza ampliamente difundida para diez países latinoamericanos en los años 1970, en base a estudios de hogares y censos de población disponibles. Sus líneas de pobreza (el consumo anual per cápita de los hogares varía entre 150 y 250 dólares de 1970) son específicas para los países y se basan en el costo de una dieta nutricionalmente adecuada, multiplicada por dos. Según la estimación de Altimir, en 1970 el 40% de los hogares de América Latina eran pobres y tenían un poder adquisitivo medio entre 40 y 55% bajo la línea de pobreza. Sólo en Argentina la brecha de ingreso era de 25%. En todos los países latinoamericanos, la extensión de la pobreza era más alta en áreas rurales que en áreas urbanas. Incluso en Argentina, Chile y Uruguay (los países más urbanizados de la zona) la extensión de la pobreza rural no era de menos del 20% de la de los hogares rurales. En México, los tres deciles inferiores de distribución del ingreso eran completamente rurales. En Brasil, el 70% de los cuatro deciles más bajos a mediados de la década de los 70 correspondía a hogares rurales. Los más pobres generalmente son trabajadores sin tierra que compran todo su alimento o parte de él. En las áreas urbanas los más pobres son trabajadores independientes (más que asalariados), trabajadores de la construcción (el punto de entrada más probable para los inmigrantes) y personas que trabajan en programas públicos de empleo tales como los de Chile.

En 1970, la extensión de la miseria (riesgo de deficiencia nutricional grave) varió sustancialmente desde el 1% de la población en Argentina hasta el 45% en Honduras. Alrededor de 1/5 de todos los hogares de América Latina tenían ingresos suficientes para pagar una alimentación adecuada. El estudio de nutrición realizado por Musgrove (1985) en 10 ciudades latinoamericanas en 1966-69 confirmó los altos niveles de miseria, que variaban desde 18% en Caracas a 56% en Quito. El Cuadro 8 presenta las diferentes estimaciones del porcentaje de población que vivía en la pobreza en 1970 en 12 países latinoamericanos.

La información básica del estudio del cual se obtuvo los índices de pobreza presenta varios problemas. Estos estudios reducen desproporcionadamente el número de grupos de pobres y las personas encuestadas declaran tener ingresos menores a los reales (al compararlos con fuentes de información independientes) Luego, se puede tener más confianza en la medida de las tendencias que en las cifras para cualquier año. Molina (1982) publicó una versión actualizada del trabajo de Altimir, en base al supuesto de que las líneas de pobreza crecían a 1/4 de la tasa de crecimiento del ingreso promedio en cualquier país. A pesar del

CUADRO 8

PORCENTAJE DE POBLACION QUE VIVE
EN LA POBREZA.
AMERICA LATINA, 1970

	Kakwani	Altimir		
		A Miseria	B Pobreza	C Pobreza relativa
Brasil	17,3	25	49	54
México	4,2	12	34	48
Argentina		1	8	28
Venezuela	4,6	10	25	38
Colombia	13,1	18	45	48
Perú	25,3	25	50	48
Chile	0,9	6	17	39
Uruguay	6,1	4[a]	10[a]	25[a]
Costa Rica	1,5	6	24	36
Honduras	27,5	45	65	58
Ecuador	21,5			
El Salvador	20,8			

Notas: La línea de pobreza de Kakwani es de 150 dólares de 1970.
Líneas de pobreza de Altimir para 1970: los promedios nacionales de la línea de miseria A varían entre 87 dólares para Honduras y 151 dólares para Argentina. Los promedios nacionales de la línea de pobreza absoluta B varían entre 162 dólares para Honduras y 296 dólares para Argentina. La pobreza relativa C se define como menos de la mitad del promedio del ingreso per cápita de todos los hogares.

a Pobreza urbana.

Fuentes: Kakwani, *opus cit.*; Oscar Altimir, *The Extent of Poverty in Latin America*, World Bank Staff Working Paper, Nº 522, Washington, D.C., Banco Mundial, 1982.

significativo crecimiento en los años 70, las consecuencias son desilusionantes. El Cuadro 9 presenta una leve disminución en el porcentaje de la población que vive en pobreza en la mayoría de los países en 1981, en comparación con 1970, observándose un importante progreso en Brasil y México. Debido a su peso en el total regional, la incidencia de la pobreza en América Latina bajó desde 39% a 35%. Sin embargo, el número de pobres aumentó.

CUADRO 9

INCIDENCIA DE POBREZA EN AMERICA LATINA:
1970-1981

	1970		1981	
	Recuento per cápita[a]	Brecha de pobreza[b]	Recuento per cápita[a]	Brecha de pobreza[b]
Argentina	8,0	0,5	8,0	0,5
Brasil	49,0	8,2	43,0	4,2
Chile	17,0	1,9	16,0	1,6
Colombia	45,0	7,7	43,0	5,3
Costa Rica	24,0	3,6	22,0	2,7
Honduras	65,0	23,1	64,0	21,8
México	34,0	3,9	29,0	2,6
Panamá	39,0	6,8	37,0	5,7
Perú .	50,0	13,4	49,0	12,8
Venezuela	25,0	2,8	24,0	3,6
Los 10 países	39,0	5,3	35,0	3,6

a Porcentaje de población bajo la línea de pobreza.
b Déficit del ingreso promedio de los pobres con respecto a la línea de pobreza como proporción del PGB.
Fuente: Sergio Molina, "Poverty: Description and Analysis of Policies for Overcoming It", *CEPAL Review*, Nº 18, diciembre, 1982.

A pesar de que el número de pobres se elevó, indudablemente ellos experimentaron una mejoría en su nivel de vida entre 1950 y 1980, a medida que mejoraron la salud y educación. El crecimiento de la población urbana creó mayores oportunidades. La expectativa de vida en América Latina subió desde 55 años en 1960 a 63,7 años en 1980, y la mortalidad infantil disminuyó desde 107 por mil a 69 por mil. El acceso a la alfabetización aumentó. La información del Cuadro 10 muestra una gran correlación positiva entre ingresos per cápita y expectativa de vida. No existe correlación entre ingresos per cápita y tasas de mortalidad infantil.

Las cifras agregadas pueden ser exageradas. Merrick (1989), por ejemplo, afirma la existencia de una estructura dual de población en Brasil. Presenta una elite demográfica moderna que pasa por una transición de la mortalidad a una natalidad controlada, a un ritmo similar al de las sociedades industrializadas últimamente. Este sector urbano del sureste coexiste con el sector rural del noreste donde las altas tasas de fertilidad y mortalidad corresponden al nivel de las sociedades subdesarrolladas tradicionales.

CUADRO 10

INDICADORES ECONOMICOS Y SOCIALES:
AMERICA LATINA[a], 1980

	PGB per cápita[b] (Indice)	Población urbana (% del total)	Mortalidad infantil (por mil)	Expectativa de vida (años)	Población por médico (1981)	Relación de alfabetiz. (1978)
1. Venezuela	100,0	83	41,7	67,4	1.000	82
2. Uruguay	98,8	84	39,7	70,9	500	94
3. Argentina	96,9	82	45,2	70,4	540[c]	93
4. México	76,9	67	56,0	65,2	1.210	82[d]
5. Chile	71,7	81	43,2	67,1	1.930	89[e]
6. Costa Rica	65,6	43	27,5	72,2	1.440	90[d]
7. Panamá	65,2	54	21,7	70,4	1.010	82
8. Brasil	65,0	68	83,3	63,1	1.300	76
Y > $ 1.000 en 1980						
9. Colombia	56,9	64	56,4	62,9	1.710[c]	81[d]
10. Paraguay	53,0	39	46,8	64,6	1.750	84
11. Perú	52,7	65	87,7	57,7	1.440	80
12. Rep. Dominic.	47,3	51	68,3	61,4	1.400	67
13. Ecuador	47,0	45	81,6	61,2	760[c]	77
14. Guatemala	43,0	39	65,9	58,5	8.610[c]	46[f]
15. Nicaragua	40,0	53	90,5	56,4	2.330	90
16. Bolivia	33,7	44	131,3	50,2	2.000	63[g]
17. Honduras	31,1	36	88,5	58,2	3.100	60
Y < $ 1.000 en 1980						
18. El Salvador	27,2	41	77,9	63,0	2.550	62
19. Haití	13,3	28	114,6	53,2	9.200	23[d]

[a] América Latina, excepto Cuba; países ordenados por tamaño de PGB per cápita en 1980.

[b] Indices de PGB per cápita en 1980, Venezuela = 100. PGB per cápita de Venezuela no corregido para cambios en términos comerciales = 3.310 dólares de 1975.

[c] 1980; [d] 1980; [e] 1970; [f] 1975; [g] 1976.

Fuentes: Summers y Heston, *opus cit.*, Banco Mundial, World Tables; FMI, *International Financial Statistics*, PREALC y ECLAC.

También es importante la participación relativa en el ingreso, y no sólo en relación al tema de la equidad, también en cuanto a la evaluación de las políticas para superar la pobreza absoluta. En casi todos los países de América Latina el ingreso per cápita medio excede al de la mayoría de los países africanos y asiáticos, sin embargo la pobreza extrema persiste como consecuencia de la distribución desigual del ingreso. En el contexto latinoamericano, es imposible observar la pobreza sin considerar la redistribución como una solución potencial.

El Cuadro 11 presenta la proporción del quintil más rico como un múltiplo del quintil más pobre, así como los índices Gini para 13 países de América Latina. Los niveles de desigualdad presentados por estos índices son impresionantes, ya que exceden a los de la mayoría de los demás países en desarrollo. No existen indicios de que esta situación haya mejorado significativamente después de 1970. Además existen razones para pensar que en los años 1980 ha aumentado la participación del capital en el ingreso y ha disminuido la del trabajo, lo que se ha traducido en un deterioro mayor. A pesar de que los esfuerzos para erradicar la pobreza absoluta parecen factibles en cuanto a costo de recursos (aunque difíciles de implementar), la desigualdad relativa puede ser mucho más porfiada. Desde un punto de vista político, la desigualdad relativa extrema puede crear un descontento que impida la aplicación de políticas económicas eficaces.

b) ¿Qué se puede hacer?

Entre los años 1950 y 1980 se popularizaron diversas estrategias para combatir la pobreza. Desde el énfasis en el crecimiento económico, el enfoque cambió hacia una estrategia de satisfacción de las necesidades básicas, y nuevamente ha vuelto a la idea de que sólo el crecimiento puede reducir la pobreza. Sin embargo, a pesar de lo limitado de los recursos agregados requeridos para reducir la miseria, los proyectos han fracasado en su orientación hacia los pobres.

Los líderes campesinos y los políticos de izquierda afirman que la reforma agraria es la solución a la pobreza y a la desigualdad en las áreas rurales de América Latina. La historia demuestra que sólo tuvo éxito políticamente al ser impuesta por gobiernos revolucionarios comprometidos en destruir el poder de la oligarquía terrateniente. Sin embargo, en cuatro países de la región donde se realizó (México, Cuba, Perú y Nicaragua) no logró justicia social ni eficiencia económica. El resultado de Bolivia parece ser algo más exitoso. Desde la Alianza para el Progreso, la reforma agraria ha tendido a desaparecer como opción, a favor de la migración urbana y el crédito agrícola como soluciones a la pobreza rural.

¿Qué se puede hacer en ausencia de una revolución (cuando incluso eso no parece ser suficiente)? Glewwe y Van der Gaag (1988) dividen las políticas para ayudar a los pobres en tres tipos: cambios de precios relativos, transferencias directas y modificación de las características de los pobres.

A pesar de la crítica apremiante, el cambio de los precios relativos permanece como la estrategia más común. Los costos de esta política incluyen filtraciones significativas, y grandes costos de eficiencia. Su atractivo está dado por las consecuencias inmediatas, aunque nominales. Estas son engañadoras. Una conclusión válida de la experiencia de América Latina es que los aumentos de los salarios nominales, determinados por el gobierno como herramienta de distribución, no tienen éxito.

Las transferencias directas tienen una gran ventaja: benefician directamente a los pobres. Su limitación proviene de la dificultad de orientarlas y de la ausencia de poder de presión. Se considera que los pobres no merecen esfuerzos especiales y existe preocupación de que no se obtendrán ganancias permanentes. La limitación fiscal a la cual se enfrenta la mayoría de los gobiernos latinoamericanos impide los adelantos en este aspecto. De hecho, probablemente ha habido retraso, ya que los gastos a favor de los pobres pueden haber sido afectados por reducciones proporcionalmente mucho mayores.

Cambiar las características de los pobres continúa siendo la estrategia más atractiva, porque elimina una de las causas más importantes de la pobreza. La característica mayoritaria de los pobres en América Latina es el antecedente de una educación inferior, tanto en cuanto a educación escolar como a capacitación en destrezas laborales.

Existen externalidades significativas para el crecimiento en sí, constituidas por los gastos en educación y los servicios de salud que proporciona el Estado. La educación primaria es un medio importante para elevar la productividad y, por lo tanto, el crecimiento. Esto se cumple también para el gasto en salud. Correa (1970) ha argumentado que entre 1950 y 1962 los mejoramientos en salud y nutrición agregaron de 0,12 a 0,93 puntos porcentuales a la tasa de crecimiento económico en nueve países latinoamericanos. Norman Hicks (1980) ha estimado que un aumento de 10 años en la expectativa de vida eleva las tasas de crecimiento del PGB per cápita en 0,3 puntos porcentuales. Los hallazgos de David Wheeler (1980) indican un impacto significativo sobre las tasas de crecimiento en base a aumentos de la ingesta calórica y de las tasas de alfabetización. El estudio de Robin Morris (1982) determinó que el ingreso a la educación primaria tenía un efecto favorable sobre las tasas de crecimiento del ingreso per cápita.

CUADRO 11

PARTICIPACION DEL INGRESO E INDICES DE GINI.
14 PAISES LATINOAMERICANOS,
CIRCA, 1970

	Participación del ingreso del 20% inferior (Porcentaje)		Participación del ingreso del 20% superior como múltiplo del 20% inferior			Indice de Gini	
	a	b	a	b	c	a	c
Brasil	3,0	2,0	21	33	15	0,574	0,500
México	3,7	2,9	15	20	16	0,524	0,567
Argentina	6,9	4,4	7	11	7	0,437	0,425
Venezuela	2,7	3,0	24	18	18	0,622	0,531
Colombia	3,5		17		15	0,557	0,520
Perú		1,9		32	26		0,591
Chile	4,8		12		14	0,506	0,503
Ecuador	3,5		16		24	0,526	0,625
Rep. Dominicana	4,3		13			0,493	
El Salvador	3,2		13		11	0,539	0,532
Costa Rica	5,0	3,3	11	17	9	0,416	0,466
Panamá	3,0		20		24	0,557	0,558
Uruguay					13		0,449
Honduras					21		0,612
Para comparación: Países desarrollados							
Promedio	5,5		9			0,380	

Fuentes:

[a] Manek Kakwani, *Income Inequality and Poverty: Methods of Estimation and Policy Implications*, Nueva York: Oxford University Press, 1980.

[b] *World Development Report 1988*, Washington, D.C.· Banco Mundial.

[c] Jacques Lecaillon *et al.*, *Income Distribution and Economic Development*, An Analytical Survey, Ginebra: Oficina Internacional del Trabajo, 1984.

A la larga, el problema de la extrema pobreza y la distribución del ingreso en América Latina evalúan el fracaso del proceso de desarrollo posterior a la guerra. Ninguna estrategia exclusiva puede tener éxito. Se requiere restablecer el crecimiento económico, dar más atención a la pobreza absoluta y a las necesidades básicas, así como comprometerse de manera permanente con aumentar las capacidades y la movilidad de los estratos mas necesitados. La habilidad política de reconciliar la atención a la pobreza y la desigualdad con las políticas que sostienen el equilibrio

macroeconómico y el crecimiento es tan importante como el diseño técnico.

5. Conclusiones

América Latina se enfrenta actualmente a la década de los 90. La experiencia durante los treinta años comprendidos entre 1950 y 1980 constituye una base, tanto para el optimismo como para la precaución. Los países del área han demostrado una capacidad de expansión sostenida a tasas relativamente altas durante un gran período. Al hacerlo, también han demostrado un grado de adaptación y pragmatismo. La ideología no ha primado en la formulación de políticas económicas durante largos períodos ante un mal desempeño.

En cuanto al débito, los países no han logrado establecer una línea de políticas verosímiles y consistentes. El sector público se destaca como una debilidad importante. En muchos países se observa una debilidad cada vez mayor en vez de un fortalecimiento progresivo. Recuperar la capacidad para guiar el proceso de desarrollo es necesario, pero no fácil. Varios líderes políticos lo han intentando sin éxito, com lo indican, desafortunadamente, los barómetros de la inflación.

Fundamentalmente, los problemas de pobreza y distribución aparecen como obstáculos poderosos a los aumentos requeridos en las relaciones de inversión que prácticamente todos los países deben efectuar para continuar con un crecimiento a tasas satisfactorias. Las prospecciones para perspectivas de suma cero aparecen más probables que las soluciones cooperativas. La proliferación de las fugas de capital crea aún mayor diversidad de intereses y reclamos no equitativos sobre la riqueza.

Las soluciones tecnocráticas, predominantes en muchos países desde mediados de la década de los 60, no parecen constituir una respuesta que permanecerá en el futuro. Por un lado, en muchos casos los tecnócratas analizaron las fragilidades de los años 1970 y causaron una reacción mucho peor en la década del 80. Por otro lado, la apertura de la política impide dicha reversión. Por el contrario, será necesario confiar en áreas más limitadas de regulación e intervención y una mayor descentralización y uso de las señales del mercado. Tal vez centrándose en la política social, la gran deficiencia del crecimiento hasta ahora, y proporcionando espacio para un mayor número de iniciativas privadas, no exclusivas, surgirá un modelo latinoamericano más apropiado.

Referencias

Altimir, Oscar (1982). *The Extent of Poverty in Latin America,* World Bank Staff Working Paper Nº 522, Washington, D.C.; Banco Mundial, 1982.

Baer, Werner y Samuelson, Larry (editores) (1977). *Latin America in the Post-Import-Substitution Era,* Nueva York: Pergamon Press.

Canarella, Giorgio y Pollard, Sthepen (1989). "Unanticipated Monetary Growth, Output, and the Price Level in Latin America: An Empirical Investigation", *Journal of and Development Economics,* abril, pp 345-358.

Cardoso, Eliana (1989). "Hyperinflation in Latin America", *Challenge.*

-------- y Helwege, Ann (1989). "Below the Line: Poverty in Latin America". Tufts: *mimeo.*

Corbo, Vittorio (1988). "Problems, Development Theory and Strategies of Latin America", en Ranis y Schultz (editores), *The State of Development Economics,* Nueva York: Basil Blackwell.

Correa, H. (1970). "Sources of Economics Growth in Latin America", *Southern Economic Journal,* Vol. 37.

Diet, J. y Stree, J. (1987). *Latin America's Economic Development: Institutionalist and Structuralist Perspectives,* Rienner, 1987.

--------. *Economic Development and Cultural Change,* abril 1986. Número especial: Growth, Reform and Adjustment: Latin America's Trade and Macroeconomic Policies in the 1970s and 1980s.

Fishlow, Albert (1972). "Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil", en DiMarco, ed., *International Economics and Development,* Academic Press.

Glewwe, Paul y Van der Gaag, Jacques (1988). *Confronting Poverty in Developing Countries,* Living Standards Measurement Study, Working Paper, Nº 48, Washington, D.C.: Banco Mundial.

Grilli, E. y Yang, M.C. (1988). "Primary Commodity Prices, Manufactured Goods Prices and the Terms of Trade of Developing Countries: What the Long Run Shows", *The World Bank Economic Review,* enero, pp. 1-48.

Hicks, Norman (1980). "Economic Growth and Human Resources", *World Bank Staff Working Paper,* Nº 48, Washington, D.C.: Banco Mundial.

Hirschman, Albert (1987). *The Political Economy of Latin American Development,* Latin American Research Review, Vol. XXII, Nº 3, pp. 7-36.

-------- (1968). "The Political Economy of Import Substituting Industrialization in Latin America", *Quarterly Journal of Economics.*

Kakwani, Manek (1980). *Income Inequality and Poverty: Methods of Estimation and Policy Implications,* Nueva York: Oxford University Press.

Klaren, P. y Bossert, T. (1986). *Promises of Development: Theories of Change in Latin America,* Westview Press.

Lal, Depak (1985). *The Poverty of Development Economics:* Harvard University Press, p. 103.

Lecaillon, Jacques *et al.* (1984). *Income Distribution and Economic Development: An Analytical Survey,* Ginebra, Oficina Internacional del Trabajo.

Madison, Angus (1985). *Two Crises: Latin America and Asia, 1929-38 y 1973-83,* OECD Development Centre, p. 53.

Marris, Robin (1982). "Economic Growth in Cross-Section". *Mimeo,* Washington, D.C.: Banco Mundial.

Merrick, Thomas (1989). "Population Since 1945", en Bacha y Klein (editores), *Social Change in Brazil: The Incomplete Transition,* Albuquerque: University of New Mexico Press.

Molina S., Sergio (1982). "Poverty: Description and Analysis of Policies for Overcoming It", *CEPAL, Review,* diciembre, pp. 87-110.

Musgrove, Philip (1985). "Food Needs and Absolute Poverty in Urban South America", *Review of Income and Wealth,* marzo, pp. 63-83.

Pastor, Manuel (1987). "The Effects of IMF Programs in the Third World: Debate and Evidence from Latin America", *World Development,* febrero.

PREALC (1982). *Mercado de Trabajo en Cifras, 1950-1980,* Santiago: Oficina Internacional del Trabajo.

Ramos, Joseph (1986). *Neo-conservative Economics in the Southern Cone of Latin America,* Johns Hopkins.

Sheahan, John (1987). *Patterns of Development in Latin America*, Princeton: Princeton University Press.

Summers, Robert y Heston, Alan (1984). "Improved International Comparisons of Real Product and its Composition: 1950-1980", *Review of Income and Wealth*, junio.

Wheeler, David (1980). "Human Resource Development and Economic Growth in Developing Countries: A Simultaneous Model", *World Bank Staff Working Paper*, Nº 407, Washington, D.C.: Banco Mundial.

Banco Mundial, *World Development Report*, varios temas, Washington, D.C.: Banco Mundial.

--------. *World Development*, agosto 1985. Número especial: Liberalization with Stabilization in the Southern Cone of Latin America.

CAPITULO 5

Política Fiscal y Reconstrucción Económica en América Latina

VITO TANZI*
FMI

1. Introducción

Durante los últimos años la política fiscal ha llamado la atención de los economistas y formuladores de políticas. Hoy existe –en particular para América Latina– una creencia ampliamente aceptada, en cuanto a que la política fiscal desempeñó un papel muy importante en la génesis de los problemas económicos que hoy día caracterizan a la región. Y también es un supuesto generalizado que se requerirá de una mejoría en las finanzas públicas de los países de América Latina, si se desea que estos países superen sus dificultades económicas.

Este trabajo aborda la política fiscal desde tres ángulos, diferentes pero relacionados. Primero, en la Sección II, se describen, breve e informalmente, los antecedentes fiscales de la situación económica actual. ¿Cuál fue el rol que desempeñó la política fiscal? ¿Fue éste activo o pasivo? ¿Fue el rol central lo más importante o existieron otras fuerzas, incluso externas, igualmente o más importantes? ¿Cómo contribuyeron estas fuerzas a modelar la política fiscal? La discusión se centra en la región

---

* El autor es Director del Departamento de Asuntos Fiscales del Fondo Monetario Internacional. Las opiniones expresadas en este trabajo son estrictamente personales y no reflejan necesariamente la posición oficial del FMI. El autor agradece a Isaías Coelho, Ildefonso Guajardo, Alain Ize, Desmond Lachman, Claire Liuksila, Claudio Loser, A. Premchand, Eric Sidgwick, Peter Stella, y Teresa M. Ter-Minassian por los comentarios y/o ayuda en diversas partes del trabajo, y a Sonia A. Piccinini por su excelente mecanografía.

Previous Page Blank

como un todo, más que en un país en particular. Sin embargo, dada la importancia de Brasil, Argentina y México, con frecuencia se utilizarán ejemplos de estas naciones para respaldar posiciones específicas.

La Sección III analiza las dificultades enfrentadas por los formuladores de políticas de estos países, en su búsqueda de una política fiscal exitosa. Es posible que muchos de los contenidos de esta sección sean conocidos, pero muchos economistas no reconocen la importancia de algunos de estos puntos. La sección destaca especialmente las dificultades que surgen en situaciones de inflación elevada.

Las Secciones II y III son secciones de diagnóstico. La Sección IV está orientada a las políticas fiscales, y describe algunas de las medidas aplicadas por estos países para promover el crecimiento con estabilidad. Inevitablemente, el análisis presentado en esta sección es general. Sólo se puede proporcionar consejos fiscales específicos o detallados caso a caso tomando en cuenta las fortalezas y debilidades del sistema administrativo de cada país, las prioridades otorgadas por los formuladores de políticas a los diferentes objetivos, la situación de la deuda externa, etc.

Este trabajo no aborda específicamente la situación de la deuda externa. No obstante, debido a que ella constituye un problema importante en América Latina y que se encuentra muy ligada a sus finanzas públicas, un trabajo que trata la política fiscal en la región no puede dejar de tomar en cuenta la deuda.

2. Política fiscal y la situación económica actual

a) La situación económica actual

En algunas oportunidades se ha descrito a los años 1980 como la "década perdida", caracterización que puede conducir a errores en algunas regiones (como Asia), pero podría ser apropiada para América Latina. Esta zona ha presenciado la caída drástica de su tasa de crecimiento anual desde el lapso 1970-1980, en que el PGB subió a una tasa anual de 5,9 %, hasta el período posterior a 1980, en que cayó a cifras muy bajas e incluso negativas, especialmente en una base per cápita. La tasa de inflación, importante índice de dificultad económica, también se ha desplazado en dirección equivocada, y en una proporción considerable. Mientras la inflación medida por el IPC alcanzó un promedio de 39,8% para el área en el período 1971-80, se elevó a 126% entre 1981 y 1988, alcanzando, en los últimos años, tasas muy altas en algunos importantes países latinoamericanos, como Argentina y Brasil. En 1988, el promedio para la región fue 277,6% y en algunos países la tasa de inflación ha alcanzado niveles que habitualmente se consideran de hiperinflación.

La deuda externa se ha convertido en una palabra familiar. Mientas en el período anterior a 1982 para algunos especialistas este era un tema esotérico, actualmente constituye un asunto importante en todas las reuniones de los líderes mundiales. La deuda externa de los países en desarrollo del hemisferio occidental alcanzó US$ 288,8 miles de millones en 1981, para luego elevarse a US$ 412,2 miles de millones en 1988. En 1988 esta deuda externa equivalía al 305% de las exportaciones de bienes y servicios de la región, y los pagos de la deuda alcanzaron el 42% de las exportaciones de bienes y servicios. Desde 1983 la deuda externa ha fluctuado en alrededor de 46% del PGB total del área[1].

b) **La necesidad de ajuste**

Al igual que las familias y los individuos, los países enfrentan restricciones de recursos: en ausencia de transferencias netas desde el exterior, en el largo plazo no pueden gastar más de lo que producen. Cuando lo intentan, la consecuencia inevitable es inflación y/o dificultad para servir su deuda externa.

La esencia del ajuste es equilibrar el nivel de gasto con el nivel de ingreso de un país. Si el ajuste es acompañado por una mayor generación de ingresos (debido a la eliminación de las distorsiones) o por menor gasto externo (tal vez debido a una reducción voluntaria de la deuda) o, si es acompañado por la repatriación de capitales fugados o mayor inversión extranjera, puede ser consistente con un aumento del gasto interno en el tiempo. En otras palabras, *si las políticas de ajuste están bien concebidas y se ponen en práctica en forma apropiada,* deberían aumentar el ingreso permanente del país, incluso cuando, en el corto plazo, requieran una reducción del gasto interno.

La contraparte de la restricción de la balanza de pagos, en el sector público, es la restricción del presupuesto. El problema fiscal que surge cuando el gasto público (incluyendo el servicio de la deuda externa) sobrepasa los recursos fiscales, constituye actualmente la base de las dificultades económicas de muchos países, especialmente latinoamericanos. Los problemas de inflación y de pago de la deuda externa van casi siempre

---

[1] Toda la información anterior ha sido obtenida del FMI, *World Economic Outlook*, abril, 1989. La cifra de 46%, citada anteriormente, se mantiene baja gracias al peso económico de Brasil y a su baja relación deuda PGB. Para la mayoría de los demás países, la relación fue mucho más alta y para algunos (Bolivia, Chile, Costa Rica, Jamaica) superó el 100% en 1988.

acompañados por desequilibrios fiscales. Por lo tanto, el ajuste fiscal es un prerrequisito para la estabilidad económica.

En América Latina, los problemas fiscales no surgieron de un día para otro, sino que fueron la consecuencia final de acontecimientos externos e internos a lo largo de los años. Dos importantes hechos externos fueron las modificaciones de los términos de intercambio y de la tasa de interés real en los mercados de capital internacionales entre los años 1970 y 1980.

c) Factores externos que influyeron en el deterioro fiscal

Entre los años 1970 y 1980, la *tasa de interés real* cambió bruscamente desde valores negativos a positivos[2]. Este aumento abrupto elevó el costo del servicio de la creciente deuda externa que, a principios de los 80, ya era elevada[3]. Más aún, el hecho de que la tasa de interés real sobrepasara la tasa de crecimiento de las economías, las condujo a una situación de deterioro creciente. En el período posterior a 1974, y hasta principios de los años 1980, las tasas de interés real fueron extraordinariamente bajas de acuerdo a los estándares históricos, y hubo fácil acceso al crédito externo. Como lo expresara un estudio del Banco Mundial sobre Brasil: "En ese momento Brasil enfrentaba una oferta completamente elástica de préstamos a largo plazo y tasas de interés reales negativas en los mercados financieros mundiales" (Martone, 1987, p. 4). En la mayoría de los países, estas bajas tasas estimularon el endeudamiento a gran escala por parte de las entidades del sector público, y contribuyeron a una expansión de dicho sector. El gasto público, y especialmente la inversión pública, aumentaron más rápidamente que el PGB[4].

Debido a que frecuentemente los prestatarios eran cientos de entidades del sector público, mientras que los prestamistas eran miles de bancos extranjeros, y que la solicitud de préstamos fue bastante poco coordinada y controlada, no es de sorprender que el *stock* de la deuda aumentara mucho más allá del nivel que hubiese sido considerado prudente.

La crisis de la deuda de 1982 tomó a muchos países por sorpresa. Varios de ellos tardaron años en sumar sus deudas y formarse una idea

---

2 Entre 1975-80 y 1981-86 la tasa LIBOR real aumentó en casi 6 puntos porcentuales. Este incremento fue mucho más brusco si se ajusta de acuerdo a los cambios de los precios de exportación en dólares.

3 En México, por ejemplo la deuda externa subió desde US$ 3 mil millones en 1970 a US$ 85 mil millones en 1982. En Brasil aumentó desde US$ 5 mil millones en 1970 a US$ 70 mil millones en 1982.

4 Naturalmente, las tendencias difieren de un país a otro. Los principales países importadores de petróleo, como Brasil, presentaron dificultades antes de 1982.

clara de la magnitud de su endeudamiento externo total, el que con frecuencia resultó mucho mayor a lo esperado[5]. Las abultadas deudas, junto a las tasas de interés reales mucho más altas de los años 80, crearon serias dificultades a los sectores externo y fiscal de estos países. El déficit fiscal aumentó, y los desequilibrios internos y externos, difíciles de financiar, fueron habituales. Entonces, la oferta de préstamos externos se tornó bastante inelástica.

Durante el período 1971-80, *los términos de intercambio* para la región mejoraron en 55%, mientras que entre 1981 y 1989 declinaron en un 26%[6]. El índice de los términos de intercambio, que en 1970 fue equivalente a 100, alcanzó 155 en 1980, pero cayó a 115 en 1989[7]. Debido a que las cuentas fiscales de muchos países latinoamericanos son afectadas por los ingresos directos –de los recursos estatales o de los impuestos gravados directa o indirectamente al comercio exterior–, en estos países el deterioro de los términos de intercambio de los años 1980 afectó a la situación fiscal. Las rentas que podía obtener el sector público, ya sea a través de la exportación de sus propios recursos o de la aplicación de impuestos a las exportaciones del sector privado, ya no fueron suficientes para financiar sus obligaciones internas y externas, en especial porque diversos programas fiscales las habían incrementado de modo excesivo en los años 1970, y por la necesidad de servir la elevada y más costosa deuda externa.

d) Factores internos que influyeron en el deterioro fiscal

Además de estos acontecimientos externos, algunos hechos internos también merecen ser mencionados. Los formuladores de políticas tienden a centrarse en el corto plazo; descuentan en forma importante los costos y beneficios que se podrían obtener dentro de unos pocos meses. Enfrentados al crédito externo barato, precios crecientes para sus exportaciones básicas y presiones sociales o políticas que aparentemente podrían ser aliviadas mediante un mayor gasto público, los formuladores de políticas tuvieron dificultad para preocuparse del futuro (probablemente lejano) en que: (i) las tasas de interés real podrían recuperar sus niveles históricos (o, como sucedió, podrían superar dichos niveles por

---

5 Entre 1978 y 1982 la entrada de capital neto a América Latina fue US$ 143 mil millones. Ver Comisión Económica para América Latina y el Caribe (1988), *Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana*, Cuadro 15.

6 Calculado en base a información disponible en *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (abril, 1989). Nuevamente, los términos de intercambio comenzaron a bajar bruscamente antes de 1980 en algunos países importadores de petróleo, como Brasil.

7 En realidad la cifra en que cayó habría sido superior si en lugar de 1989 se hubiese tomado el año anterior.

un margen considerable), (ii) los términos de intercambio podrían revertirse, y (iii) los acreedores exigirían sus préstamos vencidos. Más aún, a otros formuladores de políticas les correspondería enfrentar ese desagradable panorama[8]. Incluso, algunos formuladores de políticas y economistas creían que parte del gasto público (principalmente el destinado a inversión fija y posiblemente a educación y salud) se autofinanciaría en el largo plazo. Por lo tanto, el gasto público generalmente aumentó, acompañado de una expansión del número de funcionarios del sector público.

El crédito externo barato también redujo los estándares técnicos aplicados para seleccionar los proyectos de inversión. Es probable que una evaluación costo-beneficio que supone tasas de interés reales negativas durante un proyecto, y que exagera los beneficios sociales (creación de empleos, seguridad nacional, redistribución de ingreso, autosuficiencia) haga aprobar proyectos que más tarde, al subir las tasas de interés reales, serían considerados una mala elección. Las distintas evidencias indican que una gran parte de la inversión realizada en el sector público en el período 1975-1982 fue cuestionable. Por supuesto, la relación capital-producción aumentó considerablemene durante ese período.

La ya precaria situación fiscal de los países latinoamericanos se deterioró aún más en los años 1980. El *Anuario de Estadísticas de Finanzas Estatales* del FMI indica que, para la región como un todo, el déficit fiscal del gobierno central aumentó abruptamente después de 1980, alza que se debió más a un incremento del gasto público que a una caída del ingreso[9]. En general, los países latinoamericanos lograron mantener –con grandes dificultades– el nivel de ingresos del sector público a lo largo del tiempo[10]. El gasto, como proporción del PGB, aumentó significativamente después de 1980. Durante este período, el gasto de capital del sector público disminuyó levemente, mientras que los intereses de la deuda externa subieron en forma considerable. Se ha dado gran importancia a la disminución del gasto de capital, tema que se abordará en la subsección siguiente.

d) Deterioro fiscal e inversión pública

El Cuadro 1 presenta información sobre el comportamiento de la inversión pública en los años 1980 para los seis principales países latinoamericanos. Se pueden hacer dos observaciones.

---

8 Se podría adelantar la hipótesis de que en los países donde los mismos formuladores de políticas esperan permanecer en el poder durante más tiempo, la tasa implícita de descuento de los costos y beneficios futuros sería más baja.

9 Se obtienen conclusiones similares de otras fuentes de estadísticas.

10 Esta afirmación es correcta si se observa el comportamiento de la relación tributaria en el largo plazo. Sin embargo, hubo disminuciones considerables en el corto plazo en la relación recaudación tributaria/PGB, especialmente cuando la inflación se aceleró.

Primero, en la mayoría de los países latinoamericanos hubo una disminución importante de la inversión pública durante el período 1980-87. Las cifras agregadas indican que la inversión pública como proporción del PGB cayó en alrededor de 2 puntos porcentuales entre 1981 y 1987. Si en vez de utilizar estadísticas del sector público se hubiesen utilizado estadísticas del gobierno central, la disminución habría sido aún más pronunciada, indicando que los gobiernos centrales (que debían pagar las obligaciones sujetas a tasas de interés crecientes) se vieron obligados a restringir el gasto controlable más que el resto del sector público.

Segundo, debido a que el pago de intereses (tanto internos como externos) contenía algunos elementos de amortización, parte de este gasto se podría clasificar como "gasto de capital" aun cuando no está asociado a la formación de capital tangible. El pago de intereses en el país claramente contiene un alto componente de amortización, debido a la alta inflación. Sin embargo, con frecuencia se olvida que esto se cumple en menor grado para el pago de intereses de la deuda externa, debido a que la tasa de inflación ha sido bastante superior a cero, especialmente en los Estados Unidos.

CUADRO 1

INVERSION PUBLICA EN PAISES LATINOAMERICANOS SELECCIONADOS
(En porcentaje del PGB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Argentina	9,2	9,4	8,1	9,5	7,6	6,8	7,0	8,4
Brasil	8,0	9,0	8,7	6,4	6,0	6,2	6,2	6,9
Chile	5,4	5,2	4,8	4,9	6,3	6,9	7,6	6,9
Colombia	7,6	8,6	9,4	8,9	9,0	9,6	8,6	7,9
México	10,9	11,7	10,4	7,7	7,1	7,0	6,1	5,4
Venezuela	**12,3**	**14,6**	**16,5**	**14,6**	**7,7**	**9,0**	**12,4**	**12,2**
Promedio[1]	8,9	9,8	9,7	8,7	7,3	7,6	8,0	8,0

[1] Este es el promedio simple no ponderado.

Fuente: El cuadro se basa en información entregada en Guy P. Pfefferman y Andrea Madarassy, "Trends in Private Investment in Thirty Developing Countries", International Finance Corporation, Discussion Paper Nº 6 (Banco Mundial: Washington, D.C., 1989).

En el Cuadro 2 se presenta información adicional sobre el comportamiento de la inversión pública durante el período 1970-87, el cual se divide en tres subperíodos: 1970-74, 1975-81 y 1982-87. El segundo de estos subperíodos se caracterizó en general por tasas de interés reales muy bajas dentro del mercado de capitales internacional, mientras que el período 1982-87 se caracterizó por tasas reales altas, términos de intercambio decrecientes y dificultades para servir la deuda externa. El cuadro presenta, además, información sobre la inversión privada.

CUADRO 2

INVERSION PUBLICA Y PRIVADA
EN PAISES LATINOAMERICANOS
SELECCIONADOS: 1970-1987
(En porcentaje del PGB)

	1970-74	1975-81	1982-87
Inversión pública:			
Argentina	8,0	10,8	7,7
Brasil	5,6	10,2	6,7
Chile	8,4	6,8	6,2
Colombia	6,0	6,9	8,9
México	6,5	9,4	7,3
Venezuela	**7,1**	**13,6**	**12,0**[1]
Promedio[2]	6,9	9,6	8,1
Inversión privada:			
Argentina	12,1	13,3	7,0
Brasil	18,4	14,4	11,1
Chile	6,0	12,1	7,1
Colombia	13,5	11,5	10,3
México	12,6	13,1	12,1
Venezuela	**16,0**	**17,6**	**6,4**[1]
Promedio[2]	13,1	13,7	9,0

[1] 1982-86.
[2] Promedios simples.
Fuente: La misma del Cuadro 1.

Como se ha informado ampliamente, en los períodos 1975-81 y 1982-87, se observa una clara caída de la inversión pública como proporción del PGB. Sin embargo, si no se utiliza el período 1975-81, en que la inversión pública había aumentado considerablemente, como período de referencia para la comparación, sino que se utiliza el período 1971-74, no se aprecia disminución. Más bien, en general hasta se habría observado un aumento. Este es un punto importante que se debe considerar para la sección sobre políticas fiscales.

La caída verdaderamente drástica ocurre en la inversión privada y no en la pública. Si comparamos el promedio de 9,0% del PGB del período 1982-87 con el promedio del período 1975-81 ó 1970-74, se observa una caída bastante similar: 4 a 5% del PGB. Una vez más se debe recordar que existen diferencias entre los países. Probablemente, los factores de expectativas y distorsiones internas deben haber jugado un rol importante en la gran caída de la inversión privada[11]. Si estos factores no hubieran influido, los grandes activos de capital de los ciudadanos latinoamericanos fácilmente podrían haber constituido una importante fuente de inversión interna. Debido a la evaluación de las perspectivas futuras de las economías, estos ciudadanos deben haber calculado que podrían maximizar sus rentabilidades a largo plazo invirtiendo su dinero en el extranjero, más que en el país. Por ello, no resulta útil considerar la disminución de la tasa de ahorro de la región como una explicación de la reducción de la tasa de inversión privada. Se puede explicar mejor a través de la disminución de las tasas de rentabilidad esperadas para la inversión interna[12].

f) Deterioro fiscal y crecimiento de la deuda interna

En varios países, la crisis de la deuda trajo consigo una aceleración de la inflación y, como consecuencia de los retrasos de recaudación y otros factores, una tendencia declinante del ingreso tributario real. Los gobiernos debieron usar una creciente proporción de su capital político para neutralizar este efecto, con el fin de mantener constante el nivel de ingreso a través de medidas discrecionales y *ad hoc*. Esto dificultó la introducción de reformas tributarias que aumentarían la relación ingreso tributario-PGB. En tanto, la política de estabilización se hizo más difícil, debido a la incertidumbre creada por la deuda externa pendiente, la alta tasa de inflación y la continua "tensión" en el área fiscal[13]. Con frecuencia, la necesidad de generar un excedente comercial para servir la deuda externa

---

[11] Sobre las expectativas ver especialmente Blejer e Ize, 1989.

[12] Para un análisis teórico de la relación existente entre incertidumbre política e inversión privada de los países en desarrollo, ver Rodrick, 1989.

[13] El término "tensión" se define más adelante.

requirió fuertes devaluaciones, las cuales no fueron acompañadas por una política fiscal y monetaria lo suficientemente restrictiva como para mantener los precios bajos, transformándose a veces en motores de inflación[14].

Dados (a) la inflexibilidad relativa de gran parte del gasto estatal no productivo (y no inversión), (b) el aumento de los pagos de los intereses de la deuda externa, y (c) la dificultad para elevar la razón tributaria, después de la crisis de la deuda de 1982, la reducción de la disponibilidad de capital extranjero indujo a muchos de estos países a aumentar su dependencia de los préstamos internos[15].

Es difícil reunir datos sobre deuda pública interna; sin embargo, la información disponible indica que en los últimos años ésta ha aumentado como proporción del PGB en muchos países de América Latina[16]. Debido a que (a) el ahorro interno es bajo y decreciente, (b) los impuestos implícitos o explícitos a la intermediación financiera con frecuencia son altos, y (c) el medio inflacionario y otras incertidumbres han determinado que las personas se resistan a invertir en activos financieros internos, las tasas de interés real que los Estados deben pagar por la deuda interna tienden a ser más altas, en términos reales, que las pagadas por la deuda externa. Desde un punto de vista fiscal, el financiamiento interno es un financiamiento muy caro. Esto determinó que el costo de proporcionar servicios públicos creciera enormemente. Las tasas de interés real también han aumentado considerablemente el nivel de rentabilidad que deben generar las inversiones privadas, por lo que esta se desincentiva. De hecho, cuando se elevan las tasas de interés, resulta más difícil controlar el déficit fiscal.

Mientras mayor es la divergencia entre la tasa de interés que se debe pagar por la deuda interna, *medida en términos de dólares,* y la tasa de interés por la deuda externa, más difícil y costoso es servir la deuda externa a través de préstamos internos. En algunos países latinoamericanos, los gobiernos han debido a veces pagar tasas de interés que, medida en dólares, fueron equivalentes a varias veces la tasa LIBOR. Ello implica que en estas situaciones, las reducciones de deuda que produjeran una disminución de las transferencias netas al extranjero mejorarían sustancialmente la situación fiscal; y que son deseables las reformas

[14] El aumento de la tasa de interés real mundial puede haber sido la causa directa de al menos una parte del aumento total de la inflación en América Latina (ver Melnick, 1988). También se ha afirmado que la desaceleración de la tasa de crecimiento tuvo implicancias inflacionarias (ver Melnick y Sokoler, 1984).

[15] Los préstamos externos anuales netos de los países en desarrollo desde el Hemisferio Occidental cayeron desde US$ 57,1 mil millones en 1981 a US$ 7,4 mil millones en 1985. Para 1988 se estimaron en sólo US$ 3,2 mil millones.

[16] Por ejemplo, en Brasil se ha elevado de 6,0% del PGB en 1980 a 20,9% en 1988.

tributarias o los recortes del gasto no productivo que dejan un "superávit primario", suficientemente grande para cumplir las obligaciones externas.

Para inducir a los individuos a mantener stocks más grandes de deuda estatal, además de pagar tasas reales más altas, los gobiernos han seguido otras políticas con implicancias fiscales y macroeconómicas[17]. Por ejemplo: (a) han acortado el vencimiento de la deuda. A medida que se aceleró la inflación, el vencimiento de los instrumentos fiscales se hizo progresivamente más corto. Como consecuencia, los bonos estatales prácticamente se convirtieron en sustitutos del dinero; llegando a existir hoy, en algunos países, bonos con vencimientos de un día. Estos bonos se han convertido, esencialmente, en dinero indexado. El crecimiento de estos instrumentos financieros reduce la demanda de dinero incrementando las presiones inflacionarias[18], (b) han otorgado ventajas fiscales a estos bonos erosionando así la base tributaria, (c) han obligado a financiar la deuda a través de empresas públicas y privadas, bancos e instituciones de previsión social. El programa de "ahorro forzado" de Argentina es un ejemplo de esta estrategia. Obviamente, el dinero así utilizado no ha estado disponible para inversión.

g) Deuda externa y fuga de capitales

La deuda externa se acumuló en el proceso de financiar: (i) el aumento del consumo interno, (ii) algunas buenas inversiones, (iii) varias malas inversiones, y (iv) la salida del capital[19]. El éxodo de capital fue estimulado, al menos en parte por la percepción de que las políticas económicas vigentes no eran sostenibles en el largo plazo y que, inevitablemente, la acumulación de la deuda estaría seguida por un aumento de la carga tributaria y por otras dificultades económicas (y políticas)[20].

---

[17] La incertidumbre con respecto al futuro ha inducido a muchos ciudadanos latinoamericanos a comprar dólares en billetes que no obtienen interés en vez de invertir en valores del Estado con altos intereses.

[18] Esto significa que el financiamiento de un déficit fiscal dado se hace progresivamente más inflacionario.

[19] Por supuesto que las inversiones que resultaron ser malas *ex post*, pueden haber aparecido viables en base a las condiciones que imperaron en el momento en que fueron realizadas.

[20] Un estudio del FMI ha estimado que la fuga de capitales desde países del hemisferio occidental alcanzó $ 107 mil millones para el período entre fines de 1974 y fines de 1985. Ver Deppler y Williamson (1987). Morgan Guarantee tiene estimaciones de que, a fines de 1987, algunos ciudadanos latinoamericanos tenían $ 159 mil millones en el extranjero.

De los usos de los recursos obtenidos mediante préstamos externos, sólo la inversión en proyectos eficientes generaría una corriente futura de ingresos al país, lo que ayudaría a servir la deuda externa. Esto se cumpliría particularmente si los proyectos pertenecieran al sector transable. El capital que emigró es un activo potencialmente importante que, dadas las altas tasas de interés real que han caracterizado a la década de los ochenta, probablemente creció a un ritmo bastante más alto que los productos geográficos brutos de las economías latinoamericanas. Con el tiempo y bajo circunstancias favorables, podría representar un aporte importante para la estabilización y el crecimiento de América Latina, especialmente si la deuda externa no aumenta o si –como consecuencia de la reducción de la deuda– disminuye como proporción del PGB. En otras palabras, el capital mantenido en el extranjero por ciudadanos latinoamericanos podría transformarse progresivamente en una proporción mayor de la deuda externa de estos países, facilitando así una solución a la crisis de dicha deuda[21]. Sin embargo, mientras la situación política y económica permanezca inestable, y mientras se mantengan las principales distorsiones de estas economías, es poco probable que este capital retorne, salvo para mantener los niveles de consumo de las familias que lo poseen[22].

Mientras más altas las tasas de interés en los Estados Unidos y más atractivo el tratamiento tributario de este capital en ese país, existirán menos incentivos, *ceteris paribus*, para que sus dueños los repatrien, especialmente si su repatriación explícita conduce a multas por evasión tributaria y otras violaciones legales[23]. Las altas tasas reales en América Latina inducirían a que este capital regresara sólo si son garantizadas durante un período prolongado o se espera que permanezcan altas en el largo plazo.

Debido a que la mayoría de los instrumentos financieros tienen vencimientos cortos, y las tasas de interés reales han fluctuado enormemente, las tasas altas han ejercido una atracción restringida. La "iliquidez" de estos instrumentos en términos de dólares también puede desempeñar un rol importante. En caso necesario, los inversionistas no podrían sacar el dinero del país, debido a la restricción de la balanza de pagos. Por lo

---

21 Sería interesante calcular el valor actual de este capital suponiendo que se hubiese dejado crecer a las altas tasas de interés imperantes y generalmente libres de impuestos. Es probable que el valor de este capital actualmente supere el valor de "mercado" de la deuda externa de los países latinoamerianos. Para algunos cálculos relacionados con Argenina, ver Rodríguez, 1988.

22 Si el consumo es el fin último de toda la actividad económica, la fuga de capitales a la larga será consumida en el extranjero o dentro del país. Si los dueños no emigran, gran parte tendrá que retornar.

23 Para la relación entre las leyes tributarias de EE.UU. y la fuga de capitales desde América Latina, ver McLure, Jr., 1988.

tanto, a pesar de las altas tasas de interés, muchos preferirán esperar fuera del país hasta el momento en que mejoren las expectativas. Una repatriación prematura puede resultar muy cara.

El servicio metódico de la deuda externa requiere de dos tipos de transferencias: (i) el traspaso de recursos desde el sector privado al público, debido a que gran parte de la deuda externa está en manos del Estado, y (ii) la transferencia de recursos a acreedores extranjeros por parte del sector público. En otras palabras, un cambio neto positivo en la balanza fiscal debe ir acompañado del mejoramiento de la cuenta comercial requerida para realizar el pago externo[24]. O, dicho de otro modo, el Estado, que debe servir la deuda externa, debe poder comprar al sector privado los dólares generados por el superávit comercial. La transferencia adicional desde el sector privado al público se puede producir a través de: (i) mayor tributación, (ii) reducción del gasto público no destinado al pago de intereses, (iii) préstamos voluntarios de individuos al Estado, (iv) préstamos involuntarios de individuos al Estado, y (v) financiamiento inflacionario. Todas estas alternativas tienen un costo, y la minimización de estos costos debe constituir el principio básico de la política fiscal. Sin embargo, como ya se ha argumentado, es probable que estos costos sean mucho menores en relación a (i) e (ii) que a las otras tres alternativas. Algunas de estas posibilidades se evalúan en la Sección IV. Las reducciones de la deuda según lo propuesto por la iniciativa Brady, mediante la reducción de las transferencias necesarias al extranjero, facilitarían el proceso, siempre que no debiliten la disciplina económica.

3. Problemas de implementación seleccionados

La próxima sección presentará algunas pautas generales que pueden seguir los formuladores de políticas de América Latina en su deseo de lograr crecimiento con estabilidad. Ellas estarán influidas inevitablemente por consideraciones secundarias. Es probable que el consejo que no daría en una situación de inflación alta y bajo crecimiento, sería distinto del consejo que uno le daría a Corea u otro país económicamente exitoso.

En esta sección se abordarán brevemente algunos de los problemas que enfrentan muchos formuladores de políticas cuando intentan seguir una política fiscal conducente a estabilidad y crecimiento. Estos problemas hacen que el diseño de políticas económicas sea muy difícil.

---

[24] Sobre este punto, ver inter alia, Reisen y Van Trotsenburg (1988); y Polak (1989), especialmente el Capítulo 5. También ver Bacha (1989).

Asimismo, contribuyen a explicar la razón por la cual es tan difícil para algunos de estos países llegar a un acuerdo sobre una política fiscal específica a seguir. Algunas de estas dificultades existirían incluso en ausencia de inestabilidad económica, pero ciertamente se ven agravadas por ella.

a) Costo de las medidas fiscales

Cuando los países están bajo situaciones de gran inestabilidad económica e inflación, con frecuencia será cada vez más difícil –tanto política como administrativamente– aplicar políticas que sólo se dirigen a prevenir un empeoramiento de la situación.

Por ejemplo, en una situación de precios estables, prácticamente no representa costo alguno, desde un punto de vista político y administrativo, mantener constantes los precios reales cobrados por las empresas públicas. En esta situación, el objetivo se puede lograr sin necesidad de tomar ninguna medida. Sin embargo, cuando la tasa de inflación sube a un nivel alto, lograr este objetivo resulta más difícil. Cualquier incremento nominal de las tarifas de los servicios públicos será resistido por el público, incluso cuando sólo compensa con retraso el aumento en el nivel general de precios. Desgraciadamente, son habituales las manifestaciones, incluso violentas, para impedir estos incrementos. La dificultad política que se enfrenta al efectuar los frecuentes ajustes de precios para mantenerlos constantes en términos reales, junto con la esperanza permanente y errónea de que el mantener los precios bajos, de alguna forma, reducirá la tasa de inflación, explica por qué las empresas públicas con frecuencia se transforman en un problema significativo en situaciones de inflación alta[25].

La distorsión de estos precios en un corto período se aprecia en el Cuadro 3, que se refiere a las principales empresas públicas de Argentina, entre junio de 1985 e igual mes de 1989.

La misma situación surge con los impuestos sobre el consumo que son principalmente *ad rem*. Sólo para mantenerlos constantes en términos reales se requiere del uso creciente de capital político a medida que aumenta la tasa de inflación.

[25] Es probable que la indexación formal de estos precios pueda contribuir.

CUADRO 3

ARGENTINA: PRECIOS Y TARIFAS
RECIBIDAS POR LOS
SERVICIOS PUBLICOS
(Valores constantes: 1980 = 100)

Empresas públicas	1985 junio	1987 dicbre.	1988 agosto	1988 dicbre.	1989 junio
Y.P.F.	179,2	135,9	169,0	154,0	58,8
Gas del Estado	109,7	102,5	93,0	86,3	29,0
S.E.G.B.A.	90,8	75,5	94,0	84,8	30,3
A. y E.E.	92,9	115,1	101,4	92,1	32,5
Ferr. Arg.	79,3	64,2	85,9	76,2	36,6
A.A.	106,8	116,4	99,5	90,4	78,6
Entel	60,1	39,5	45,7	40,1	14,6
O.S.N.	38,0	53,0	51,6	49,4	25,2
Nivel general	131,2	108,2	126,6	113,7	52,3

Fuente: IEERAL de la Fundación Mediterránea, basado en datos de SIGEP. De *Novedades Económicas*, Año 11, Nº 101, mayo, 1989. La información de junio de 1989 fue proporcionada gentilmente por Carlos A. Givogri de IEERAL de la Fundación Mediterránea.

Es sabido que los desfases de recaudación, bajo condiciones inflacionarias, conducen a la disminución del ingreso tributario (ver Tanzi, 1977). Algunos economistas han descartado este efecto, en base a que los países con altos índices de inflación, como Argentina, Brasil y México, de alguna manera han logrado mantener en el largo plazo la relación ingreso tributario/PGB. Lo que se ignora es el alto costo político y administrativo que lo hizo posible (al igual que el costo en términos de tiempo que los formuladores de políticas debieron dedicar a este problema). Los ministros de economía debieron utilizar tiempo y capital político valioso y la administración tributaria debió usar recursos administrativos preciados

para lograr un objetivo que fácilmente podría escaparse[26]. Más aún, el nivel promedio de tributación se mantuvo en muchos casos mediante el uso de impuestos temporales y, con frecuencia, altamente distorsionadores. Argentina, por ejemplo, debió depender de los impuestos sobre las exportaciones y los impuestos a los cheques para intentar mantener el nivel de tributación. Estos cambios casi siempre afectaron el medio económico global con consecuencias predecibles sobre la inversión privada y la fuga de capitales.

b) **Dificultades conceptuales**

La forma en que una alta tasa de inflación, combinada con otras dificultades económicas, afecta el panorama fiscal real no ha sido suficientemente reconocida, lo que dificulta una determinación precisa de la magnitud del ajuste fiscal requerido. En esta subsección se analiza brevemente algunas de las dificultades enfrentadas por los formuladores de políticas fiscales latinoamericanos al evaluar la situación fiscal. Estas dificultades aumentan considerablemente el tiempo requerido y el grado de dificultad de las negociaciones de los programas de estabilización entre, por ejemplo, el FMI y las autoridades de los países[27].

Un gobierno podrá determinar el ajuste fiscal requerido y con suerte podrá actuar sobre él, sólo si puede obtener un cuadro claro de la situación fiscal[28]. Para lograr esto: (a) se deberán desarrollar conceptos teóricos apropiados, (b) estos conceptos se deberán traducir, a su vez, en medidas estadísticas correctas, (c) las mediciones estadísticas correctas deberán ser seguidas por acciones de políticas apropiadas; (d) estas acciones de políticas deberán ser introducidas y puestas en práctica eficazmente; y (e) estas acciones, si se toman, deberán ser duraderas, de alta calidad, y creíbles. Si el sector privado no confía en que el gobierno tendrá la capacidad y la energía mantener estas políticas, o si las políticas tienen un elemento autodestructivo como, por ejemplo, cuando son claramente transitorias, es probable que el resultado de ellas difiera de lo esperado. Estos problemas se analizan brevemente a continuación, así como en la sección siguiente.

[26] La inflación, especialmente si va acompañada de control de precios, casi siempre aumenta la tendencia a evadir impuestos.

[27] Algunas veces incluso crean divergencia de opiniones entre las instituciones internacionales como el FMI y el Banco Mundial y entre diferentes entidades dentro del mismo país.

[28] Por supuesto que la determinación de tal cuadro es una condición necesaria, pero no suficiente para una buena política fiscal.

La mayoría de los economistas supone que las acciones de la política fiscal fácilmente se pueden derivar de un concepto objetivo y claramente definido del déficit fiscal[29]. La pregunta básica en este caso sería: ¿cuáles cambios en el ingreso o en el gasto serían necesarios para eliminar el déficit fiscal? Desgraciadamente no se dispone de un concepto del déficit fiscal objetivo y definido tan claramente, especialmente en condiciones de inflación alta.

Aquellos que están familiarizados con estos problemas estarán conscientes de que en los últimos años el concepto tradicional (también llamado "convencional") del déficit fiscal ha recibido duras críticas, por cuanto en situaciones de deuda interna significativa, el déficit convencional es sumamente sensible a la tasa de inflación. Al aumentar las tasas de interés nominal y, por consiguiente, los pagos de interés nominal, la mayor inflación aumenta bruscamente el déficit convencional. Del mismo modo, un país que congela los precios (como lo hizo Argentina bajo el Plan Austral y Brasil bajo el Plan Cruzado) experimentará una caída automática de la relación entre el déficit fiscal convencional y el PGB, especialmente si ese país tiene una deuda pública interna importante[30]. Como consecuencia, el "déficit convencional" se transforma en un concepto que conduce a error *en la evaluación del tamaño del paquete fiscal necesario para la estabilización*. Este déficit exagerará el alza tributaria necesaria o la disminución del gasto no destinado al pago de intereses, ya que en la reducción del déficit operará un efecto multiplicador si las medidas fiscales reducen la inflación y, por lo tanto, el pago de intereses.

El concepto de "déficit operacional" –que excluye del gasto estatal la parte del pago de intereses que se supone corresponde a la corrección monetaria (es decir, la parte que compensaría al tenedor de la deuda interna por la desvalorización de la deuda, debido a la inflación del país)– ha recibido cada vez más aceptación y ha sido utilizado en algunos programas de estabilización respaldados por el FMI. Algunos estudios argumentan que probablemente el déficit operacional sea un concepto que tenga una relación estrecha con el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, aún persiste bastante escepticismo con respecto al uso de este concepto, y algunos se niegan a aceptar su validez como una pauta apropiada para las políticas fiscales. Se pueden formular preguntas válidas como, por ejemplo, si la tasa de

---

[29] Muchos trabajos académicos se basan en este supuesto.

[30] La caída de la relación del déficit fiscal/PGB será producida por la caída de los pagos de interés nominal y por el aumento real en la recaudación de impuestos. El aumento real de la recaudación de impuestos afectará todas las mediciones del déficit fiscal mientras que la caída de los pagos de interés nominal afectará sólo, o principalmente, la medición convencional.

inflación utilizada para calcular el déficit operacional es la misma que la tasa de inflación esperada, si el índice de precios ha sido manipulado intencionalmente o, con más probabilidad, por medio de políticas relacionadas (por ejemplo, a través de controles de precios o congelando el tipo de cambio). Más aún, el déficit operacional parece ser un índice de referencia inadecuado si el objetivo de la política económica no es sólo la balanza de pagos, sino también la tasa de inflación. En los últimos años las tasas de inflación muy altas se han asociado con déficit operacionales muy bajos. Un problema básico es que no se puede presumir que la "corrección monetaria" (parte del déficit convencional que se excluye en la determinación del déficit operacional) sería ahorrada automáticamente y reinvertida en condiciones similares en bonos estatales[31].

Algunas de estas preguntas, y en particular el hecho de que el déficit operacional se ve afectado por la tasa de interés *real* –lo que no puede ser controlado directamente por los formuladores de las políticas–, han determinado que cada vez se use más en las negociaciones del FMI con los países, el concepto del "déficit primario", *que excluye todo pago de intereses* de los cálculos del déficit fiscal. La ventaja principal del déficit primario es que se relaciona con un concepto de déficit asociado a gastos no destinados al pago de intereses y a ingresos ordinarios. En otras palabras, se asocia a ítemes que, al menos en teoría, pueden ser controlados directamente por las autoridades[32]. Por lo tanto, la magnitud del esfuerzo fiscal realizado por el país se puede medir de manera objetiva a través de los cambios del déficit primario (fiscal)[33]. El superávit primario también proporciona una idea del pago total de intereses que un país es capaz de efectuar en un año dado.

Una deficiencia del concepto de déficit primario es que el pago real de intereses (y, tal vez, también las "correcciones monetarias") tiene consecuencias en la demanda agregada y, por lo tanto, en la inflación y en la balanza de pagos. De modo que, aunque en principio el déficit primario es una buena medida del esfuerzo fiscal *realizado o que debe realizar* un país, es una medida inadecuada para evaluar el esfuerzo *necesario*. El déficit primario *per se* no proporciona mucha información sobre lo severa que es la política fiscal en relación al grado de severidad necesario. Otra deficiencia práctica es que no se puede medir desde el punto de vista financiero (es decir, desde "abajo de la línea") de manera que su estimación depende de la calidad del sistema contable de un país para controlar el gasto y el ingreso en el tiempo. Este problema se analiza a continuación.

---

31 En Tanzi, Blejer y Teijeiro (1987) se analizan estos y otros puntos importantes.

32 Por supuesto que los obstáculos legislativos y políticos pueden reducir considerablemente el control eficaz de los formuladores de políticas sobre estos ítemes.

33 Incluso esto no es totalmente correcto, ya que los cambios en el déficit primario pueden ser producidos por factores exógenos como un cambio en la actividad económica, cambio en los precios mundiales, etc.

El Cuadro 4 presenta una ilustración dramática de las dificultades encontradas al intentar evaluar el grado necesario de corrección fiscal en cuatro importantes países latinoamericanos[34]. Las diferencias entre los tres conceptos son especialmente grandes en Brasil y México. La irrelevancia relativa de la medida convencional se evidencia claramente en sus oscilaciones violentas durante el período. Nadie que esté en su sano juicio discutiría que, por ejemplo, entre 1986 y 1988 la política fiscal brasileña se deterioró en casi un 35% del PGB. Estas oscilaciones reflejan los cambios experimentados por la tasa de inflación, la que puede cambiar según las expectativas. En Argentina los déficit convencionales y operacionales permanecen sin modificaciones hasta 1987, en que comienzan a divergir. La razón es que a principios de los años 1980 la deuda interna pública de ese país había sido eliminada, de modo que sin deuda interna los dos conceptos se transforman en uno. Con el resurgimiento de la deuda interna volvieron a aparecer las diferencias entre estos dos conceptos.

CUADRO 4

SALDO PRESUPUESTARIO DEL SECTOR PUBLICO
(En porcentaje del PGB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Argentina									
Convencional	n.d.	n.d.	n.d.	–10,2	–7,6	–4,1	–2,5	–6,3	n.d.
Operacional	n.d.	n.d.	n.d.	–10,2	–7,6	–4,1	–2,5	–5,6	n.d.
Primario	n.d.	n.d.	n.d.	–4,2	–2,6	–1,7	–1,7	–1,6	n.d.
Brasil									
Convencional	n.d.	–13,0	–17,3	–21,0	–23,8	–27,9	–10,8	–29,5	–45,3
Operacional	n.d.	–6,2	–7,8	–5,4	–2,5	–4,3	–3,5	–5,5	–4,0
Primario	n.d.	–4,8	–5,4	–2,1	1,4	–0,6	1,0	–0,6	1,6
Chile									
Convencional	5,5	0,8	–3,4	–2,8	–4,4	–2,6	–1,9	–0,4	3,6
Operacional	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	–1,2	0,2	3,8
Primario	7,0	2,2	–1,0	1,0	0,3	3,1	2,8	4,3	8,0
México									
Convencional	–8,1	–13,8	–17,7	–9,4	–8,4	–9,5	–15,6	–15,9	–12,9
Operacional	–4,4	–10,8	–10,7	0,5	0,3	–1,0	–1,8	–2,0	–4,4
Primario	–3,8	–9,1	–5,0	4,6	4,8	3,3	2,3	5,0	5,9

Nota: El signo (–) indica un déficit.
Fuente: Las estimaciones del personal del FMI se basan en información nacional.

[34] Ver, además, Dornbusch y De Pablo (1988).

Otro problema conceptual importante dice relación con el hecho de si la medida relevante debiera relacionarse con pagos en efectivo o con compromisos devengados. Este problema puede ser tratado en varios niveles de abstracción. Algunos economistas, por ejemplo, han argumentado que todos los compromisos e ingresos futuros deberían incluirse descontados a una tasa pertinente para evaluar la posición fiscal neta de un país[35]. Dentro de nuestro análisis más pragmático, el problema es mucho más simple. Un gobierno puede reducir el déficit medido en base a caja, postergando los pagos. Esto se puede hacer con los salarios, pagos a proveedores y, especialmente, los pagos relacionados con el servicio de la deuda externa. Si el pago de intereses sobre la deuda externa vence pero no se paga, ¿debería el déficit incluir el pago adeudado (concepto de compromiso), o sólo reflejar el pago realmente efectuado?[36] ¿Sólo afectan la inversión, el consumo, los precios, etc., los pagos realmente efectuados? ¿Cuál es el concepto relevante para la política fiscal? Esta última pregunta es especialmente difícil de contestar[37]. La importancia de las diferencias entre la base de caja y de compromisos se ilustra con datos de Argentina (ver Cuadro 5).

CUADRO 5

ARGENTINA: SALDO PRESUPUESTARIO DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
(En porcentaje del PGB)

	En base a efectivo			En base a compromisos		
	Global	Operac.	Primario	Global	Operac.	Primario
1983	–10,2	–10,2	–4,2	–17,5	–17,5	–11,5
1984	–7,6	–7,6	–2,6	–13,1	–13,1	–8,2
1985	–4,1	–4,1	1,7	–5,4	–5,4	0,0
1986	–2,5	–2,5	1,7	–4,8	–4,8	–0,9
1987	–6,3	–5,6	–1,6	–9,0	–8,3	–4,8

Fuente: Estimaciones del personal del FMI y Ministerio de Economía.

[35] Esta posición ha sido sostenida enérgicamente por Kotlikoff (1986). Ver, también, Mackenzie (1988).

[36] Por convención no se formulan estas mismas preguntas para los pagos de capital vencidos pero no realizados. Sin embargo, en términos de efectos económicos, se deberían aplicar consideraciones similares.

[37] Algunos de esos temas se analizan en Henri Lorie, "Financial and Fiscal Programming Under Debt Restructuring" (FMI, Working Paper, julio, 1989).

c) Dificultades estadísticas

En los párrafos anteriores se analizan brevemente algunas dificultades conceptuales que han surgido, en los últimos años, en la conducta de la política fiscal de los países latinoamericanos. Esta subsección cubre algunos problemas prácticos de la medición estadística.

Es un hecho generalmente aceptado que una vez que se llega a un acuerdo con respecto al concepto teórico apropiado sobre déficit fiscal, la medida estadística real se debe aplicar al sector público como un todo y no sólo a una parte de él. Sin embargo, es muy difícil (si no imposible) medir el déficit fiscal de todo el sector público en forma expedita y completa. Generalmente la información sobre los gobiernos locales es inadecuada y, cuando se dispone de ella, es poco actualizada; con frecuencia la información sobre las empresas públicas es igualmente deficiente. Es posible que los bancos centrales pasen a desempeñar el rol de agentes fiscales y puedan sufrir un déficit considerable.

Si la medida fiscal no cubre todo el sector público, en primer lugar no reflejará fielmente la necesidad de corrección fiscal y, en segundo lugar, permitirá que cualquier mejoría que se refleje en la medida utilizada se pueda haber neutralizado por el deterioro sufrido por el resto del sector público. Por ejemplo, en los últimos años, mientras el gobierno central de Argentina, en su esfuerzo por reducir el déficit fiscal estaba tratando de limitar la contratación de empleados fiscales, los gobiernos locales, por su lado, estaban ampliando considerablemente su dotación[38]. En este caso, ambos procesos eran independientes, en el sentido de que uno no determinaba el otro. En otras situaciones, lo que sucede en una parte del sector público realmente puede determinar, o, al menos, influir en lo que sucede en otras secciones.

A diferencia de lo que acontece en muchos países industriales, los principales componentes del sector público de los países en desarrollo (gobierno central, banco central, gobiernos locales, empresas públicas, juntas de comercialización, e instituciones de previsión social) con frecuencia están muy relacionados entre sí. Por lo tanto se nos puede presentar un problema similar al de la transferencia de precios en empresas multinacionales. Así como las utilidades se pueden trasladar de los países con impuestos altos a países con impuestos bajos, mediante la manipulación de los precios de transferencia, de la misma manera se puede transferir el déficit fiscal de los sectores del gobierno donde no se le desea y es fácilmente medible, hacia aquellos lugares (como, por ejemplo, el Banco Central) donde no se puede medir fácilmente.

[38] Entre 1980 y 1987 el número de empleados de la administración pública central aumentó en 16%, mientras que en los gobiernos locales creció en 26 puntos.

En Brasil por varios años el presupuesto federal se mantuvo rigurosamente equilibrado, pero el llamado "presupuesto monetario" financió docenas de programas, desde subsidios a los precios, apoyo a los agricultores y servicio de la deuda externa. En Uruguay, país del cual se dispone de ese tipo de información, se estima que en 1988 el déficit del Banco Central fue alrededor de 3% del PGB o alrededor del triple del déficit del sector público no financiero (NFPS). En ese país las pérdidas del Banco Central habían alcanzado 7,6% del PGB en 1983. En Chile, el extraordinario superávit de 3,8% del PGB alcanzado en 1988 en el balance global NFPS fue suficiente para cubrir las pérdidas del Banco Central (3,7% del PGB). En Costa Rica, las pérdidas del Banco Central alcanzaron un promedio de 5% del PGB por año en 1982-86 (ver Robinson y Stella, 1987).

Cuando la inflación es alta e inestable pueden surgir problemas adicionales y con frecuencia inadvertidos. En estas circunstancias, incluso las medidas simples, como el cálculo de la razón de impuestos o de la relación del gasto estatal con respecto del PGB, se pueden distorsionar. Por ejemplo, la razón impuestos/PGB a lo largo del año generalmente se calcula dividiendo el ingreso nominal por concepto de impuestos para el año por el PGB nominal de ese año. Sin embargo, cuando la tasa de inflación es alta y variable, y cuando el flujo de ingresos por impuestos no es parejo a lo largo del año, esta metodología puede conducir a distorsiones significativas. En Argentina, por ejemplo, este método ha arrojado relaciones de impuestos que variaron hasta en 1 punto porcentual del PGB en comparación con la alternativa más precisa, pero rara vez utilizada, por la cual el ingreso por concepto de impuestos se deflecta mes a mes[39]. Cálculos similares para Brasil también han señalado diferencias, especialmente en 1988.

Cuando la tasa de inflación es elevada surgen problemas similares para la determinación del déficit fiscal anual. Una metodología común define el déficit fiscal real anual como la relación entre la suma del déficit trimestral nominal y el PGB nominal anual para el mismo año. En los países con inflación alta, esta metodología otorga más peso al déficit real que se presenta más adelante en el año. De este modo se distorsiona la medición del déficit y se puede crear un incentivo para intentar transferir el déficit a los trimestres anteriores. Existen métodos de cálculo alternativos que eliminarían esta distorsión. Sin embargo, se debe insistir en que hay que prestar especial atención a las mediciones apropiadas, especialmente cuando la inflación es muy alta.

[39] Estas variaciones fueron particularmente significativas en 1975, 1981 y 1985.

d) Importancia de los sistemas de administración financiera estatal

Los economistas rara vez se preocupan o se detienen a pensar en los sistemas de administración financiera, tales como: preparación del presupuesto, preparación de informes financieros y sistemas de control. Sin embargo, especialmente en períodos de inestabilidad económica con tasas de inflación alta, estos sistemas pueden desempeñar un rol importante para facilitar o dificultar la búsqueda de una política fiscal favorable. La preparación del presupuesto estatal incluye básicamente la formulación de objetivos de gasto en áreas seleccionadas que, supuestamente, reflejan las necesidades y los recursos disponibles del país. Los sistemas de administración financiera del Estado tienen la función doble de permitir una formulación realista de los objetivos y de proporcionar medios que faciliten el seguimiento de los acontecimientos a medida que se presenten durante el año fiscal, de modo que se puedan realizar oportunamente las correcciones necesarias de esos objetivos. La meta de los sistemas es proporcionar la información requerida para la formulación de la política fiscal. En períodos de inflación alta es inestable, la preparación del presupuesto se convierte en una tarea muy difícil y la existencia de buenos sistemas de administración financiera es particularmente importante. La comparación de los sistemas de preparación del presupuesto en Argentina y Chile es iluminadora al respecto.

En *Argentina* el presupuesto está fragmentado y las actividades de las instituciones descentralizadas y los fondos especiales, que son bastante significativos, están fuera del presupuesto. Como es obvio, las actividades importantes de las provincias y municipalidades también están fuera del presupuesto. El Estado otorga garantías a muchas iniciativas del sector privado, ampliando así sus propias obligaciones contingentes. No se efectúa un seguimiento eficaz de la implementación del presupuesto. Cuando es necesario para fines de administración de caja, se establecen límites globales de caja, pero no existe un análisis ni conciencia del impacto de dichos límites sobre los programas. El sistema de contabilidad proporciona información sólo después de mucho tiempo; la información disponible es incompleta, inconsistente, y no comparable en el tiempo. Los documentos de presupuesto no proporcionan los gastos efectivos de los años anteriores.

Chile es un país donde en los últimos años se ha logrado un avance importante en mejorar la contabilidad y preparación del presupuesto estatal. Este avance ha facilitado enormemente el comportamiento de la política fiscal y ha contribuido al éxito de esa política. Actualmente el presupuesto estatal incluye la mayoría de las actividades del sector público, hasta los presupuestos de las empresas públicas. Una característica importante del nuevo sistema es la centralización de la respon-

sabilidad para la asignación de recursos y la descentralización de la responsabilidad para la ejecución de los programas. Toda la información contable es procesada por computadores y existe una amplia red que cubre todos los proyectos. Este sistema permite que las entidades que efectúan gastos, los ministerios centrales y la entidad contable tengan acceso simultáneo a la misma información. Se dispone de información actualizada sobre las transacciones, de manera que el Ministro de Hacienda pueda tener acceso a la situación presupuestaria en forma exacta y rápida. Por tanto, si es necesario, podrá tomar medidas correctivas inmediatas para evitar gastos excesivos.

e) Tensión fiscal

Al evaluar la magnitud de la mejoría necesaria en las finanzas públicas, es importante tener en cuenta que el gran desequilibrio fiscal característico de muchos países latinoamericanos, con frecuencia, va acompañado de lo que se podría llamar, en ausencia de un término mejor, "tensión fiscal": la diferencia que existe entre el déficit real medido, cualquiera sea la forma en que se defina, y un déficit "permanente" subyacente, que es el déficit corregido de acuerdo a todos los efectos transitorios, sean estos sobre el ingreso o sobre el gasto[40]. El déficit efectivo generalmente se reduce por el efecto de políticas no sostenibles en el tiempo. Por ejemplo ha sido común en los países latinoamericanos, forzados por los graves desequilibrios fiscales, intentar remediar o mejorar la situación ya sea: (a) comprimiendo los salarios reales del sector público a niveles que están muy por debajo, en el mediano plazo, de lo que es sostenible o deseable políticamente en términos de eficiencia; (b) introduciendo impuestos transitorios y sumamente ineficientes (por ejemplo, "impuesto a los débitos bancarios" en Argentina); (c) postergando gastos esenciales de operación y mantención, reduciendo así la productividad de la infraestructura pública y con frecuencia reduciendo significativamente la vida útil de los activos valiosos (caminos, edificios, automóviles, etc.), (d) acumulando pagos atrasados frente a proveedores internos y prestamistas extranjeros, y (e) reduciendo los inventarios de las empresas públicas[41].

La tensión fiscal aumenta la ineficiencia económica y la preocupación sobre el futuro. Al incrementar la incertidumbre sobre el futuro es probable desincentivar tanto la inversión privada como la repatriación de capital. Un programa de reestructuración fiscal debe estar dirigido a

---

[40] En otras palabras, el "déficit central" es la diferencia entre el nivel *permanente* de gasto y el nivel *permanente* de ingreso. Para una descripción del "déficit central", ver Tanzi (1983).

[41] Esto hace surgir la pregunta sobre "calidad" a diferencia de "cantidad" del ajuste fiscal. Para un análisis detallado de este aspecto, ver Tanzi (1987).

reducir o, incluso, eliminar esta tensión fiscal. La corrección fiscal necesaria se debe evaluar con respecto a una medición del déficit que no haya sido distorsionada por estos factores y debe estar asociada a un plan de ajuste fiscal a largo plazo, claro y sostenible.

4. Pautas generales para la reestructuración fiscal y conclusiones

Las dos secciones anteriores han analizado los antecedentes fiscales de la situación económica actual en América Latina y seleccionado obstáculos para una buena formulación de políticas fiscales. El análisis apuntó a la necesidad de un mejoramiento fiscal. Aun cuando pueda haber desacuerdo sobre la magnitud del ajuste necesario, debería existir bastante consenso en cuanto a su dirección. El saldo presupuestario necesita ser mejorado.

a) Acciones en cuanto a gasto

Las decisiones con respecto al gasto no se deben tomar independientemente de las restricciones macroeconómicas actuales. Especialmente en períodos de gran inestabilidad y bajo crecimiento, un país debe evaluar si puede costear todos los programas de gastos existentes. ¿Sirven estos programas claramente sus objetivos originales? ¿Requieren niveles de gasto público que no son realistas, dado el menor nivel de gasto público disponible para el Estado? El nivel general de gasto público no debería ser determinado en base a las "necesidades" como argumentan con frecuencia los formuladores de políticas, sino en base a la disponibilidad de recursos. El reconocimiento de que un país es más pobre, debido a cambios en sus términos de intercambio o debido a una gran carga de deuda, implica que con frecuencia es necesario disminuir el nivel de gasto público *eliminando muchos programas existentes*. Esta reducción se debe hacer con el objetivo de proteger a los grupos más pobres y a los gastos más productivos. Por desgracia, frecuentemente se han eliminado los gastos productivos y aquellos que realmente benefician a los grupos más pobres, mientras que los gastos no productivos, con gran apoyo político, han sobrevivido. En muchos países los programas no se eliminaron, pero han sufrido reducciones presupuestarias creando el problema de "tensión fiscal" discutido anteriormente[42].

---

[42] Este es el caso del empleo del sector público. Con frecuencia los salarios reales se han reducido, no habiéndose tomado medidas sobre el gran número de empleados públicos. Es probable que con el tiempo los salarios reales aumenten.

Como ya se mencionó, se destacan dos tendencias principales en el comportamiento del gasto público. Una es el gran aumento en el pago de intereses, tanto interno como externo. La segunda es la caída de la inversión en capital.

El pago interno de intereses nominales se reducirá sólo si: (a) se evita que la deuda interna crezca como proporción del PGB; (b) se mantiene la inflación a niveles bajos, y (c) como consecuencia de (a) y (b) se reduce la incertidumbre con respecto al futuro. El crecimiento de la deuda interna debiera constituir una preocupación prioritaria: si no se evita que crezca, la deuda pública interna se convertirá en un problema tan grave como el de la deuda externa. La deuda interna contribuye a que existan expectativas negativas con respecto al futuro que desincentivan directamente la inversión privada; además, al mantener alto el nivel real de las tasas de interés, la deuda pública desincentiva aún más la inversión privada.

El interés sobre la deuda externa ha sido el otro ítem del gasto público que ha crecido significativamene. En México, por ejemplo, en los últimos años este ítem ha absorbido entre 4 y 5% del PGB. En Argentina acaparó entre 2 y 3% y en Brasil entre 3 y 4%. Se ha escrito mucho sobre las dificultades que se crean, tanto para el presupuesto como para la balanza de pagos, como consecuencia de estas transferencias. A continuación se incluyen algunos comentarios.

Mientras exista una gran deuda pendiente, incertidumbre sobre el monto de la deuda que se pagará, y el valor de mercado de esa deuda sea afectado por las políticas de los países deudores o por las acciones de los acreedores, estos últimos y los prestamistas tendrán incentivos para desarrollar juegos estratégicos que podrían afectar negativamente el desempeño económico[43]. Sin duda, es mejor para la política económica cuando los formuladores de las políticas saben con seguridad que el servicio de la deuda requerirá, por ejemplo, un pago constante en el futuro de 3% del PGB, para poder ajustar sus políticas como corresponde, en lugar de saber que hay una probabilidad de un 50% de que el pago sea 1% y un 50% de probabilidad de que sea 5% del PGB. Tal vez una de las cargas más grandes asociadas a la crisis de la deuda ha sido la creación de esta incertidumbre, y otra ha sido la gran cantidad de tiempo que los formuladores de políticas debieron dedicar a este problema.

La situación fiscal de estos países mejoraría inmediatamente con una reducción del pago de intereses sobre su deuda externa, ya que el aumento de estos pagos fue uno de los factores principales que condujo al deterioro de las finanzas públicas en los años 1980. Dicha reducción también disminuiría la transferencia neta de recursos desde estos países al resto del mundo.

[43] Indirectamente también las políticas económicas seguidas por los principales países industriales afectarán el valor de mercado de la deuda externa de los países latinoamericanos.

Una reducción de los pagos de intereses reales sobre la deuda externa puede derivar: (a) de una caída de las tasas de interés real en los mercados de capital mundiales estimulados por las políticas macroeconómicas de los países industriales; (b) de acuerdos voluntarios entre acreedores y deudores con el fin de reducir el valor de la deuda y/o reducir la tasa de interés sobre esa deuda; (c) de acciones unilaterales de los deudores que determinen la acumulación de moras frente a sus acreedores. Todas estas alternativas mejorarían la medida en base *caja* del saldo presupuestario, pero sólo las dos primeras alternativas significarían una mejoría verdadera.

Claramente, la caída de la tasa de interés real sería muy beneficiosa. Cada punto porcentual de baja en dicha tasa significaría varios miles de millones de dólares menos por año en gasto estatal y en transferencias netas al extranjero. Sin embargo, como maná del cielo, este es un hecho que no puede ser afectado por las acciones de las políticas de los mismos países latinoamericanos. De modo que más vale no establecer políticas internas con la esperanza de que esto ocurra. Si sucede, debería considerarse un beneficio positivo al azar.

Los acuerdos de reducción de deuda entre los deudores y acreedores también serían muy beneficiosos. Sin embargo, los países en desarrollo pueden promover estos acuerdos mediante políticas internas, que deben dirigirse a eliminar los obstáculos internos para una mejor utilización de los recursos disponibles. Por lo tanto, requerirán mayores cambios estructurales en los países. El Plan Brady ha proporcionado un ambiente político que debería facilitar la materialización de estos acuerdos. En la actualidad, los gobiernos de los países industriales, como también las organizaciones internacionales, están apoyando la opción, y las conversaciones concluidas recientemente entre México y los bancos acreedores constituyen el primer ejemplo de estas reducciones de deuda. En la medida que tales acuerdos se popularicen, traerán mejorías importantes a las finanzas públicas y a las cuentas externas de la región.

La cesación unilateral de pago de las deudas vencidas, que determina la acumulación de moras a los acreedores extranjeros, también "mejoraría" la medición de caja del déficit fiscal y reduciría la transferencia neta de recursos al resto del mundo, pero no constituye una mejoría real. El costo es un empeoramiento de las expectativas en el país moroso y la exclusión de ese país del acceso a créditos. Es probable que ambos factores neutralicen cualquier ventaja asociada a la reducción del pago de intereses.

La disminución en el pago de intereses, analizada anteriormente, conduciría a un importante mejoramiento de las finanzas públicas de los países latinoamericanos, siempre que ello no determinase una expansión de otros gastos del sector público o la caída en la recaudación de impuestos. ¿Pero qué sucede con la inversión pública? ¿No ha estado sumamente deprimida los últimos años? ¿No se debería incentivar para

que los países volvieran a la senda del desarrollo? Obviamente, aumentar el gasto en capital por parte del sector público crearía nuevas presiones sobre las finanzas públicas.

Con frecuencia se argumenta a favor de los préstamos extranjeros para promover el crecimiento mediante el aumento de la inversión pública. Este argumento ignora que algunos países latinoamericanos (como, por ejemplo, Brasil y México) llegaron a la precaria situación actual gracias, en parte, a esta política[44]. Pidieron préstamos a tasas de interés altas en el largo plazo e invirtieron en actividades con bajas tasas de retorno. Los recursos solicitados sólo pueden contribuir al crecimiento en el largo plazo cuando se canalizan hacia proyectos seleccionados con sumo cuidado, que tienen expectativas de obtener tasas de retorno claramente más altas que el costo del crédito. Bajo las circunstancias que imperaron y que continúan imperando en muchos países en desarrollo, no ha existido garantía alguna de que esta selección sea eficaz (ver Tanzi, 1988).

Sería recomendable que los países que se encuentran en situaciones de gran inestabilidad restringieran las *nuevas* inversiones y durante algún tiempo canalizaran los recursos financieros disponibles hacia el mejoramiento de la infraestructura existente (caminos, escuelas, hospitales, plantas, etc.). Las reducciones en el gasto de operación y mantención constituyen un obstáculo mucho mayor para el desarrollo que la reducción de la inversión en activos fijos. Se puede obtener bastante crecimiento de la infraestructura, si se eliminan los obstáculos para su uso eficiente y si el gasto de operación y mantención necesario la mantiene en buenas condiciones de funcionamiento[45]. La reparación de los caminos existentes debería tener prioridad sobre la construcción de nuevos. La dotación de los hospitales con enfermeras y medicamentos debería tener prioridad sobre la construcción de nuevos hospitales. Esta posición siempre provoca una fuerte respuesta negativa, debido a la creencia de muchas personas que el crecimiento *siempre* requiere de capital adicional. Esto se ha formalizado en muchos modelos de crecimiento, pero, en el mejor de los casos, la evidencia es discutible.

En un ejercicio simple, y según algunos, simplista, se correlacionó la tasa de crecimiento de 25 países del hemisferio occidental con la relación inversión-PGB de los mismos países. Esto se hizo para un período que abarcó desde mediados de los años 1970 hasta mediados de los 1980, con el fin de eliminar la variación que presenta el crecimiento año a año. Los resultados constituyeron un débil respaldo para la importancia de la

[44] En 1982 se decía que estos países tenían un problema de liquidez pero no de solvencia, ya que con el tiempo la inversión se pagaría por sí misma.

[45] Ver Tanzi (1988) para la defensa de esta posición.

inversión[46]. En abril de 1989, *World Economic Outlook* del FMI (pp. 61-67) aplicó un ejercicio más sofisticado a los 15 países más endeudados, el cual concluyó que:

> "incluso en los casos más favorables [para la importancia de capital nuevo] (es decir aquel con la menor relación inicial capital-producción y mayor proporción de capital), el déficit de inversión es responsable de sólo un tercio (1,1 punto porcentuales) de la disminución del ritmo de crecimiento" (FMI, p. 66).

Por lo tanto sería un error utilizar cualquier oportunidad generada en el sector fiscal por las reducciones de los pagos de intereses, para introducirse rápidamente en otro programa de expansión del gasto de capital del sector público[47]. Esta expansión puede estar acompañada de otra caída de la inversión privada, si la incertidumbre económica aumenta. Para los próximos años fiscales la consolidación, *junto con las reformas estructurales,* puede contribuir más al crecimiento que el gasto de capital del sector público. Como lo expresó Schumpeter en su libro clásico sobre *La Teoría de Desarrollo Económico:*

> "El aumento lento y continuo en el tiempo de la oferta nacional de medios de producción y ahorro es obviamente un factor importante para explicar el curso de la historia económica en los países, pero está completamente ensombrecido por el hecho de que el desarrollo consiste principalmente en emplear los recursos existentes en diferentes formas, para nuevas aplicaciones, independientemente de si esos recursos aumentan o no" (Schumpeter, p. 12).

La cita de Schumpeter sería especialmente apropiada cuando los países pueden realizar importantes cambios estructurales y cuando necesitan reducir su gasto para estabilizar sus economías y mejorar así sus expectativas[48].

[46] La ecuación obtenida fue:

$$G = \underset{(0,14)}{0,2671} + \underset{(1,20)}{0,1603}\ I/PGB \qquad R^{-2} = 0,0176$$

[47] Podría ser útil recordar (ver Cuadro 2) que la participación de la inversión pública en el PGB durante el período 1982-87, aunque generalmente más baja en el período 1975-81, no fue menor que en el período 1970-74. Sin embargo la inversión privada en 1982-87 fue significativamente más baja que en períodos anteriores. El medio económico debe haber sido un factor importante.

[48] Ver también Kaznetz (1965, pp. 37-38) para conclusiones similares.

b) Acciones con respecto al ingreso

Anteriormente se firmó que, *con un fuerte esfuerzo,* la región, como un todo, logró mantener bastante constante la relación ingreso tributario-PGB. En vista de ello, se debe formular la pregunta de si sería realista tener por objetivo el aumento de esa razón en una política de reestructuración fiscal, especialmente en un momento en que las altas tasas de impuestos aún son criticadas por muchos que consideran que sus efectos desincentivadores son graves. A juicio del autor de este trabajo, este objetivo, aun cuando difícil de alcanzar, no es inalcanzable y, dada la necesidad de reducir el déficit fiscal, podría ser una meta deseable. Sin embargo, para lograrlo, dicho objetivo requeriría: (a) un medio macroeconómico más estable, con menos inflación, y (b) una simplificación significativa del sistema tributario. La relación entre ingreso tributario/política macroeconómica se ha analizado en detalle en un trabajo reciente, de modo que no se discutirá aquí (ver Tanzi, 1989). Nos concentraremos en el problema de la simplificación.

En muchos de los países latinoamericanos se puede simplificar el *sistema tributario* considerablemente y aumentar su eficiencia en forma significativa. La simplificación debería apuntar a: (i) la eliminación de muchos impuestos improductivos[49], (ii) la eliminación de la mayoría de los incentivos y exenciones tributarias, y (iii) la reducción o eliminación de tasas múltiples, especialmente de tasas muy altas, con las cuales con frecuencia se grava la base de impuestos[50]. Un sistema tributario no debería perder de vista el hecho de que *la generación de ingresos es su principal objetivo,* especialmente cuando el déficit fiscal es alto. Mientras más objetivos se asignan a los instrumentos tributarios, más complejos e ineficientes son los sistemas tributarios, especialmente en períodos de alta inflación. Por ejemplo, si un país insiste en tener un impuesto de valor agregado con tasas múltiples y muchas exenciones, y si, además (como en el caso de Argentina) hasta los incentivos tributarios regionales son canalizados a través de este impuesto, no debiera sorprender que el impuesto se convierta en un tributo altamente improductivo. Se debería destacar que con tasas similares, el impuesto de valor agregado en Chile genera el triple de ingreso en relación al PGB, que en Argentina. Esta comparación debería invitar a la reflexión.

---

[49] Cuando el autor de este artículo trabajó en Argentina, a mediados de los años 70, existían alrededor de 100 impuestos en el sistema tributario de ese país.

[50] Las reformas tributarias recientes en Bolivia y Chile han seguido estas pautas ampliamente.

Con frecuencia se argumenta que por consideraciones de equidad se requieren tasas de impuestos diferenciales, sin embargo, abogando por la simplicidad y, en gran medida, la proporcionalidad reglamentaria, se abandona el objetivo de la equidad. La verdad es que en la mayoría de los países latinoamericanos la progresividad reglamentaria para el impuesto a la renta y las tasas altamente diferenciadas para los demás impuestos (impuesto a las ventas, derechos de importación) no han resultado ser sistemas tributarios particularmente equitativos. Lo que sí han logrado es crear muchos problemas administrativos. Y, por supuesto, si han reducido la capacidad del Estado para elevar los niveles de impuesto, pueden haber perjudicado justamente a las personas que deseaban favorecer, a través de la inflación, la inestabilidad económica, etc. Por lo tanto, en este momento el objetivo de redistribuir el ingreso a través del sistema tributario debería ser secundario a la generación de ingreso. En tiempos más normales, los gobiernos, si lo desean, pueden destacar ese objetivo nuevamente[51].

Otros cambios en el sistema tributario deberían apuntar a: (a) disminuir el impacto de la inflación sobre los sistemas tributarios, reduciendo lo máximo que administrativamente sea posible el monto de los desfases de recaudación y eliminando, o indexando los elementos *ad rem* del sistema tributario[52], (b) reducir los impuestos que interfieren con el desarrollo del mercado financiero; (c) determinar que el sistema tributario sea más dependiente de los impuestos del sector interno que de aquéllos del sector externo, (d) eliminar los elementos que desincentivan la inversión extranjera directa; y, (e) crear condiciones tributarias que permitan a los ciudadanos la repatriación de su capital sin castigos excesivos.

Una fuente de ingreso que no ha sido totalmente explotada en la mayoría de los países en desarrollo es el poder monopólico de las empresas públicas[53]. Las empresas públicas monopólicas deberían generar un saldo neto positivo significativo[54]. Esta es una de las formas más fáciles, desde el punto de vista administrativo, para aumentar los ingresos. Las empresas que no lo pueden hacer deben ser privatizadas, a no ser que existan razones sumamente prácticas y no sólo teóricas para mantenerlas en manos del Estado.

---

[51] Los grupos más pobres se pueden proteger mediante programas de gasto selectivos y bien dirigidos.

[52] Cuando los desfases de recaudación se reducen significativamente, aumentan los costos para la administración y para los contribuyentes. Brasil ha introducido una corrección monetaria diaria para los desfases en el pago de impuestos. Los costos administrativos y de cumplimiento de esta política deben ser considerables.

[53] La excepción es la tributación de empresas públicas que producen o distribuyen productos del petróleo.

[54] Si es posible, estas ganancias de monopolio deberían ser extraídas a través de impuestos y no mediante la transferencia de utilidades.

En conclusión, no existen fórmulas mágicas para mejorar las finanzas públicas en los países latinoamericanos. Sin embargo, la reconstrucción económica no se logrará sin mejorías significativas de la política fiscal, tanto en su estabilización como en sus aspectos de asignación.

Bibliografía

Bacha, Edmar, "Debt and Stabilization in Latin America" (mimeo, marzo 23, 1989).

Blejer, Mario I. and Ize, Alain, "Adjustment, Uncertainty, Coordination, Failures, and Growth: Latin America After the Debt Crisis" (mimeo, mayo 11, 1989).

Comisión Económica para América Latina y el Caribe, *Balance Preliminar de la Economía Latinoamericana* (Santiago, 1988).

Corbo, Vittorio; Goldstein, Morris, and Khan Mohsin, *Growth-Oriented Adjustment Programs* (Washington, D.C.: FMI y Banco Mundial, 1987).

Deppler, Michael and Williamson, Martin, "Capital Flight: Concepts, Measurements, and Issues", in *IMF Staff Studies for the World Economic Outlook* (Washington, D.C.: agosto, 1987).

Dornbusch, Rudiger y De Pablo, Juan Carlos, *Deuda Externa e Inestabilidad Macroeconómica en la Argentina* (Buenos Aires: Editorial Sudamericana, 1988).

Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook* (Washington, D.C.: abril 1989).

Kotlikoff, Lawrence J., "Deficit Delusion", *The Public Interest*, verano 1986.

Kuznetz, Simon, *Toward a Theory of Economic Growth* (New York Norton and Company, Inc., 1965).

Lorie, Henri, "Financial and Fiscal Programming Under Debt Restructuring", *IMF Working Paper*, 89/61, julio, 1989.

Mackenzie, G.A., "Are all Summary Indicators of the Stance of Fiscal Policy Misleading?" *IMF Working Paper*, 88/112 (23 de diciembre, 1988).

Martirena-Mantel, Ana María, editor, *External Debt, Savings, and Growth in Latin America* (Washington y Buenos Aires: FMI e Instituto Torcuato Di Tella, 1987).

Martone, Celso L., "Macroeconomic Policies, Debt Accumulation, and Adjustment in Brazil, 1965-84. *World Bank Discussion Papers*, 8, octubre, 1987.

McLure, Charles E. Jr., "U.S. Tax Laws and Capital Flight from Latin America", *Working Paper Series*, Hoover Institution, abril, 1988.

Melnick, Rafi, "The Rise in World Interest Rates and the Inflation in Large Debt Countries" (mimeo, mayo, 1988).

Melnick, Rafi, and Sokoler, Meir, "The Government's Review from Money Creation and the Inflationary Effects of a Decline in the Rate of Growth of GNP", *Journal of Monetary Economics*, 13 (1984), pp. 225-36.

Pfeffermann Guy and Madarassy, Andrea, "Trends in Private Investment in Thirty Developing Countries". International Financie Corporation, *Discussion Paper*, Nº 6 (Washington, D.C.: Banco Mundial, 1989).

Polak, Jacques, *Financial Policies and Development* (Paris: OECD, 1989).

Reisen, Helmut y Van Trotsenburg, Axel, *Developing Country Debt: The Budgetary and Transfer Problem* (Paris: OECD, 1988).

Robinson, David and Stella Peter, "Amalgamating Central Bank and Fiscal Deficits", *IMF Working Paper*, 87/13 (octubre 26, 1987).

Rodríguez, Carlos Alfredo, "Argentina's Foreign Debt: Origins and Alternatives" (mimeo, marzo, 1988).

Rodrik, Dani, "Policy Uncertainty and Private Investment in Developing Countries", *Working Paper Series*, NBER, Working Paper Nº 2999, junio, 1989.

Sachs, Jeffrey D., editor, *Developing Country Debt and Economic Performance* (Chicago: Univresity of Chicago Press, 1989).

Schumpeter, Joseph A., *The Theory of Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1961).

Tanzi, Vito, "Inflation, Lags in Collection, and the Real Value of Tax Revenue", *IMF Staff Papers*, Vol. XXIV, Nº 1 (March, 1977).

--------, "Fiscal Disequilibrium in Developing Countries: From Cyclical Instruments of Structural Problems". Paper presented at the annual seminar of the Seacen Research and Training Centre, enero 24-25, Jakarta, Indonesia.

--------, "Fiscal Policy, Growth, and Design of Stabilization Programs", in *External Debt, Savings, and Growth in Latin America*, edited by Ana María Martirena-Mantel (FMI e Instituto Torcuato Di Tella, 1987).

--------, "The Role of the Public Sector in the Market Economies of Developing Asia: General Lessons for the Current Debt Strategy, *IMF Working Paper*, 88/7 (enero 22, 1988).

--------, "The Impact of Macroeconomic Policies on the Level of Taxation (and on Fiscal Balance) in Developing Countries", forthcoming in *IMF Staff Papers*, septiembre, 1989.

Tanzi, Vito; Blejer, Mario and Teijeiro, Mario, "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficit", *IMF Staff Papers*, diciembre, 1987.

Banco Mundial, *Argentina, Economic Recovery and Growth* (Washington, D.C.: 1987).

Banco Mundial, *Argentina, Social Sectors in Crisis.*

Banco Mundial, *World Debt Tables*, Vol. 1, edición 1988-89 (Washington, D.C.: 1989).

CAPITULO 6

Reforma Fiscal y Estabilización: La Experiencia de Brasil*

FERNANDO DE HOLANDA BARBOSA**
ANTONIO SALAZAR PEZOA BRANDÃO**
CLOVIS DE FARO**

1. Introducción

El objetivo de este documento es analizar la experiencia de la economía de Brasil en el período de postguerra con respecto a las reformas fiscales y a las políticas de estabilización. Durante el período en referencia se han efectuado dos reformas fiscales importantes en Brasil. La primera formó parte del Programa de Estabilización de la Administración de Castello Branco (PAEG, 1964-57), primera administración del régimen militar autoritario. La segunda reforma fiscal fue promulgada recientemente por la Constitución de 1988, símbolo de la nueva era democrática.

En la gran tradición inflacionaria de Brasil se pueden encontrar planes de estabilización para todos los gustos y con características diferentes. Todos esos planes, salvo el PAEG, han fallado, y el impuesto inflacionario es aún una de las princiales fuentes de ingresos estatales. A pesar de que la reforma fiscal no constituye un plan de estabilización, este tipo de plan puede aparecer como una reforma fiscal, ya que generalmente consiste en reemplazar el impuesto inflacionario por otras formas de tributación.

---

* Trabajo preparado para la Conferencia de "Reconstrucción Económica en América Latina", Fundación Getulio Vargas, Río de Janeiro, agosto 7-8, 1989.

** Profesor de Economía, Escuela de Graduados de Economía, Fundación Getulio Vargas. Agradecemos al Prof. James Mulholland por la traducción de una versión anterior de este documento al inglés; damos las gracias a Donald V. Coes y a Arnold Harberger por sus útiles comentarios al borrador previo.

Previous Page Blank

El documento se divide como se indica a continuación. La segunda sección presenta un modelo bastante simple de economías sujetas a altas tasas de inflación, que contiene ciertos hechos particulares y que presenta la inestabilidad del régimen monetario-fiscal adoptado habitualmente. La tercera sección consiste en un análisis de la reforma fiscal del PAEG y del programa de estabilización. La cuarta sección describe la experiencia heterodoxa reciente, en que se intentó combatir la inflación sin el apoyo de la reforma fiscal ni de políticas fiscales uniformes y coherentes para disminuir el déficit público. La quinta parte del documento se refiere a la reforma fiscal aprobada por la Constitución de 1988 y sus implicancias en relación al fenómeno inflacionario en Brasil. La sexta sección, o final, contiene un resumen de las conclusiones.

2. Reforma fiscal y estabilización en países con altas tasas de inflación

El déficit primario estatal (G–T) más el pago de los intereses de la deuda externa (iB) y del interés de la deuda externa (i*ED), se financia aumentando el crédito del Banco Central a la Tesorería Nacional (dC/dt), la deuda pública interna (dB/dt) y la deuda externa (EdK/dt), según la siguiente restricción:

$$(1)\quad G - T + iB + i^*EK = \frac{dC}{dt} + \frac{dB}{dt} + E\,\frac{dK}{dt}$$

donde i es la tasa de interés nominal interna, i* es la tasa de interés nominal externa, E es el tipo de cambio, B es el monto de la deuda pública interna, K es el monto de deuda externa, C es el crédito total del Banco Central a la Tesorería Nacional y el símbolo dZ/dt = Ż corresponde a la derivada de la variable Z con respecto al tiempo[1].

En el balance general simplificado del Banco Central, la expansión de la base monetaria (H) es igual a la suma del aumento del crédito a la Tesorería Nacional más la variación de las reservas externas, medidas en moneda local. Es decir:

$$(2)\quad \frac{dH}{dt} = \frac{dC}{dt} + E\,\frac{dR}{dt}$$

[1] Para simplificar hemos considerado que toda la deuda externa pertenece al sector público.

La variación de las resevas externas en el balance simplificado es igual al ingreso total de las exportaciones (X) y del aumento de la deuda externa (dK/dt), menos el total de los gastos en divisas por importaciones (M) y el pago de la deuda externa (i*D). En símbolos:

$$(3)\ \frac{dR}{dt} \equiv X-M + \frac{dK}{dt} - i^*K$$

La consolidación de estas tres identidades demuestra que el déficit primario del Estado, el pago de la deuda externa y el saldo de los bienes y servicios no atribuibles a factores se financian a través de la expansión de la base monetaria y la deuda pública interna.

$$G - T + iB + E(X-M) \equiv \frac{dH}{dt} + \frac{dB}{dt}$$

Al dividir ambos extremos de esta expresión por el producto nominal (Py) de la economía, se tiene que:

$$(4)\ \partial + i\,b + e\,x(e) = \frac{1}{Py}\left(\frac{dH}{dt} + \frac{dB}{dt}\right)$$

donde ∂ es el déficit primario del Estado como proporción del PGB, b es la relación entre la deuda pública interna y el PGB, e = EP*/P es el tipo de cambio real, y suponemos que las exportaciones netas de bienes y servicios no factoriales como parte del PGB constituyen una función no decreciente del tipo de cambio real[2].

Al definir la relación entre la base monetaria y el producto nominal como h = H/pY, se tiene que:

$$(5)\ \frac{dh}{dt} = \frac{1}{Py}\frac{dH}{dt} - hn - h\pi$$

donde n es la tasa de crecimiento del producto real y π es la tasa de inflación. También es fácil verificar que:

$$(6)\ \frac{db}{dt} = \frac{1}{Py}\frac{dB}{dt} - bn - b\pi$$

---

[2] p* denota el nivel de precios internacional.

Sustituyendo (5) y (6) en (4), después de ciertas simplificaciones algebraicas se tiene que:

$$\partial + (i - \pi - n)b + ex(e) = \frac{db}{dt} + \frac{dh}{dt} + hn + h\pi$$

Admitiremos ahora que el Estado financia una parte □ (0 < □ < 1) del "déficit total" a través de la expansión de la deuda pública, y una parte (1 - □) a través del crecimiento de la base monetaria, es decir:

$$(7)\ \frac{db}{dt} = \square\ [\partial + (i - \pi - n)\ b + ex(e)]$$

y:

$$(8)\ \frac{dh}{dt} + hn + h\pi = (1 - \square)\ [\partial + (i - \pi - n)b + ex(e)]$$

Un hecho particular de los años ochenta es que el gobierno de Brasil ha establecido sistemáticamente los objetivos de las políticas fiscales en términos del déficit operacional del sector público. En este modelo simplificado esto implica efectuar cambios en el déficit primario a través de paquetes fiscales sucesivos. Por lo tanto, se planteará la hipótesis de que Δ, definido por,

$$\Delta = \partial + (i - \pi)b + i^* + \frac{E}{E} - \pi)k$$

es constante, donde k es la relación entre la deuda externa en moneda local y el producto nominal (k = EK/Py). Se puede demostrar que[3]:

$$\Delta - nb - nk = \partial + (i - \pi - n)b + ex(e)$$

Luego:

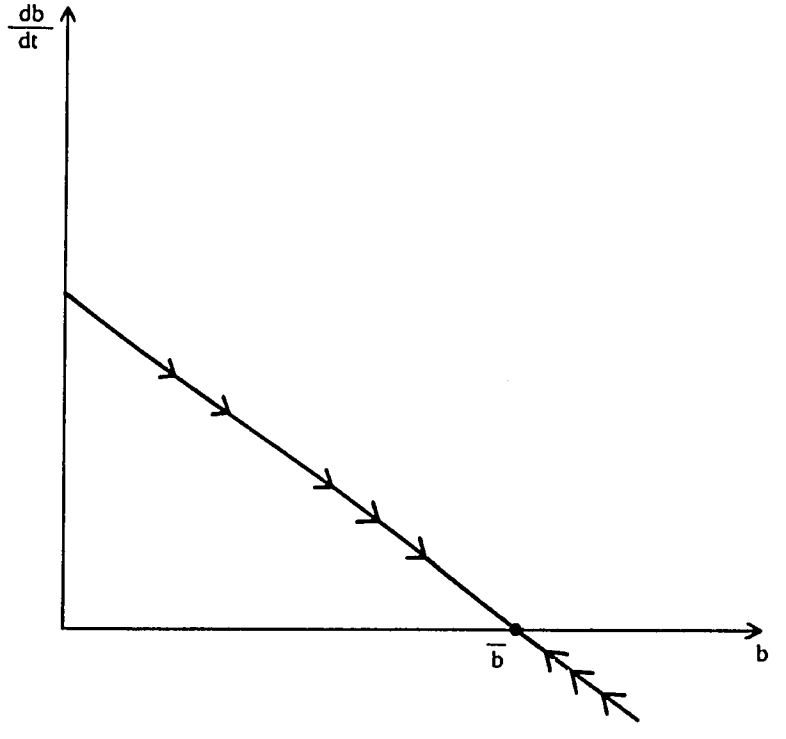
$$(9)\ \frac{db}{dt} = \square\ (\Delta - nk) - \square\ nb$$

[3] Para obtener esta expresión adoptamos las hipótesis simplificativas que la variación de las reservas internacionales es nula y que la deuda externa como una proporción del producto permanece inalterada.

El diagrama de fases del Gráfico 1 indica que la deuda pública interna aumenta continuamente cuando comienza su trayectoria desde valores bajos. Sin embargo, converge a un valor b que depende del déficit operacional, la transferencia de recursos al exterior, y la tasa de crecimiento real de la economía.

GRAFICO 1

DIAGRAMA DE FASES. DEUDA PUBLICA INTERNA



Bajo las hipótesis planteadas hasta este momento, se puede concluir que el tipo de política económica que estamos describiendo conduce a un proceso de crecimiento estable de la deuda pública interna.

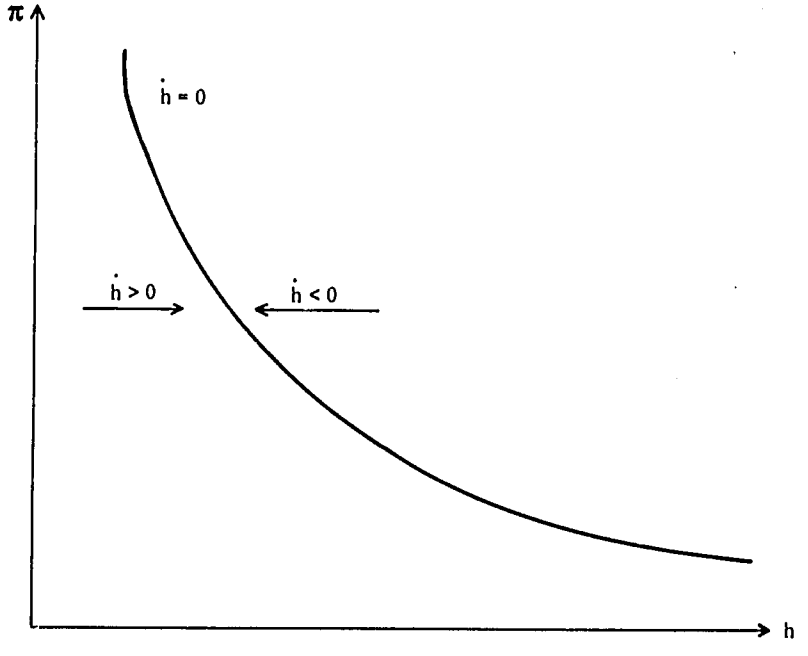
Analicemos qué sucede con la tasa de inflación bajo este tipo de régimen de política fiscal y monetaria. La ecuación (8) se puede volver a escribir de la siguiente forma:

$$(10)\ \frac{dh}{dt} + h(\pi + \square n) = (1 - \square)\,[\Delta - n\square - nk]$$

donde □ = b + h. El Gráfico 2 presenta los valores de π y h para los cuales $\frac{dh}{dt} = h = 0$, así como las combinaciones de π y h para las cuales h > 0 y h < 0.

GRAFICO 2

DIAGRAMA DE FASES: BASE MONETARIA



Para cerrar el modelo se necesita otra ecuación que relacione las variables π y h. Admitamos que es la siguiente:

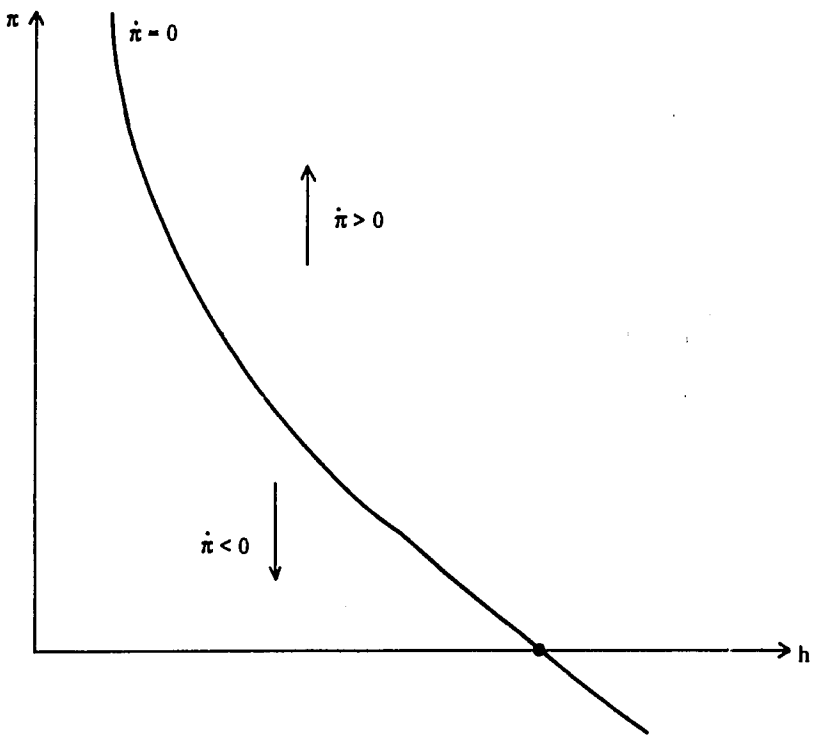
$$(11)\quad \frac{d\pi}{dt} = \int \log h + \square\ \pi$$

donde ∫ y □ son parámetros positivos. La aceleración de la inflación depende de la base monetaria y de la tasa de inflación. Esta ecuación se puede interpretar como el resultado de la combinación de las Curvas de Phillips, IS y LM. En este modelo, la Curva de Phillips supone la existencia de una inercia en los contratos de mano de obra, mientras que en la Curva IS se admite que la tasa de interés real esperada es igual a la tasa realmente

observada. El Gráfico 3 presenta la combinación de los valores de π y h para los cuales $\pi = 0$, así como los valores de dichas variables para los cuales $\pi > 0$ y $\pi < 0$.

GRAFICO 3

DIAGRAMA DE FASES: TASA DE INFLACION



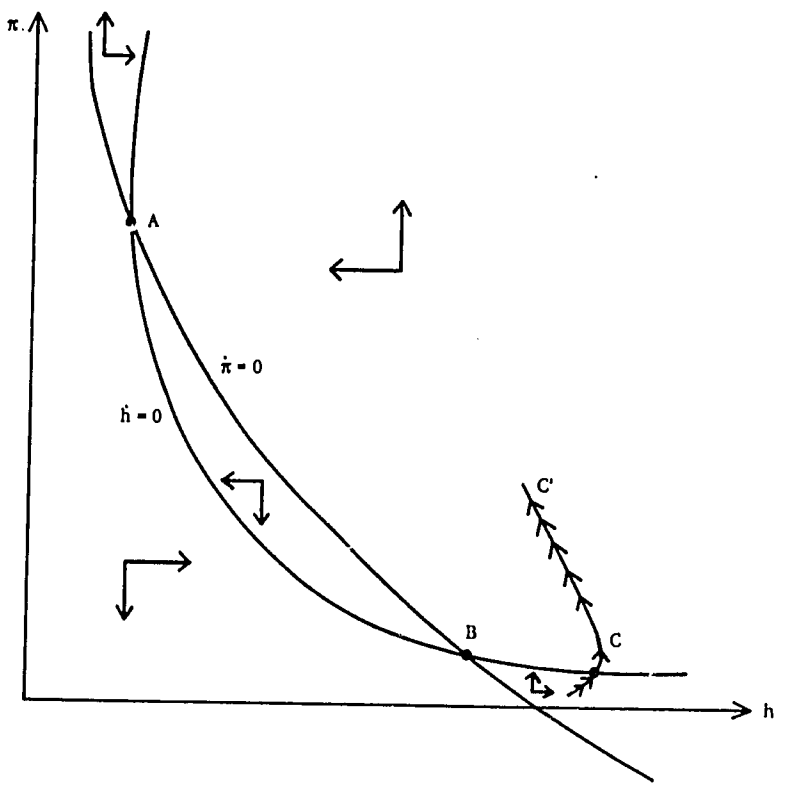
Las ecuaciones (10) y (11) constituyen un sistema de ecuaciones diferenciales y el diagrama de fases del Gráfico 4 que demuestra que pueden existir dos puntos de equilibrio. El punto A, la alta tasa de inflación, corresponde al punto "silla de montar" (saddle). El punto B, la baja tasa de inflación, puede ser localmente estable o inestable, según los parámetros del modelo.

Este modelo es consistente con el hecho observado en algunos países de una baja correlación entre el déficit público y la tasa de inflación. De hecho supongamos que la economía está en equilibrio en el punto B y que un shock (del tipo heterodoxo, por ejemplo) reduce momentá-

neamente la tasa de inflación e incrementa los saldos reales del sistema (punto C del Gráfico 4). El trayecto de la economía (C C') en estas circunstancias puede llevar eventualmente a una hiperinflación, si no se toman medidas para detener el proceso. Otros ejemplos de crisis, tales como una modificación del tipo de cambio real, debido a la crisis de la deuda externa o a un aumento del déficit primario estatal, podrían provocar una situación de desequilibrio y desencadenar el fenómeno de hiperinflación.

GRAFICO 4

DIAGRAMA DE FASES: LA DINAMICA DE LA ECONOMIA



Una economía que sigue las políticas fiscales y monetarias descritas por el modelo presentado en el diagrama en etapas del Gráfico 4 es inestable, ya que cualquiera crisis podría desencadenar repentinamente una hiperinflación, lo que se define como un proceso en el cual la tasa de inflación aumenta indefinidamente a medida que transcurre el tiempo (lim $\pi = \infty$).

Este modelo bastante simple, con los correspondientes cambios en los parámetros, constituye un marco teórico que ayuda a comprender las fuentes y consecuencias de las altas tasas de inflación en el período de postguerra en América Latina. La reforma fiscal consiste, por lo tanto, en un instrumento capaz de desmantelar el régimen de las políticas fiscales y monetarias dando paso a una política monetaria no comprometida con el financiamiento del déficit del sector público.

3. Reforma fiscal y estabilización en la década de los 60

A principios de los años 1960 en Brasil la inflación presentó una tendencia al alza y se efectuaron varios intentos de estabilización sin éxito. Pero el Programa de Estabilización de la Administración de Castello Branco, implantado entre 1964 y 1967, decididamente tuvo éxito en disminuir la tasa de inflación, como se muestra en el Gráfico 5. La inflación cayó desde un nivel de 90% en 1964 a 20% a fines de 1967. Este plan, que sería considerado heterodoxo en el hemisferio norte pero que es ortodoxo para varios economistas de Brasil, combatió la inflación mediante la combinación de una política fiscal austera y una política de ingresos a través de controles de precios y salarios. La política fiscal austera permitió al gobierno una política monetaria activa compatible con las bajas tasas de inflación, liberando así al Banco Central de la obligación de proporcionar recursos para cubrir el déficit estatal.

Algunos economistas que han analizado el Plan de Estabilización [por ejemplo, Lara Resende (1982)] atribuyó la caída de la tasa de inflación después de 1965 a la política de salarios del PAEG. Esta reajustaba las remuneraciones de manera de mantener el promedio real del trabajador en relación a la inflación proyectada por el gobierno. Debido a que esta proyección siempre se subestimó, en la práctica se produjo una brusca caída de los salarios reales durante el período.

Los Gráficos 5 y 6 sugieren que este argumento aparentemente se puede basar en que la caída de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria (M_1) se produjo después de disminuir la tasa de inflación, y no antes, como sería de esperar en el caso de una política meramente ortodoxa, en la cual primero se controla el dinero y los precios responden con cierto retraso al cambio de la política monetaria.

También se podría argumentar que este fenómeno es compatible con la hipótesis de las expectativas racionales, es decir, la reversión de las expectativas inflacionarias, debido al ajuste fiscal. Sin embargo, los periódicos del período indican que la sociedad de Brasil demoró bastante en confiar en el grupo de economistas del PAEG. Luego la hipótesis de expectativas racionales, a pesar de ser plausible, es poco probable.

GRAFICO 5

INFLACION EN LA DECADA DE LOS 60.
IGP-DI
(Variación en 12 meses)

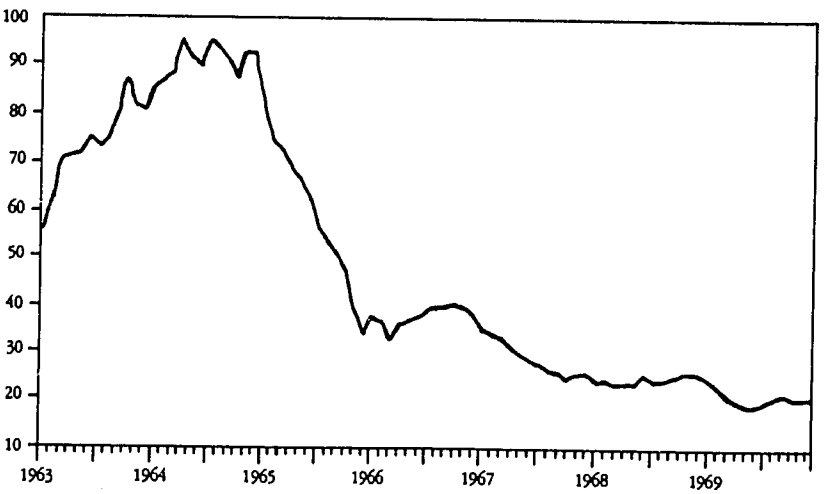
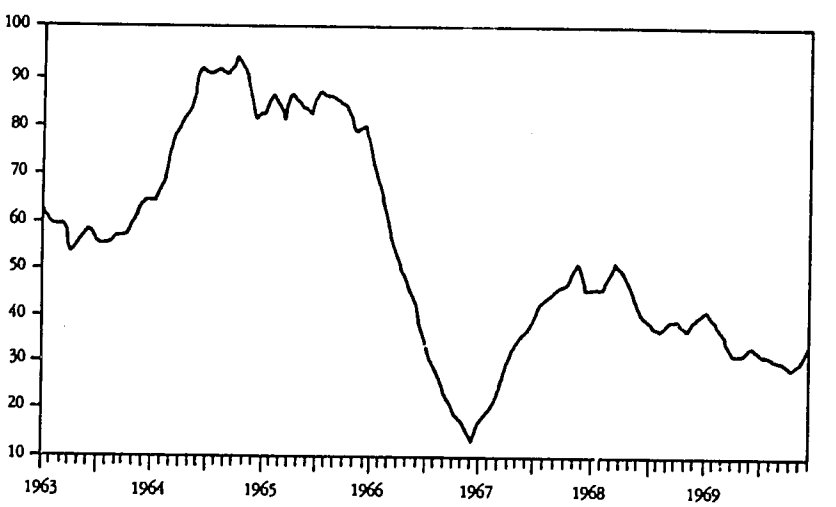


GRAFICO 6

POLITICA MONETARIA EN LA DECADA DE LOS 60
FORMAS DE PAGO
(Variación en 12 meses)



La política de salarios fue, sin duda, un instrumento importante para romper la inercia del proceso inflacionario. Para concluir, sin embargo, no para ser una garantía que el componente ortodoxo del PAEG haya sido, por lo tanto, completamente innecesario. El Cuadro 1 muestra, de hecho, que durante el período 1960-64 se produjo un aumento del impuesto inflacionario, alcanzando 5,32% del PGB en 1964, mientras la carga tributaria neta y bruta descendió. La situación fiscal del Estado en ese momento también se puede evaluar a través de los ahorros del gobierno (cuenta corriente) que se tornaron negativos en algunos años a principios de la década del 60, cuando el gasto corriente del gobierno fue mayor que la recaudación fiscal.

CUADRO 1

ALGUNOS INDICADORES DE LA POLITICA FISCAL
EN LOS AÑOS 1960
(% del PGB)

Año	Carga tributaria impuesto tributario Bruta (1)	Neta (2)	Total carga en cta. cte. inflacionaria (3)	Ahorros Bruta (4) = (1) + (3)	Estatal (5)
1960	17,42	12,90	2,34	19,76	4,72
1961	16,38	11,02	3,54	19,92	1,35
1962	15,76	9,90	3,76	19,30	–0,25
1963	16,05	10,52	5,04	21,04	0,31
1964	17,01	11,42	5,23	22,24	–0,19
1965	19,71	13,19	2,50	22,21	1,90
1966	22,13	15,88	2,74	24,87	5,02
1967	21,62	14,40	1,85	23,47	2,20
1968	24,30	16,38	1,85	26,15	4,86
1969	25,91	17,41	1,44	27,35	6,04

Fuente: FIBGE y Cyne (1989).

El Programa de Estabilización de la Administración de Castello Branco llevó a cabo una reforma fiscal en dos etapas para resolver la situación de las finanzas públicas. En la primera (1965-1966) promovió un aumento de la carga tributaria a través de los siguientes instrumentos:

i) aumento de las tasas de impuestos al consumidor,
ii) reformulación del impuesto al ingreso, aumentando la base y ampliando el sistema de retención de impuestos en su origen, y
iii) castigo a los contribuyentes que no pagaban puntualmente, cargando la corrección monetaria al impuesto adeudado, además de las multas correspondientes. El resultado concreto de esta primera etapa de la reforma fiscal consistía en aumentar a 17,01% la tasa bruta de impuestos en 1964, a 19,71% en 1965 y a 22,13% en 1966, mientras que la tasa de inflación caía en el mismo período desde 5,23% a 2,74%.

La segunda etapa de la reforma fiscal consistió en una modificación completa del sistema nacional de impuestos heredado de la Constitución de 1946 y de la Enmienda Constitucional Nº 5, de 1961. El Cuadro I describe los impuestos existentes en la economía de Brasil en los tres niveles de gobierno (federal, estatal y municipal) antes y después de la reforma aprobada por la Enmienda Constitucional Nº 18 de 1965, que entró en vigencia a partir del 1º de enero de 1967.

La segunda etapa de la reforma fiscal se elaboró de modo de satisfacer una restricción y lograr un objetivo fundamental. La restricción consistía en que el cambio del sistema de impuestos no debía reducir la carga tributaria. A pesar de una pequeña disminución en 1967 (hecho natural en el primer año en que se introdujo el nuevo sistema), en los dos años siguientes (1968 y 1969) la carga tributaria subió alrededor de 25%, y permaneció en ese nivel durante gran parte de los años 1970. El objetivo fundamental de la reorganización del sistema tributario consistió en crear una base tributaria moderna y sólida para enfrentar los problemas de crecimiento económico. La modernización del sistema tributario se llevó a cabo con las siguientes medidas: i) eliminación de los impuestos a las ventas y consignaciones (un impuesto en cascada que estimuló la integración vertical de las compañías y fue la principal fuente de ingreso para los gobiernos estatales) y su sustitución por un tipo de impuesto de valor agregado, el así llamado impuesto sobre la circulación de los bienes (ICM); ii) transformación del impuesto al consumo en otro impuesto del tipo de valor agregado, denominado impuesto sobre los productos industrializados (IPI); iii) eliminación de los diversos impuestos cargados por los Estados y municipalidades que, a menudo, tenían la misma base que los impuestos cargados a otros niveles de gobierno; iv) transferencia del derecho a cobrar impuestos que son instrumentos de una política nacional al gobierno federal (impuestos sobre las exportaciones sobre operaciones financieras y propiedad rural). Otra restricción adoptada en la reorganización del sistema nacional de impuestos fue que los diferentes niveles de gobierno debían mantener su participación relativa en la recaudación de impuestos después de la introducción del nuevo sistema. Debido a que los Estados y municipalidades enfrentaron una reducción

en el número de impuestos que se les permitía cobrar, se crearon los Fondos Municipales para Intercambio de Ingresos (ver Cuadro II) con parte de los recursos obtenidos de los impuestos a la renta y al consumo.

Esta gran reforma fiscal permitió al gobierno aplicar una política de contracción monetaria a partir de 1966, año en que la inflación fue más bien persistente. Los resultados de esta política se apreciaron en 1967, en que la inflación alcanzó un 20% anual, nivel en el que permaneció hasta 1973.

Un aspecto importante del Programa de Estabilización introducido por la Administración de Castello Branco, que merece un énfasis especial, fue su naturaleza intertemporal, ya que el ajuste fiscal a corto plazo se transformó en una reorganización de las finanzas públicas de Brasil que tendría una duración de un cuarto de siglo.

4. Estabilización sin reforma fiscal: El reino mágico de lo heterodoxo

Desde la aceleración de la inflación en Brasil, después de fines de la década del 70, se han llevado a cabo diversos intentos por implantar planes de estabilización. En especial en los años 80, estos planes han sido habitualmente inconsistentes: existieron políticas heterodoxas alternadas con políticas ortodoxas de corto alcance, o el gobierno no tuvo la persistencia necesaria para llevar a cabo sus planes.

En diciembre de 1979 comenzó el ciclo de las experiencias heterodoxas, en que el gobierno adoptó las siguientes medidas para controlar la inflación y restablecer el equilibrio de la balanza de pagos: 30% de devaluación del tipo de cambio (realizada, en parte, para reemplazar la caída de los subsidios a las exportaciones); prefijación de la corrección monetaria y de la devaluación del tipo de cambio (el valor anunciado fue inicialmente 45% y después se reajustó); control de la expansión del crédito interno y adopción de una política salarial que garantizara aumentos mayores que la inflación para los salarios más bajos, e incrementos cada vez menores para los grupos de salarios más altos. Como resultado de las políticas adoptadas, la tasa de inflación de 110% registrada para ese año (medida según la Variación del Indice General de Precios estimado por la Fundación Getulio Vargas) se ubicó muy por sobre el 77% del año anterior. La corrección monetaria se estableció en un 50% y la devaluación del tipo de cambio fue de 61%. El salario mínimo aumentó en un 100% y la tasa de crecimiento del PGB real fue superior a 8%. La balanza comercial mostró un déficit de US$ 2,8 mil millones (prácticamente idéntico al del año anterior) y el saldo en la cuenta corriente presentó un déficit de US$ 12,8 mil millones en comparación con los US$ 10,7 mil millones del año anterior.

CUADRO I

SISTEMA NACIONAL DE IMPUESTOS

Constitución de 1946 y Enmienda Constitucional Nº 5 de 1961	Enmienda Constitucional Nº 18 de 1965 (En vigencia desde enero, 1967)	Constitución de 1988 (En vigencia desde marzo, 1989)
1. *Federal*	1. *Federal*	1. *Federal*
1.1. Impuesto a las exportaciones.	1.1. Impuesto a las exportaciones.	1.1. Impuesto a las exportaciones.
1.2 Impuesto al consumidor.	1.2. Impuesto sobre productos industrializados.	1.2. Impuesto sobre productos industrializados.
1.3. Impuestos únicos.	1.3. Impuestos únicos.	—
1.4. Impuesto a la renta	1.4. Impuesto a la renta.	1.3. Impuesto a la renta.
1.5. Impuesto a la transferencia de fondos en el extranjero	—	—
1.6. Impuesto sobre negocios económicos.	—	—
1.7. Impuestos extraordinarios	1.5. Impuestos extraordinarios	1.4. Impuestos extraordinarios.
1.8. Impuestos especiales.	—	—
	1.6. Impuesto a las exportaciones.	1.5. Impuesto a las exportaciones.
	1.7. Impuesto sobre transporte y comunicaciones.	—
	1.8. Impuesto sobre operaciones financieras.	1.6. Impuesto sobre operaciones financieras.
	1.9. Impuesto sobre propiedad rural.	1.7. Impuesto sobre propiedad rural.
		1.8. Impuesto sobre la riqueza.

2. *Estatal*	2. *Estatal*	2. *Estatal*
2.1. Impuesto sobre ventas y consignaciones.	2.1. Impuesto sobre circulación de productos.	2.1. Impuesto sobre circulación de productos y servicios.
2.2. Impuesto a la herencia.	2.2. Impuesto a la herencia y sobre transferencias intervivos.	2.2. Impuesto a la herencia y donaciones.
2.3. Impuesto a las exportaciones.		—
2.4. Impuesto sobre decretos regulados por la ley estatal.		—
2.5. Impuestos especiales.		—
		2.3. Impuesto sobre vehículos autopropulsados.
		2.4. Recargo al impuesto a la renta sobre ingresos de capital.
3. *Municipal*	3. *Municipal*	3. *Municipal*
3.1. Impuesto sobre la propiedad rural	—	—
3.2. Impuesto sobre transferencia intervivos.	—	3.1. Impuesto sobre transferencia intervivos.
3.3. Impuesto sobre la propiedad y terrenos urbanos.	3.3. Impuesto sobre la propiedad y terrenos urbanos.	3.2. Impuesto sobre la propiedad y terrenos urbanos.
3.4. Impuesto sobre profesiones e industrias.	3.2. Impuesto a los servicios.	3.3. Impuesto a los servicios.
3.5. Impuesto a las patentes.		—
3.6. Impuestos a entretenimientos públicos.		—
3.7. Impuesto sobre leyes de su economía.		3.4. Impuesto sobre ventas al detalle de combustibles.

CUADRO II

CUOTAS DE PARTICIPACION EN LOS INGRESOS

Documento legal	Año	Estados	Fondos de participación Municipalidades	Especial	Total
Constitución de 09/18/46	1947/61	—	10[a]	—	10[a]
Enmienda Constitucional Nº 5 del 11/02/61	1962/66	—	15 (10)[b]	—	15 (10)[b]
Enmienda Constitucional Nº 18 del 12/01/65	1967/70	10	10	2	22
Constitución del 10/17/75	1971/75	5	5	2	12
Enmienda Constitucional Nº 5 del 07/01/75	1976	6	6	2	14
	1977	7	7	2	16
	1978	8	8	2	18
	1979/80	9	9	2	20
Enmienda Constitucional Nº 17 del 12/02/80	1981	10	10	2	22
	1982/83	10,5	10,5	2	23
Enmienda Constitucional Nº 23 del 12/01/83	1984	12,5	13,5	2	28
	1985/88	14	16	2	32
Constitución de 1988	1989	19	20,5	3	42,5
	1990	19,5	21	3	43,5
	1991	20	21,5	3	44,5
	1992	20,5	22	3	45,5
	1993	21,5	22,5	3	47

Notas: a) Sólo sobre impuesto a la renta.
b) 15% sobre impuesto a la renta y 10% sobre impuesto al consumidor.

Estos fracasos, tanto de la estabilización de la economía como del ajuste externo, llevaron al gobierno a cambiar su estrategia al año siguiente. Las presiones a favor de estos cambios también provenían de los acreedores extranjeros. Se abandonó la política de prefijar las correcciones monetarias y de tipo de cambio. (En realidad la intención era restablecer la competitividad del tipo de cambio a través de una devaluación idéntica a la inflación interna, pero esto naturalmente era inadecuado para satisfacer el objetivo.) El distintivo de la política económica de ese año fue la extraordinaria expansión de la deuda externa, que creció un 250% entre diciembre de 1980 y diciembre de 1981, período en que la inflación fue de 95%. Desafortunadamente no se llevaron a cabo intentos para disminuir el déficit público.

Este ingenuo intento monetarista no produjo resultado alguno. Al año siguiente, debido a las elecciones locales y al empeoramiento de la crisis del sector externo por el incumplimiento de pago de la deuda de México en septiembre, no se efectuaron intentos serios de estabilización y la inflación alcanzó 100%. En 1983 y 1984 se implantaron políticas de estabilización inspiradas en el FMI, pero no tuvieron éxito: la inflación subió al nivel de 200%. Nunca se lograron los objetivos establecidos para el déficit público en los diversos acuerdos firmados con el FMI. Sin embargo, a pesar de los fracasos de la estabilización, el ajuste externo tuvo éxito: en 1983 la balanza comercial era de US$ 6,4 mil millones y el déficit en la cuenta corriente bajó desde US$ 16 mil millones el año anterior, a US$ 7 mil millones. En 1984 las cifras de la balanza comercial y de la cuenta corriente fueron de US$ 13 mil millones y US$ 45 millones, respectivamente. Esta situación favorable en términos del sector externo aún prevalece; de hecho, sólo en el año 1986 se registró una cifra negativa, debido a las medidas adoptadas durante el Plan Cruzado.

El nuevo gobierno asumió en 1985 e inmediatamente intentó aplicar una política monetaria severa. Desafortunadamente, la restricción monetaria se implantó sin una restricción fiscal concomitante, con un gran déficit financiado por los préstamos que solicitó el gobierno al mercado de valores. Nuevamente operó la ingrata aritmética monetarista y los miembros del equipo de economistas del gobierno debieron abandonar sus cargos en agosto de ese año.

Debido a los controles de precios adoptados en abril de 1985, la inflación en los meses siguientes fue más baja que en marzo. Pero desde octubre en adelante se aceleró hasta alcanzar la cifra de 17,8% por mes en enero de 1986, estableciendo un record hasta ese momento. Como resultado, al mes siguiente, el gobierno comenzó a implantar el Plan Cruzado, la estrategia heterodoxa más audaz y de mayor alcance intentada en Brasil.

4.1. El Plan Cruzado: Concepción e instrumentos

El diagnóstico sobre el cual se basó el Plan Cruzado afirmaba que la inflación en Brasil presentaba una inercia de 100%. El problema del déficit público, o la política fiscal en su sentido más amplio, se trató con cierta negligencia al implantar el Plan Cruzado. A nivel teórico (ver, por ejemplo, Lara Resende y Arida, 1985) los principales economistas asociados con el Plan basaron su argumento en el supuesto de que el déficit era igual a cero. Esta concepción también es subyacente al mismo Plan, lo que se puede apreciar claramente si se observan de cerca las principales medidas adoptadas[4]:

i) Introducción de una nueva unidad de moneda, reemplazando el cruzeiro por el cruzado.

ii) Desindexación de la economía a través de las siguientes medidas: extinción de los ORTNs (valores públicos indexados) y prohibicón de las cláusulas de indexación en todos los contratos de menos de un año de duración. Sin embargo, esta desindexación de la economía sólo fue parcial. Las cuentas de ahorro y los fondos de ahorro "forzado" (PIS/PASEP y FGTS) permanecieron indexados por el Indice de Precios al Consumidor (IPC) estimado por el FIBGE mientras los salarios estaban sujetos al reajuste automático o eran reajustados cada vez que la variación acumulada del IPC alcanzaba un 20%; además se reajustarían automáticamente en al menos el 60% de la variación del IPC en la fecha establecida como base para el reajuste del contrato de mano de obra.

iii) Congelamiento generalizado de los precios durante un período de tiempo indeterminado.

iv) Conversión de salarios, rentas, cuotas del Sistema Financiero para Vivienda, y colegiatura, desde *cruzeiros a cruzados*, usando el valor promedio de los últimos seis años[5].

v) Uso de una "tablita" para convertir las responsabilidades contractuales, cuyo objetivo consiste en evitar las transferencias de ingreso entre acreedores y deudores (existían diferentes criterios para contratos con y sin cláusula de corrección monetaria).

vi) Establecimiento del tipo de cambio en 13,80 cruzados por dólar. Se debe observar que el Decreto Ley que creó el Plan no congeló el tipo de cambio; por lo tanto, el Banco Central podía alterar el tipo de cambio cuando lo considerase necesario. (El Cuadro 2 muestra la devaluación del tipo de cambio después de febrero de 1986, y la balanza comercial.)

---

[4] Estas observaciones sobre el Plan Cruzado se basan en Barbosa, Brandão y Faro (1989)

[5] Existen diferencias importantes en la forma en que se aplicó el principio de conversión en base al promedio en los diferentes casos. Ver Barbosa *et al., op. cit.*

CUADRO 2

INDICADORES MACROECONOMICOS: EL PLAN CRUZADO
(Febrero 1986)

Meses	IPC* cambio porcentual	IGP** cambio porcentual	Devaluación tipo de cambio (%)	Balanza comercial (Millones de US$)	Premio del dólar en mercado negro (%)	Tasa de interés mensual en operac. de un día a otro LBC/LFT (%)	MI cambio porcentual	MI cambio porcentual
Enero	16,23	17,80	13,0	701	36	–	–8,8	12,5
Febrero	27,20	22,40	15,4	628	34	–	14,1	16,4
Marzo	–0,11	–1,0	6,5	1.136	26	–	80,1	12,20
Abril	0,78	–0,58	0,0	1.292	38	–	19,4	1.07
Mayo	1,40	0,32	0,0	1.340	47	0,65	15,1	2,78
Junio	1,27	0,53	0,0	1.072	49	0,78	15,0	3,32
Julio	1,19	0,63	0,0	1.010	61	1,13	0,5	0,35
Agosto	1,68	1,33	0,0	931	80	1,49	6,9	5,22
Septiembre	1,72	1,09	0,0	533	69	1,76	4,8	5,46
Octubre	1,90	1,40	0,9	–83	88	1,96	6,7	3,47
Noviembre	3,29	2,50	1,0	–38	90	2,37	4,1	2,01
Diciembre	7,27	7,60	3,3	–217	89	6,07	7,9	5,05
Enero	16,82	12,00	7,5	–35	75	11,01	–21,8	5,36
Febrero	13,94	14,10	15,9	320	58	19,61	6,0	16,33
Marzo	14,40	15,00	15,2	302	47	11,95	–12,6	12,84
Abril	20,96	20,10	13,4	499	33	15,30	–15,8	10,32
Mayo	23,21	27,70	29,5	964	16	24,63	1,0	24,51
Junio	26,06	25,90	29,8	1.427	20	18,02	31,6	18,99

Fuentes: Conjuntura Econômica, Banco Central y periódicos locales para el sobreprecio en el mercado negro.
*IPC Indice de Precios al Consumidor FIBGE. Medida oficial de la inflación: para enero y febrero 86, IPCA.
**IGP Indice General de Precios calculado por la Fundación Getulio Vargas.

El Plan Cruzado no sólo no incluyó un ajuste financiero, sino que además otorgó un bono salarial a todos los trabajadores, aumentando así el monto de la planilla estatal de pagos, lo que naturalmente contribuyó a agravar el desequilibrio fiscal.

El Plan Cruzado aparentemente hizo uso de la Ley 7.450, de diciembre de 1985, que introdujo importantes cambios de naturaleza fiscal, para justificar la no adopción de nuevas medidas en la esencia del plan. En resumen, la ley intentó disminuir los efectos de la inflación sobre el ingreso fiscal del Estado (el llamado efecto Tanzi), aumentando además la tributación del mecado financiero y las utilidades corporativas. También se introdujo el principio de tributación en una base corriente, que aumentó la carga tributaria, principalmente a los contribuyentes del grupo de mayores ingresos[6].

La reducción de la inflación en los meses posteriores a febrero de 1986 disminuyó considerablemente el impacto de las modificaciones introducidas por la Ley 7.450 que, en realidad, había sido concebida para niveles de inflación elevada. El menor monto de impuesto inflación recaudado durante el mismo período llevó a un deterioro incluso mayor de las finanzas públicas.

Los primeros signos de fracaso del Plan Cruzado surgieron como desequilibrios entre la oferta y la demanda en los diferentes mercados. Incluso si la inflación hubiese presentado una inercia de 100%[7], el Plan Cruzado probablemente habría fracasado, ya que algunos precios ya rezagados no habían sido reajustados previamente (como el caso de los automóviles, combustibles y energía eléctrica) debido a la crisis de los salarios representada por el bono general a los salarios[8], y a una política monetaria relajada (Cuadro 2). Estos factores ayudaron a exacerbar la fiebre de consumismo que condujo al surgimiento de mercados negros y a la escasez de ciertos productos en los sectores en que la economía de mercado se encontraba inmovilizada por el congelamiento de los precios. En julio de 1986, el gobierno anunció un nuevo conjunto de medidas para corregir estas distorsiones, incluyendo el aumento de los impuestos (encubierto como préstamos obligatorios) sobre la gasolina y el alcohol, los automóviles y los vehículos utilitarios, la introducción de nuevas tasas de impuestos en el mercado financiero, la alteración de varias disposiciones de la Ley 7.450 para adaptarla a la concepción del Plan Cruzado (para mayores detalles remítase a Barbosa, Brandão y Faro, 1989).

El Cuadro 2 presenta la evolución de las tasas mensuales de inflación en 1986 y 1987 con otros indicadores macroeconómicos. La inflación aumentó durante el período post-Cruzado, y en abril de 1987 el nivel fue

---

[6] Para obtener información adicional, remítase a Barbosa *et al.*, *op. cit.*

[7] En Barbosa y Pereira (1989) se presenta una prueba de la falacia de este diagnóstico.

[8] Otra indicación de que los agentes económicos no confiaban en el Plan fue el aumento del valor del dólar en el mercado negro (Cuadro 2).

mayor que en enero de 1986. Cuando la inflación medida por el IGP excedió el 25% (en mayo y junio de 1987), el gobierno se lanzó a una nueva aventura heterodoxa con un nuevo equipo de economistas.

4.2. **Los Planes Bresser y Verano**

En mayo de 1987 el economista Luis Carlos Bresser Pereira asumió como Ministro de Hacienda reemplazando a Dilson Funaro, responsable de introducir el Plan Cruzado. A mediados de junio, el nuevo ministro lanzó un programa para atacar la inflación que se conoció como el Plan Bresser, aún muy influenciado por los economistas heterodoxos, pero con la intención declarada de usar componentes ortodoxos para controlar la demanda (ver Cuadro 3 para indicadores macroeconómicos después de junio de 1986). El Plan constaba de tres etapas para lograr la completa estabilización de la economía. La primera etapa congeló los precios y salarios durante un período de noventa días. Luego los precios y salarios se podrían reajustar mensualmente para evitar interrumpir la producción y la oferta, como sucedió durante el Plan Cruzado. Los salarios se corregirían mediante un nuevo índice denominado Unidad de Referencia de Precios (URP) actualizado por la tasa promedio (geométrico) mensual de la variación del IPC para el trimestre anterior. Este índice también establecería el límite máximo permitido para aumentar los precios.

La tercera etapa del Plan Bresser, a ser implantada en 1988, se caracterizaría por el libre mercado (salvo, por supuesto, los controles tradicionales ejercidos por el CIP) una vez lograda la estabilidad. La reducción del déficit público en 1987 y su completa eliminación al año siguiente permitiría llevar a cabo esta nueva etapa.

A pesar de estar fuertemente influenciado por la heterodoxia, el Plan Bresser contenía en su concepción medidas de naturaleza financiera, algunas de las cuales se implantaron eficazmente. Por ejemplo, aumentó el precio de los servicios públicos y también separó la Tesorería Nacional del Banco Central, y solicitó la unificación del presupuesto fiscal y monetario. Sin embargo, estas medidas fueron insuficientes para permitir al gobierno efectuar el ajuste necesario del déficit público, y la política fiscal y monetaria permaneció inalterada. A fines de año, el ministro Bresser intentó presentar una serie de medidas fiscales, cuyo fin era reducir el déficit público. No obstante, estas medidas fueron rechazadas por el gobierno y el ministro renunció.

Los planes Bresser y Cruzado ofrecían, en cuanto a ajuste fiscal, una serie de intentos repetidos por elevar los ingresos sin un esfuerzo significativo en la reducción del gasto. Además, el problema fiscal se trató sin una visión a futuro, ya que no consideró la dimensión intertemporal necesaria. Un paquete fiscal de emergencia puede ser una condición necesaria para garantizar el éxito de un plan de estabilización en Brasil,

CUADRO 3

INDICADORES MACROECONOMICOS: EL PLAN BRESSER
(Junio 1987)

Meses	IPC* cambio porcentual	IGP** cambio porcentual	Devaluación tipo de cambio (%)	Balanza comercial (Millones de US$)	Premio del dólar en mercado negro (%)	Tasa de interés mensual en operac. de un día a otro LBC/LFT (%)	MI cambio porcentual	MI cambio porcentual
Junio	26,06	25,9	29,8	1.427	20	18,02	31,6	18,9
Julio	3,05	9,3	12,6	1.457	29	8,91	10,0	14,2
Agosto	6,36	4,5	4,9	1.429	24	8,09	9,7	5,0
Septiembre	5,68	8,0	5,6	1.497	23	7,99	8,6	7,0
Octubre	9,18	11,2	7,1	1.193	28	9,45	11,7	10,2
Noviembre	12,84	14,5	11,0	1.001	19	12,92	13,8	14,0
Diciembre	14,14	15,9	14,5	1.116	28	14,38	30,8	23,5
Enero	16,51	19,1	14,3	1.047	23	16,78	-10,3	14,2
Febrero	17,96	17,6	17,8	897	16	18,35	10,4	15,6
Marzo	16,01	18,2	17,7	1.235	29	16,59	14,0	17,7
Abril	19,28	20,3	16,4	1.897	26	20,25	13,2	17,5
Mayo	17,78	19,5	20,9	1.149	31	18,65	19,3	23,2
Junio	19,53	20,8	17,4	2.421	43	20,17	16,7	28,4

Fuentes: Conjuntura Econômica, Banco Central y periódicos locales para el sobreprecio del dólar en el mercado negro.
* Ver Cuadro 2.
** Ver Cuadro 2.

pero no es una condición suficiente. Como ya se ha mencionado, se necesita la reforma fiscal para estimular un cambio en el régimen de la política macroeconómica.

Mailson da Nóbrega fue elegido para reemplazar al ministro Bresser en el cargo de Hacienda. La economía de Brasil estaba emergiendo desde dos fracasos en su lucha contra la inflación: el nuevo ministro procedió a aplicar una política gradual, intentando disminuir el déficit público y adoptando una política monetaria dura que se conoció como la política del "arroz y los frejoles". Como se indica en el Cuadro 4, la tasa de inflación no respondió a los esfuerzos del ministro (que fueron más bien retóricos que eficaces), y alcanzó un 29% en diciembre de 1988 (ver Cuadro 3). Así, el 15 de enero de 1989 surgió un nuevo plan de estabilización, esta vez denominado "Plan Verano" (ver Cuadro 5).

CUADRO 4

TASAS MENSUALES DE VARIACION DEL INDICE GENERAL DE PRECIOS (IGP)

Mes/Año	Inflación
1/88	19,10
2/88	17,60
3/88	18,20
4/88	20,30
5/88	19,50
6/88	20,80
7/88	21,50
8/88	22,90
9/88	25,80
10/88	27,60
11/88	28,00
12/88	28,90

Fuente: Conjuntura Econômica.

Este plan, además de contener los ahora tradicionales ingredientes heterodoxos de desindexación y congelamiento de los precios, mostró

gran interés por parte del Estado de equilibrar el presupuesto. Las principales medidas adoptadas fueron las siguientes[9]:

i) Se eliminaron tres ceros al cruzado y se redenominó *cruzado novo*.

ii) Los salarios se convirtieron a *cruzados novos* usando el valor del salario promedio de las OTNs durante el período comprendido entre enero y diciembre de 1988, y luego se llevaron al primero de febrero usando el URP como factor correctivo: el valor de esa unidad para ese mes era de 26,05%. Sin embargo, este procedimiento sólo se aplicó a los salarios que estaban bajo el promedio (aquellos sobre el promedio no se modificaron).

iii) Todos los precios se congelaban durante un período indeterminado, de acuerdo con la Ley 7.730. Sin embargo, los miembros del equipo económico afirmaron que el congelamiento de los precios no se extendería por más de 90 días, y que estaban dispuestos a revisar el precio de algunos productos cuando fuese necesario. Esta preocupación reflejó el temor de que se pudiesen repetir los mismos problemas de demanda que surgieron durante el Plan Cruzado.

iv) Se introdujo cambios en el cálculo de la inflación de enero (IPC) con el fin de eliminar del índice de febrero el aumento de precios que se produjo justo antes del plan. Este cambio fue de tal magnitud que, de hecho, la inflación de enero incluyó la variación de precio durante 45 días, con un valor de alrededor de 70%.

v) Al igual que con el Plan Cruzado, se creó una "Tablita" para corregir los valores de los contratos firmados entre el primero de enero de 1989 y el 15 de enero de 1989. El factor de corrección utilizado (1,004249 para cada día a partir del 16 de enero de 1989) presentó una tasa de inflación de 13,56% mensual. La Ley 7.730 otorgó al Ministro de Hacienda la capacidad de alterar su factor de conversión en caso necesario.

vi) Se suprimió la OTN. Durante el Plan Cruzado se creó el Bono de la Tesorería Nacional para reemplazar la ORTN. También se prohibió incluir una cláusula de corrección monetaria en contratos de menos de 90 días.

vii) Los reajustes de salarios para los empleados públicos ahora dependían de la situación del ingreso neto del Estado, salvo los ingresos provenientes de operaciones crediticias. De hecho, el gasto en salarios del sector público se limitaba al 65% del ingreso neto.

El Plan Verano fue regulado principalmente por la Medida Provisoria Nº 32, del 15 de enero de 1989. Posteriormente, esta medida se transformó en la Ley Nº 7.730, del 31 de enero de 1989.

CUADRO 5

INDICADORES MACROECONOMICOS: EL PLAN VERANO
(Enero 1989)

Meses	IPC* cambio porcentual	IGP** cambio porcentual	Devaluación tipo de cambio (%)	Balanza comercial (Millones de US$)	Premio del dólar en mercado negro (%)	Tasa de interés mensual en operac. de un día a otro LBC/LFT (%)	MI cambio porcentual	MI cambio porcentual
Enero	70,28	36,6	35,02	1.611	61	22,97	17,1	20,30
Febrero	3,60	11,8	10,38	1.087	70	18,95	5,2	18,60
Marzo	6,09	4,2	0,0	1.645	76	20,44	13,8	18,50
Abril	7,31	5,2	1,52	1.291	119	11,52	28,8	13,00
Mayo	9,94	12,8	8,29	1.401	160	10,49	4,64	7,04
Junio	24,83	26,8	21,90	2.205	136	25,77	13,91	19,27
Julio	28,76	37,88	42,54	1.433	91	41,25	10,55	24,87
Agosto	29,34	36,48	29,84	1.462	70	39,89	6,05	31,80

Fuente: Ver Cuadro 3.
* Ver Cuadro 2.
** Ver Cuadro 2.

Además, la fecha de pago a los empleados públicos se cambió al día 10 del mes posterior (esto permitió al Estado efectuar un pago menos en 1989).

viii) El desembolso de recursos por parte de la Tesorería Nacional estaba condicionado a la disponibilidad de efectivo en caja (en otras palabras, los ingresos realmente recaudados más el efectivo en caja existente a partir del 31 de diciembre de 1988).

El 15 de enero el gobierno anunció una devaluación de 17% del tipo de cambio y se comprometió a seguir una política monetaria austera con altas tasas de interés. Debido a la norma de gastar sólo el dinero en caja, la emisión de bonos de la deuda pública, de acuerdo con la Ley 7.730 (artículo 18, párrafo 4) sólo se autorizaría para el pago de los intereses de esa deuda y refinanciar el capital. Además, el gobierno también se comprometió a aplicar otras medidas fiscales que posteriormente fueron vetadas por el Congreso, tales como la privatización de las compañías estatales y el despido de los empleados públicos.

La información que se presenta en el Cuadro 5 indica claramente que en mayo de 1989 la inflación ya estaba en el rango de dos dígitos. En junio de 1989 la inflación (medida por el IGP calculado por la Fundación Getulio Vargas) volvió al nivel en que estaba antes del Plan Verano. La razón principal del fracaso del Plan Verano (al igual que la de los demás intentos heterodoxos de los ochenta) fue que no existió una reducción del déficit estatal, y la política monetaria continuó su trayectoria pasiva y permisiva. Para ilustrar las dificultades del gobierno con respecto al déficit público, la información más reciente publicada por el Banco Central indica que el déficit operacional (que no incluye la corrección monetaria de la deuda interna) fue del orden del 3,6% del PGB en 1986 (el déficit nominal fue de 11,13%), subiendo a 5,52% en 1987 (el déficit nominal fue de 31,37%) para luego descender levemente a 4,26% en 1988 (el déficit nominal fue de 48,54%). Las estimaciones para 1989 indican que el déficit operacional será mayor que el del año anterior.

5. Reforma fiscal sin estabilización: La nueva Constitución

La situación de las finanzas públicas de Brasil se ha deteriorado lentamente desde fines de la década del 70. Entre 1978 y 1987 la carga tributaria bruta cayó tres puntos porcentuales, desde 25,63% a 22,60% (ver Cuadro 4). La carga tributaria neta pasó de 15,21% en 1978 a 13,5% en 1987. La tasa inflacionaria subió a un nuevo nivel y alcanzó la proporción de 3,53%

del PGB en 1987. Los ahorros en la cuenta corriente del Estado cayeron significativamente en el período 1978-87, y se tornaron negativos en 1982. Las causas subyacentes a esta nueva crisis del Estado brasileño son múltiples. La reducción de la carga tributaria se puede explicar por los siguientes hechos:

i) Aumento de la tasa de inflación, causando una baja de la recaudación real, debido al desfase existente desde la acumulación del impuesto hasta su recaudación real.

ii) Aumento de la participación de la producción exportada, con la consiguiente caída de la recaudación tributaria por concepto de exenciones a las exportaciones

iii) Aumento significativo de la evasión de impuestos, ya sea como una reacción contra el aumento de sus tasas o debido a una inspección menos eficiente.

iv) Aumento de las exenciones de impuestos por parte del Estado, debido al uso indiscriminado de incentivos tributarios.

En cuanto al gasto estatal, los siguientes factores contribuyeron a la crisis fiscal: a) aumento del endeudamiento del Estado con un alza del gasto por el pago de la deuda interna y externa; b) control de los precios de los bienes y servicios producidos y vendidos por las compañías estatales con el fin de combatir la inflación; c) aumento del gasto ordinario del Estado.

La situación de la crisis fiscal determinó el uso sistemático por parte del gobierno, durante la década de los 80, de diferentes paquetes fiscales con medidas destinadas a combatir el problema del déficit público. Ninguno de estos paquetes ha tenido éxito, ya que su acción ha sido esporádica y transitoria.

En octubre de 1988 el Congreso Nacional aprobó una reforma fiscal dentro de la nueva Constitución. El Cuadro I describe el nuevo sistema nacional de impuestos y presenta las diferencias en comparación con el sistema vigente hasta entonces. Las principales innovaciones introducidas fueron:

i) Eliminación de los impuestos únicos (combustibles y lubricantes, energía eléctrica y minerales) y del impuesto a las exportaciones y comunicaciones, que pasó a formar parte del impuesto a la circulación de bienes y servicios.

ii) Introducción de un impuesto a la riqueza sobre un nivel determinado, a ser regulado por una ley complementaria.

iii) Creación de un recargo al impuesto a la renta sobre el ingreso de capital.

iv) Introducción de un nuevo impuesto a las ventas al detalle de los combustibles.

CUADRO 6

ALGUNOS INDICADORES DE LA POLITICA FISCAL
EN EL PERIODO 1978-87
(% del PGB)

Año	Carga tributaria		Impuesto inflacionario	Ahorros en cuenta corriente estatal
	Bruta	Neta		
1978	25,63	15,21	1,79	2,37
1979	24,26	14,15	2,82	2,32
1980	24,21	12,21	3,04	1,09
1981	24,63	12,66	2,25	1,10
1982	26,18	13,51	2,20	–0,38
1983	24,67	12,18	2,97	–1,35
1984	21,57	10,27	2,23	–2,50
1985	21,97	11,14	2,11	–7,95
1986	24,26	14,09	1,17	–6,81
1987	22,60	13,05	3,53	–6,10

Fuente: FIBGE y Cysne (1989).

Al formular el nuevo sistema nacional de impuestos, los miembros de la asamblea constituyente se preocuparon, en mayor medida, del nivel de la carga tributaria que de su distribución entre los diversos niveles de gobierno. Su intención era, claramente, aumentar la participación de los Estados y municipalidades y disminuir la participación del gobierno federal. Esta actitud de los políticos fue una respuesta a la concentración de recursos determinada en la Constitución de 1969 y otorgada por la Junta Militar que gobernó el país durante un corto período a fines de 1969. Esa Constitución cambió el sistema de participación establecido por la Administración de Castello Branco, bajando la participación de los Estados y municipalidades desde el 22% al 12% en el ingreso de la

recaudación del impuesto a la renta y el impuesto a los productos industrializados, como se describe en el Cuadro II, que presenta las alteraciones que se han producido en las cuotas de los Fondos de Participación en los Ingresos desde su creación hasta la última Constitución. Durante el período 1976-83 se han producido cambios sucesivos a las cuotas de los Fondos, y en 1983 el total de los Estados y municipalidades ya era mayor que el instituido en 1967.

6. Conclusiones

En este documento hemos argumentado que, entre los diversos planes de estabilización desarrollados en Brasil, el único exitoso fue el PAEG, adoptado por la Administración del Presidente Castello Banco, y la razón principal de su éxito fue la reforma fiscal implantada por el gobierno.

A pesar de que las políticas salariales del período pueden haber contribuido, especialmente reduciendo los costos en el producto de la estabilización, el ingrediente principal fue la reforma fiscal y la credibilidad del gobierno. Naturalmente tomó algún tiempo ganar la confianza de la sociedad, pero a la larga resultó claro que se estaba llevando a cabo un cambio importante en las finanzas públicas.

Después de 1979, el gobierno de Brasil realizó varios intentos para reducir la inflación. El fracaso de dichos planes puede atribuirse al hecho de que no se realizó reforma fiscal alguna. Los intentos ingenuos por controlar el crecimiento de la base monetaria sin la correspondiente restricción fiscal estuvieron destinados al fracaso. Se emitieron muchos paquetes fiscales, pero éstos no fueron capaces de resolver en forma permanente el desequilibrio financiero del gobierno. Como resultado de ello, la inflación ha aumentado sistemáticamente durante los años 1980.

Referencias

Arida, P. y Lara Resende. "Inertial Inflation and Monetary Reform: Brazil". En J. Williamson (org.), *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel*. MIT Press, Cambridge, 1985.

Barbosa, F.H. "As Origens e Conseqüências da Inflaçao na América Latina", Ensaios Econômicos da EPGE, Nº 135, 1988.

Barbosa, F. H., Brandão, A.S.P. y De Faro, Clovis. "O Reino Mágico do Choque Heterodoxo", en Barbosa, F.H. y M.H. Simonsen (org.), *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*. Editora Globo, Río de Janeiro, 1989.

Barbosa, F. H. y Valls Pereira, Pedro L. "O Insucesso do Plano Cruzado: A Evidência Empírica da Inflaçao 100% Inercial para o Brasil", en Barbosa, F.H. y M.H. Simonsen (org.). *Plano Cruzado: Inércia x Inépcia*. Editora Globo, Río de Janeiro, 1989.

Brasil Programa Econômico (publicado por el Banco Central de Brasil), vol. 20, marzo, 1989.

Cysne, R. "Contabilidade com Juros Reais", Ensaios Econômicos da EPGE, Nº 140, 1989.
EPEA/Ministério do Planejamento - O Programa de Ação e as Reformas de Base, Documentos EPEA, Nº 3, vol. I y II, 1965.
EPEA/Ministério do Planejamento - O Programa de Ação Econômico do Governo, 1964-1966, Documentos EPEA, Nº 1, 1965.
Lara Resende, A. "A Política Brasileira de Estabilização: 1963/68", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 12, 1982; 757-806.
Lezan, E. y Varsano, R. "O Sistema Tributário Brasileiro". Secretaria de Receita Federal, Ministério da Fazenda, mimeo.
Longo, C.A. "A Disputa Pela Receita Tributária no Brasil". IPE/USP, São Paulo, 1984.
--------. "Controvérsias Sobre o ICM no Comércio Interestadual: Uma Resehna". Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 11, 1981; 229-250.
Sargent, T.J. y Wallace, Neil. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic Quarterly Review, vol. 5, Nº 3, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981.
Varsano, R. "O Sistema Tributário de 1967: Adequado ao Brasil de 80". Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 11, 1981; 203-228.

CAPITULO 7

Crisis Estructural del Sector Público, Déficit Fiscal Potencial y Déficit Reprimido: El Caso de Argentina*

MARIO BRODERSOHN

En los círculos políticos de Argentina existe acuerdo general en que el sector público está experimentando una profunda crisis estructural, cuya manifestación más evidente es el desequilibrio de las cuentas fiscales, que ha afectado a la sociedad a través de la inflación, las altas tasas de interés y la necesidad de recurrir a nuevos impuestos y/o elevar las tasas de aquellos vigentes en la actualidad. Sin embargo, este desequilibrio es sólo una faceta del problema: la otra parte, que también ha afectado a la sociedad, corresponde a los servicios públicos, deficientes en cantidad y calidad. Estas deficiencias generan presiones sobre el sector público, que se traducen en la posibilidad de que el desequilibrio potencial de las cuentas fiscales sea mucho mayor que el de hoy día.

Esta realidad conflictiva actual del sector público es consecuencia de las diferentes estrategias de crecimiento aplicadas durante varias décadas, en las cuales el rol del Estado ha variado continuamente, dependiendo de esas estrategias variables de crecimiento[1].

Por consiguiente, comenzaremos presentando un breve resumen del desarrollo de la relación entre las diferentes versiones de los modelos de crecimiento formulados durante varias décadas y el rol del Estado con

* El autor agradece especialmente la colaboración de Alberto Porto.

1 Para un tratamiento más detallado de este tema, ver *Secretaría de Hacienda de la Nación. Política para el cambio estructural en el sector público. Mensaje de los Proyectos de Leyes de Presupuesto, 1986-89,* Buenos Aires, 1989.

respecto a estos modelos. Esto debería ser de utilidad para ubicar en un contexto adecuado la interacción entre las distorsiones estructurales acumulativas del sector público y los planes de ajuste o stock fiscal que se han diseñado desde 1984. Luego, este análisis nos llevará a considerar el déficit subyacente o potencial, el déficit fiscal reprimido y la relación entre los bruscos ajustes fiscales de corto plazo y el equilibrio fiscal en el largo plazo.

I. El rol del sector público en las diferentes estrategias de desarrollo, 1900-83

1. Estrategia de desarrollo hasta 1930: Economía abierta y sector público pasivo

La estrategia de crecimiento aplicada hasta 1930, basada en el intercambio de exportaciones-importaciones con el resto del mundo y el flujo constante de capital extranjero y mano de obra a Argentina, se asoció a un Estado que cumplía con un rol pasivo como proveedor de bienes públicos (justicia, defensa, seguridad, educación, etc.) evitando al mismo tiempo interferir en las decisiones privadas mediante sus políticas de ingreso y gasto (ya sea cambiando los precios relativos, subsidiando o castigando las actividades, etc.). Durante los primeros 30 años de este siglo, el gasto del Gobierno Central fluctuó entre 10% y 13% del PGB. El gasto público requerido para proporcionar los servicios básicos se financiaba, a nivel nacional, por derechos aduaneros (que representaban alrededor del 60-70% de los recursos fiscales) y a nivel provincial mediante impuestos tales como el impuesto a los bienes raíces (que en la provincia de Buenos Aires, por ejemplo, alcanzaba el 40-45% de los ingresos fiscales).

La crisis financiera internacional de 1930, seguida por la Segunda Guerra Mundial, cambió completamente el modelo de crecimiento de largo plazo y el rol que debía jugar el Estado en la economía.

2. Estrategia de crecimiento en 1930-62: Economía cerrada y expansión del gasto público

La reformulación del modelo de exportaciones, aplicado hasta 1930 en un nuevo modelo, basado en la expansión del mercado interno a través del estímulo dinámico de la sustitución de importaciones, también llevó a la modificación del rol y las funciones del Estado. Como consecuencia de

esto, después de 1930 el Estado comenzó a participar más activamente en la vida económica multiplicando sus instrumentos de intervención. El gasto público del Gobierno Central aumentó desde 13,2% del PGB en 1926 a 27,4% del PGB en 1955-59.

Con posterioridad a 1930 fue necesario adaptar los objetivos de la política económica del gobierno a las diferentes realidades externas que enfrentaba el país. En una etapa inicial la preocupación básica consistió en mantener el nivel interno de actividad e independizar la economía argentina de las fluctuaciones de la economía mundial. Esta fue una reacción natural del gobierno, considerando que la crisis financiera internacional de 1930 determinó una caída del 14% del PGB entre 1929 y 1932. Sin embargo, la expansión del gasto público que se inició, como una reacción necesaria a los problemas cíclicos, a fines de los años 1930, se convirtió en la estrategia fundamental de una nueva política de crecimiento en el largo plazo. Esta estrategia estaba dominada por la idea de la industrialización a través de la sustitución de importaciones, en la cual el monto y precio de las exportaciones era determinado exógenamente de acuerdo a las condiciones mundiales, sobre las cuales el país y su política económica tenían muy poca influencia. En este contexto, la expansión del gasto público era considerada como el complemento ideal para la expansión del mercado interno que requería la industrialización basada en la sustitución de importaciones. Como consecuencia de esto, desde la segunda mitad de los años 1940 en adelante, el crecimiento del gasto público presentó un sesgo evidentemente redistributivo, dirigido a estimular la demanda interna. Se utilizarán algunos ejemplos para ilustrar esta tendencia de redistribución. Entre 1939 y 1955 el número de estudiantes (primarios, secundarios y universitarios) aumentó en un 77%, mientras la población total del país creció en un 37%. Otro ejemplo está dado por el desarrollo del sistema de asistencia social: En 1944, éste sólo cubría al 7% de la población económicamente activa, pero después de ese año se extendió a los trabajadores del comercio (1944), la industria (1946), a los trabajadores independientes y del sector rural, y a los profesionales y empresarios (1954). De este modo, mientras a comienzo de los años 1940 el sistema de pensiones sólo cubría a unos pocos sectores privilegiados, a mediados de los años 1950 se había extendido a la mayoría de los trabajadores.

La política de expansión del gasto público también se diseñó para redistribuir el ingreso entre las provincias. En el período 1950-60, el empleo en el sector público nacional aumentó en 5% y en las provincias 40%. Como resultado se incrementó la participación de los recursos fiscales nacionales que eran absorbidos por las provincias. Así, en 1946 los fondos de esta fuente representaban el 28% de los recursos de las provincias, mientras en 1955 este porcentaje se había elevado a 105%.

El modelo basado en la sustitución de importaciones y en la expansión del gasto público surgió en 1930 como consecuencia de factores exógenos, y luego que se transformó en la base de la política de crecimiento, entró en crisis. Esta crisis se hizo evidente y fue reconocida por el gobierno cuando lanzó el Plan Económico para 1952, que se diseñó para combatir la inflación alta y creciente y la crítica situación externa.

A principios de los años 1950 se manifestó un agotamiento de la etapa inicial que consistía en la sustitución de importaciones de bienes de consumo (textiles, refrigeradores, etc.). Se logró contrarrestarlo, pasando a una etapa más compleja en 1959-61, basada en la sustitución de importaciones de los insumos básicos y bienes de capital. Sin embargo, para estimular el mercado interno no fue suficiente que este modelo de crecimiento estuviese acompañado por un aumento del gasto público con fines de redistribución; a medida que continuó esta nueva etapa de sustitución –que fue mucho más intensiva en capital que la anterior– se hizo necesario subsidiar la inversión privada, no sólo mediante altos aranceles a las importaciones, sino también con subsidios directos (por ejemplo, aprobando leyes que otorgaran exenciones de impuestos). En otras palabras, desde ese momento en adelante, el Estado hubo de asumir dos roles simultáneos; por un lado, continuar con su política redistributiva a través de la expansión del gasto social y, por otro, subsidiar la inversión privada y llevar a cabo su nuevo rol de Estado empresario.

En resumen, durante esta etapa el Estado desempeñó un rol activo a través de sus propias inversiones y el incentivo de la inversión privada. A partir de 1958 los incentivos tributarios para la inversión privada se comenzaron a multiplicar, lo que produjo un impacto significativo sobre el ingreso del sector público. En ese momento el Estado empezó a actuar por primera vez, aunque tímidamente, como empresario y como fuente de subsidios.

Como consecuencia del proceso descrito, a fines del período el sector público había crecido en forma considerable, duplicando su participación en el PGB. Para financiar este gran aumento del gasto se usaron básicamente dos fuentes de financiamiento. Una consistió en las altas reservas internacionales acumuladas durante la Segunda Guerra Mundial: de los $ 7 mil millones (a precios de 1987) acumulados durante ese período, $ 3.125 mil millones se utilizaron para la nacionalización de las vías férreas y teléfonos y $ 1.125 mil millones para el pago anticipado de la deuda externa pública (que, a diferencia de otros países deudores de América Latina, Argentina pagó sin solicitar rebaja del monto adeudado). La otra fuente utilizada fue el excedente que se presentó en el sistema de pensiones, que entre 1950 y 1960 aumentó a un 28% del PGB. Durante los años 1950 la disparidad entre el pequeño número de pensionistas en un sistema social incipiente y el gran número de contribuyentes activos tuvo

como consecuencia un excedente financiero considerable del que se apropió el gobierno para financiar otros gastos públicos a través de la colocación de bonos públicos a largo plazo en los fondos de pensiones a tasas de interés fijas que variaban desde 4% a 8% anual. Además, el interés sobre estos bonos se pagó con otros bonos a largo plazo, así como con aportes del Estado y la contribución retenida a los empleados públicos. Esta deuda en forma de bonos públicos a intereses tan bajos, fue, por supuesto, "liquidada" por la inflación a lo largo de los años. En 1970 la deuda, que entonces sólo era de $ 273 millones (menos del 1% del PGB) se pagó por completo en diez cuotas anuales sin ajuste por inflación. En otras palabras, una deuda al sistema de seguridad social que representaba el 28% del PGB en los años 1950 se pagó en 1970 a un monto que representaba menos del 1% del PGB.

A comienzos de los años 1960 estas fuentes se habían agotado: las reservas de divisas eran cosa del pasado y el aumento del número de pensionistas había acabado con el excedente del sistema de seguridad social; a comienzos de los años 1960 la situación del sistema de seguridad social había sufrido un vuelco tal que todo el país tendría que contribuir mediante impuestos al financiamiento del déficit de las pensiones.

3. Período de transición en los años 1960: Hacia una reformulación del modelo de economía cerrada con expansión del gasto público

El agotamiento del modelo basado en la sustitución de importaciones y la expansión del gasto público se hizo muy evidente en algunas áreas del sector público. Además de la crisis financiera del sistema de seguridad social indicada anteriormente, otro ejemplo claro está en las tendencias de la expansión del gasto provincial. Entre 1960 y 1970, continuando la tendencia de la década anterior, en que el empleo público provincial creció en alrededor de un 40%, el empleo en las provincias se incrementó en 28%, mientras que el del sector público nacional aumentó en 1%. De este modo, en términos de PGB, el gasto público provincial se elevó en un 9% entre 1962 y 1970, mientras el gasto público nacional cayó en un 10%. Esto tuvo como consecuencia un aumento de la participación primaria de las provincias en los ingresos de impuestos nacionales, desde 27,6% en 1955 hasta 46,2% en 1965.

Después del agotamiento del modelo de los años 1940 y 1950, la década de los 60 constituyó un período de transición, durante el cual se efectuaron esfuerzos para reformular la estrategia aplicada hasta ese momento, basada en la expansión del mercado interno y en el aumento del gasto público. Por consiguiente se efectuaron intentos por estimular las exportaciones agrícolas (tipo de cambio reptante de 1964-65) y las exportaciones industriales (devaluación compensada por la reducción de los aranceles de importación en 1967). Durante los años 1960, las finanzas

públicas se manejaron cuidadosamente. Entre 1962 y 1970 el gasto público cayó a 3,9% del PGB y el déficit fiscal bajó desde 7,7% (1962) hasta 1,8% (1970) (Cuadro 1).

CUADRO 1

GASTOS Y RECURSOS DEL SECTOR PUBLICO
(En % del PGB)

	Gastos totales	Recursos totales	Déficit presupuestario
1962	37,5	29,8	7,7
1970	33,6	31,8	1,8
1975	39,5	24,4	15,1
1980	43,9	36,4	7,5
1983	49,7	34,6	15,1

Fuente: Secretaría de Hacienda, *Política para el cambio estructural del sector público. Mensaje de los Proyectos de Leyes de Presupuesto, 1986-89,* Buenos Aires, 1989.

Los resultados obtenidos en este período de transición hacia una reformulación de la estrategia de crecimiento –1930-60– fueron auspiciosos. El PGB per cápita, que había aumentado en un 11,5% entre 1950 y 1960, presentó un crecimiento de 32,5% entre 1960 y 1970, mientras en 1969 la inflación bajó a niveles de un dígito.

4. Estrategia de crecimiento 1970-83: Nuevo intento con el agotado modelo basado en una economía cerrada sostenida por la expansión del gasto público

Así como a principios de los años 1950 el modelo de crecimiento basado en la sustitución de importaciones (industrias livianas) no pudo continuar, al comienzo de la década de los 60 el modelo de sustitución concentrado en las industrias básicas inaugurado en 1959 también había llegado a un límite. Los primeros síntomas de agotamiento empezaron a percibirse a partir de 1967, cuando el Estado asumió el rol de fomentar el crecimiento mediante la expansión del gasto público (principalmente la inversión pública).

Por consiguiente, los años 1970 se transformaron en un período clave con respecto a las opciones de políticas económicas. El país necesitaba señales claras en cuanto a si las autoridades estaban o no optando por desarrollar un nuevo modelo de crecimiento a largo plazo que se basara, en esta oportunidad, en la apertura de la economía y en una reformulación del rol del Estado en la actividad económica, con el objetivo de contener firmemente el gasto público. Desafortunadamente, ésta no fue la opción seguida en la década de los 70. Por el contrario, los sucesivos gobiernos, independientemente de su ideología civil o militar, se desplazaron cada vez más hacia una economía cerrada que sólo podría ser sostenida por la expansión sustancial del gasto público, y, como podremos observar más adelante, esta expansión enfrentó serias dificultades en sus fuentes de financiamiento. Como consecuencia de tal política de crecimiento, durante el período 1970-83 se desarrollaron dos enclaves privilegiados que hoy día tienen repercusiones significativas: el Estado contratista y el Estado subsidiario o benefactor[2]. El precio que se pagó por esta opción equivocada fue alto; no sólo en términos de la erosión de la competitividad del sector privado, sino también en cuanto al deterioro del desempeño del Estado al proporcionar servicios sociales básicos en educación, salud, vivienda, seguridad social, etc.

Para obtener un análisis detallado de lo que sucedió en 1970-83 el período se debe dividir en tres subperíodos, diferenciados por las diversas fuentes de financiamiento requeridas por la expansión del gasto público (ver Cuadro 1).

4.1. 1970-75: Período populista basado en la expansión considerable del gasto corriente, financiado por el impuesto inflación y el aumento de la deuda interna pública

La opción basada en la expansión del gasto público se promovió a partir de 1973; el déficit fiscal se elevó desde 5,8% del PGB en 1972 hasta 15,1% en 1975; dos tercios de este déficit fueron financiados mediante emisión monetaria. El motor para el crecimiento del gasto público estuvo dado por el aumento del empleo público (a nivel nacional y provincial). El gasto en

[2] Las principales d[illegible] adoptadas en los año[illegible] 970-72 que sentaron las bases para esta opción de una ec[illegible] a cerrada sostenida por la expansión del gasto público fueron aquellas relacionadas con:

- Fondo Chocón-Cerros Colorados.
- Ley "Compra Argentina" (1971).
- Ley de Promoción de Tierra del Fuego.
- Fondo Nacional de la Vivienda (1972).
- Fondo Nacional del Tabaco (1972).
- Fondo Nacional para las Principales Obras Eléctricas (1971).
- Fondo Nacional para Infraestructura de Transporte (1972).

personal creció en un 87% a precios constantes entre 1972 y 1975. Es paradójico que el gobierno haya aumentado el gasto público en personal aplicando una política populista sólo para terminar financiándolo mediante el impuesto de la inflación, altamente regresivo.

Durante este período la crisis financiera de los gobiernos provinciales siguió empeorando. La mitad del aumento de los gastos consolidados del sector público (nacionales, provinciales, de empresas públicas y seguridad social) se originó en los gastos provinciales. Esto estimuló un mayor aumento en la proporción de ingresos por impuestos nacionales absorbidos por las provincias, que se elevaron desde 27,6% en 1955 a 46,2% en 1965 y a 50,5% en 1973. En poco menos de veinte años las provincias prácticamente duplicaron su participación en los ingresos de impuestos nacionales. Bajo esta creciente presión de las provincias, el gobierno recurrió a una fuente de recursos que no estuviese sujeta a compartir los ingresos: la emisión de dinero. En consecuencia, el creciente uso de la emisión monetaria como un medio para financiar el gasto público del gobierno debilitó la base de impuestos de la cual derivaba la proporción cada vez mayor de participación en los ingresos primarios. En 1975 sólo el 20% del gasto nacional era financiado por impuestos que formaban los ingresos a compartir, mientras que el 80% correspondía a recursos no utilizables para ser compartidos (emisión monetaria y deuda interna del Gobierno Central). Como consecuencia de esto fue necesario suplementar los recursos transferidos a las provincias con contribuciones de la Tesorería, los que fueron distribuidos arbitrariamente entre las provincias por el gobierno y, por lo general, terminaron fomentando la irresponsabilidad de los gobiernos provinciales. Mientras en 1970 estas contribuciones de la Tesorería representaban el 21% de los ingresos de impuestos disponibles para fines de participación en los ingresos, en 1975 este porcentaje llegó a un 258%. En resumen, este período populista de expansión del empleo público nacional y provincial se caracterizó por el financiamiento mediante emisión monetaria.

4.2. 1976-80: Período de expansión del Estado contratista financiado por el endeudamiento externo

Este período estuvo marcado por una enorme expansión del gasto en capital. Hasta 1975 se había iniciado un gran número de obras y proyectos con bajos retornos y una programación financiera imperfecta. Las obras comenzaron en 1976 y en 1977 el problema se agravó. Se iniciaron proyectos ambiciosos de obras públicas sin acuerdos financieros sólidos:

- Estaciones de Energía Nuclear Río III y Atucha II y Planta de Agua Pesada.

- Estaciones de Energía Hidroeléctrica Salto Grande, Futaleufú, Alicurá y Yaciretá.
- Puente de Ferrocarril Zárate-Brazo Largo.
- Reequipamiento de ELMA y Aerolíneas Argentinas.
- Estadio y otras instalaciones para el Campeonato Mundial de Fútbol.
- Empresas Militares: Domecq García, TAMSE, etc.

La selección, programación y ejecución deficiente de las obras se tradujo en productividad baja y decreciente del capital en el sector público argentino. El financiamiento requerido por el Estado contratista tuvo como consecuencia que la deuda del sector público al sistema financiero (excluyendo al Banco Central) aumentara cinco veces (en valores constantes) junto a un incremento de alrededor del 260% en la deuda externa pública.

4.3. 1981-83: Período de expansión del Estado benefactor financiado por el impuesto de la inflación

La situación a fines de 1981 se puede describir de la siguiente forma:

i) Aceleración de la inflación.

ii) Profundización de la recesión.

iii) Marcado endeudamiento interno del sector privado como consecuencia de las altas tasas de interés predominantes en los años anteriores.

iv) Alto endeudamiento interno del sector público (gobierno y empresas).

v) Alto endeudamiento externo de los sectores público y privado, con una gran concentración de las obligaciones a corto plazo.

vi) Condiciones internacionales desfavorables (en los mercados de bienes y capital).

Dado este marco, hasta mediados de 1982 el Estado actuó como subsidiador o benefactor de la inversión privada con una intensidad sin precedentes en la historia económica de Argentina. Las transferencias de dinero a veces alcanzaron niveles raramente vistos. Para esto se emplearon dos mecanismos:

a) En el frente interno, un *shock* de inflación con bajas tasas de interés que prácticamente "pagaron completamente" la deuda privada interna. Por supuesto, la rápida desmonetarización de la economía que se produjo inmediatamente después, desató las pérdidas masivas del Banco Central, que fueron consecuencia de las altas tasas de

redescuento (déficit cuasifiscal). La política económica de julio de 1982 se tradujo en grandes transferencias de dinero de los acreedores a los deudores. En el mismo lapso (tercer trimestre de 1982) en que se adoptaron medidas para "pagar completamente" el pasivo privado, la ganancia de este último alcanzó alrededor del 7% del PGB; en la segunda mitad de 1982 y en 1983, el subsidio a los deudores fluctuó entre 10,8% y 13,4% del PGB.

b) En el frente externo, los *swaps* y seguros de riesgo cambiario de diciembre de 1981, y la aplicación general de los seguros de riesgo cambiario en julio de 1982, se tradujeron en la absorción de la deuda externa privada por parte del Estado, con subsidios que alcanzaron un costo del 50% de la deuda. La debacle de las Falklands y la renuencia de los bancos a otorgar nuevos préstamos a Argentina produjo un cese virtual de los pagos internacionales, que precedieron durante varios meses al cese de pago anunciado por México en agosto de 1982. Es evidentemente paradójico que, al mismo tiempo, que el gobierno dejó de efectuar los pagos internacionales, el Banco Central estaba ofreciendo proporcionar al sector privado –a través del mecanismo de seguro de riesgo cambiario– los dólares necesarios para que efectuara sus pagos en los bancos internacionales a precios subsidiados. Al vencer los seguros de riesgo cambiario, el Banco Central no tenía las reservas de divisas necesarias para cumplir con ese compromiso, lo que tuvo como consecuencia que, en respuesta a las presiones de los bancos comerciales internacionales, el Estado terminó reemplazando a los deudores privados *vis-à-vis* sus acreedores externos y absorbiendo prácticamente el monto total de la deuda privada externa. Como resultado del endeudamiento externo total, el interés de esta deuda subió desde un 1% del PGB en 1975 a un 7% en 1983; las obligaciones de interés absorbieron el 4% de los ahorros internos del país en 1975 y el 63% en 1983, representando el 16% de las exportaciones en 1975 y el 69% en 1983.

En resumen, el objetivo principal de la política económica de julio de 1982 fue reducir el valor real del pasivo del sector privado (interno y externo). El Estado absorbía el costo de estos subsidios en forma encubierta y no a través del presupuesto nacional.

La política de subsidios no finalizó con el "pago completo" del pasivo externo e interno del sector privado. Incluyó también los subsidios obtenidos mediante exenciones de impuestos otorgados bajo los esquemas de promoción industrial, y las garantías que dio el gobierno al sector privado con respecto a los préstamos externos de este último.

El período 1981-83 se caracterizó no sólo por la expansión del gasto público incluido en el presupuesto nacional y que alcanzó el nivel explosivo de 49,7% del PGB (1983), sino también por el surgimiento y expansión de un conjunto de gastos no registrados en las cuentas y que permanecieron ocultos del escrutinio explícito de la opinión pública. A continuación se detallan estos subsidios encubiertos, de montos indeterminados y no incluidos en el presupuesto nacional:

a) Subsidios encubiertos en el "pago total" de la deuda privada interna, que en sólo un trimestre (tercer trimestre de 1982) alcanzaron el 7% del PGB.

b) Subsidios encubiertos en los seguros de riesgo cambiario y en la toma de la deuda externa privada por parte del Estado; estos subsidios representaron el 50% de esa deuda.

c) Esquemas de promoción industrial, con subsidios que, en vez de aparecer como gastos públicos, fueron encubiertos como reducciones de impuestos mediante exenciones y postergaciones, que en 1987 llegaron a un 1,5% del PGB.

d) Garantías otorgadas por el sector público con respecto a la deuda privada para la ejecución de obras públicas, en algunos casos, y proyectos de inversión a gran escala en otros (papel, petroquímicos, acero), que finalmente fueron pagadas por el gobierno. Durante el período 1976-83 se otorgaron garantías al sector privado que totalizaron US$ 3 mil millones.

e) Subsidios encubiertos en precios diferenciales cobrados por las empresas públicas al sector privado. El aluminio y los petroquímicos constituyen ejemplos particulares.

En 1987 el costo (parcial estimado) de los subsidios –no todos– alcanzó aproximadamente US$ 4 mil millones, es decir, alrededor de un 5% del PGB[3].¿Cuál es el costo de oportunidad fiscal de estos subsidios, además de sus implicancias para la asignación de los factores de producción? Estos subsidios representan:

a) Prácticamente tres veces lo que el Gobierno Central gasta en cultura y educación (nivel primario, secundario y universitario).

b) Alrededor de siete veces lo que el Gobierno Central gasta en salud pública.

[3] Por supuesto no se incluyen los costos incurridos una sola vez en los años anteriores.

c) Aproximadamente siete veces y media lo que el Gobierno Central gasta en seguridad interna (policía, policía de fronteras, guardias costeros, etc.).

d) Más de veinte veces lo que el Gobierno Central gasta en justicia.

e) El 60% de toda la inversión real del sector público.

f) El 37% de los salarios totales del sector público.

Este es el costo fiscal de los subsidios: implican menos educación pública, salud pública, seguridad personal y justicia, y una menor calidad de ellas; mayor carga tributaria, mayor déficit fiscal; menores pagos para los empleados estatales y pensiones y pagos de jubilación bajos; menor inversión pública y, por lo tanto, menos caminos y de peor calidad, y servicios de gas, electricidad, etc., menos satisfactorios.

4.4. Resumen: Las opciones a comienzos de los años 1970, la elección equivocada y sus consecuencias

De lo señalado resulta evidente que, a comienzos de los años 70, las opciones abiertas a la sociedad argentina con respecto al modelo de crecimiento a seguir eran las siguientes: el retorno al ya agotado modelo de los años 1940 y 1950 de una economía cerrada, sostenida por la fuerte expansión del gasto público; o la reforma del modelo de crecimiento con vistas a una economía abierta y la reformulación del rol del Estado, para contener así el gasto público. Desafortunadamente, esta última opción no fue la que se siguió en los años 1970. Los sucesivos gobiernos civiles y militares del período se desplazaron en forma segura hacia una economía cerrada, basada en el desincentivo de las exportaciones que también requerían de una expansión sustancial del gasto público. Este aumentó en 16 puntos del PGB entre 1970 y 1983, es decir, alrededor de un 50% de aumento en términos de PGB en sólo trece años. Al mismo tiempo, el PGB per cápita cayó en un 7,3%[4]. Una vez agotados los mecanismos reales de financiamiento de los años 1950, este gasto público creciente debió ser financiado por el impuesto inflación y los préstamos externos.

[4] En este punto se garantiza una breve digresión con respecto a la Ley de Wagner, bien conocida y frecuentemente criticada. En los años 1960, la proporción de gasto público en el PGB bajó, al mismo tiempo que el PGB per cápita se elevó en un 33%. En el período 1970-83 esta tendencia se invirtió, con un aumento de la relación gasto público/PGB (16 puntos) y una caída de un 7,3% del PGB per cápita. En ninguno de los períodos sucedió lo que se habría esperado en base a la Ley de Wagner.

En síntesis, para la evaluación global de los errores cometidos y el costo de la elección equivocada en el período 1970-83, no hay nada más gráfico que la comparación de la economía argentina en ambos años, que se presenta en el Cuadro 2. Mientras en 1970 ya era necesario reconsiderar el gasto público, en 1983 –después de la expansión desenfrenada de este gasto– no se pudo evitar la reforma total del rol del sector público. En vista de estas serias distorsiones estructurales, a partir de 1984 se iniciaron varios intentos de políticas de *shock*, en un esfuerzo por reducir el déficit fiscal, que en 1983 había alcanzado un 15,1% del PGB. Por consiguiente, es interesante afirmar cuán sostenibles fueron estas políticas y en qué medida las distorsiones estructurales de varias décadas las transformaron en déficit fiscales reprimidos, debido a que no se corrigió el déficit estructural o subyacente.

CUADRO 2

INDICADORES DE LA ECONOMIA ARGENTINA.
1970 Y 1983

		1970	1983
1.	Producto Geográfico Bruto per cápita (1970 pesos)	350,0	348,0
2.	Tasa de inflación anual (%)		
	i)Según precios al consumidor	13,6	343,8
	ii)Según precios generales a mayoristas	14,1	360,9
3.	Comercio exterior (millones de US$ corrientes)		
	i)Exportaciones	1.773,0	7.836,0
	ii)Importaciones	1.694,0	4.505,0
4.	Comercio exterior por capital (1983 US$ per cápita)[1]		
	i)Exportaciones	201,8	264,5
	ii)Importaciones	192,8	152,1
5.	Deuda externa (Millones de US$ corrientes)	3.676,0	41.559,0
6.	Deuda externa/PGB (%)	17,0	59,5
7.	Gasto no financiero del sector público/PGB (%)	33,7	49,8
8.	Déficit no financiero del sector público/PGB (%)	1,9	15,2

Fuentes: Basado en información del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, el Banco Central de la República Argentina y la Secretaría de Finanzas.

[1] Basado en el Indice de Precios a Mayoristas de los EE.UU.

II. Condiciones iniciales de los programas de ajuste fiscal instituidos desde 1984

Hasta fines de 1983, cuando asumió el nuevo gobierno, la característica principal del sector público era que estaba fuera de control, como se puede observar por el simple hecho de la escala de gasto (49,7% del PGB) y la magnitud del déficit (15,1% del PGB). Este déficit se financió mediante emisión monetaria.

Con el fin de comprender más claramente el desarrollo del sector público durante el período 1970-83, será útil observar más de cerca su "tamaño". Si éste se mide en términos de gasto total, se observa un aumento de alrededor del 50%, es decir, una expansión de 16 puntos del PGB. Si, por otro lado, se mide en términos de número de empleados públicos por cada 100 habitantes, la relación declina levemente entre 1970 y 1983 (desde 6,4 en 1970 hasta 5,18 en 1983)[5]. La explicación de esta discrepancia aparente radica en el crecimiento marcado del gasto público no salarial, es decir, aquél relacionado con la compra de bienes y subsidios al sector privado y el pago de los intereses externos. Por lo tanto, una hipótesis preliminar sería que la provisión de bienes y servicios públicos (educación, justicia, salud, seguridad, etc.) permaneció constante y que la explosión del gasto público debería atribuirse al aumento de los precios relativos de los bienes suministrados por el sector privado y a los intereses. A partir de esto podemos concluir que las deficiencias estructurales que se acumularon a lo largo del tiempo fueron tan serias como la magnitud del gasto del déficit, el déficit y la escala de financiamiento por la emisión de dinero:

i) El sector social presenta un déficit fiscal. En el período comprendido entre 1950 y 1980 la población del país aumentó en un 73%, la masa empleada asalariada en un 41%, y el número de beneficiarios nacionales del sistema de seguridad social en un 1.026%. La crisis estructural del sistema de Seguridad Social se puede apreciar en toda su intensidad en el número de jubilados que obtienen pensiones mínimas, ya que éste fue el mecanismo utilizado para enfrentar a las restricciones financieras del sistema. En enero de 1971 sólo el 22,1% de todos los jubilados estaba retirando la pensión mínima. Este porcentaje aumentó rápidamente durante los años 1970 y 1980, de tal forma que en diciembre de 1984 había alcanzado un 79,7%.

[5] Alberto Porto, *Una nota sobre la evolución reciente del sector público argentino*, versión preliminar, mayo, 1989.

ii) Altos niveles de compromiso de inversión pública. Algunos proyectos importantes se habían iniciado sin financiamiento: Yaciretá, Atucha II y gran parte de ellos se concentraba en el sector de la electricidad (hidro y nuclear). Su programación económica y financiera era deficiente; su ejecución y control también; la productividad promedio del capital público era baja e iba en disminución.

iii) Rigideces presupuestarias derivadas de la asignación de ingresos de impuestos para el financiamiento de obras (independientemente de la clasificación por retorno económico) y objetivos específicos (por ejemplo Fondo de Tabaco).

iv) Relaciones financieras conflictivas con los gobiernos provinciales. La enmienda de 1980 de la Ley Federal de Participación en los Ingresos constituyó un golpe financiero significativo para las provincias, cuya participación en los recursos por impuestos nacionales bajó desde 48,5% en 1980 a 29% en 1983, al mismo tiempo que el Gobierno Central transfirió los servicios de educación, salud, etc., a las provincias.

Además, debido al uso de emisión monetaria para financiar el gasto público, en 1983 los montos disponibles para compartir de los ingresos sólo correspondían al 25% del total de recursos del Gobierno Central. Estos factores, junto a la transferencia de los servicios nacionales a las provincias sin el aporte de éstas, se tradujeron en un alza de los aportes de la Tesorería, que en 1983 representaban el 175% de la participación de los ingresos federales (para las provincias como un todo). De este modo, la caída de los fondos de participación del ingreso fue compensada por otros recursos; pero, debido a que la asignación de éstos se efectuó a discreción, se produjo un cambio significativo en la distribución secundaria; en las provincias favorecidas actuaron como un mecanismo de "reconocimiento del gasto" que fomentó la irresponsabilidad fiscal.

v) El esquema de promoción industrial, al ser ampliado, erosionó cada vez más la recaudación real de impuestos. Los esquemas regionales (La Rioja desde 1980 y Catamarca y San Luis desde 1983) aún no habían impactado en forma significativa a las recaudaciones. Además se comenzaba a sentir el impacto fiscal del esquema para Tierra del Fuego.

vi) La deuda pública externa acumulada desde 1976, que incluía la deuda privada transferida al sector público, generó obligaciones de intereses que afectaron el presupuesto público en alrededor del 7,7% del PGB (promedio para 1981-83). Además el asumir esta deuda implicó subsidios al sector privado que afectaron el déficit cuasifiscal del Banco Central.

vii) La política de pagar el pasivo del sector privado al sistema bancario causó un alza desmesurada del déficit cuasifiscal del Banco Central.

viii) El gran aumento del gasto militar entre 1970 y 1975 y en 1980-83, que llevó el sobredimensionamiento de la estructura militar, hizo difícil su mantención.

ix) El sistema tributario presentaba las siguientes limitaciones: pronunciada erosión de las bases para los impuestos principales, aumentando la evasión con el tiempo; falta de equidad en la distribución de la carga tributaria; falta de transparencia, como resultado de las normas que impedían investigar la confiabilidad de la información y, por lo tanto, hacían difícil que las autoridades tributarias detectaran la evasión; y la debilidad de la administración tributaria. Los montos recolectados a través de este sistema también se vieron afectados por el proceso inflacionario, que hizo estragos en los ingresos reales como consecuencia de los desfases significativos entre las transacciones tributarias y el pago efectivo del impuesto.

Con el panorama de estas condiciones iniciales nos refereriremos al impacto fiscal de los programas de estabilización instituidos en 1984 con el cambio de gobierno.

III. El período reciente: 1984-88

La información presentada en los Cuadros 3 y 4 revela magnitud del ajuste de las cuentas fiscales entre 1984 y 1988[6]. Para el sector público nacional (tomado por el Gobierno Central, el sistema de Seguridad Social y las empresas públicas y autoridades binacionales, cuyas cuentas corrientes se basan en sus ingresos netos), el panorama para el período con respecto a los recursos, gasto y déficit, corresponde al que se presenta en el Cuadro 3.

Los recursos no variaron entre los dos años mencionados (1983 y 1988), permaneciendo en alrededor de un 19,6% del PGB; sin embargo, fluctuaron considerablemente en el curso del período; por lo tanto, el alza de aproximadamente cuatro puntos del PGB entre 1983 y 1985 se perdió en el período 1985-1988, no obstante la continua creación de nuevos impuestos. Esto destaca el impacto creciente de los esquemas de exención y evasión.

Por otro lado, los gastos cayeron desde 34,9% del PGB en 1983 hasta 23,8% en 1988.

[6] Ver nota de Cuadro 3.

En el Cuadro 4 se presenta la información desagregada para 1983-88. Todos los tipos de gastos, tanto corrientes como de capital, bajaron bruscamente; los gastos corrientes cayeron desde 28,1% del PGB en 1983 a 19,4% –es decir, en un 30,9%–; y los gastos de capital bajaron desde 6,8% a 4,4%, es decir, tuvieron una caída de un 35,3%.

CUADRO 3

SECTOR PUBLICO NACIONAL
(En % del PGB)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988[1]
Recursos	19,53	18,42	23,24	21,76	20,43	19,70
Gasto	34,92	28,84	28,65	25,86	27,87[1]	23,82
Requerimiento de financiamiento	15,40	10,42	5,42	4,10	7,38	4,22

Nota: Estas cifras no incluyen los gastos provinciales financiados con sus propios recursos (impuestos provinciales) ya que no se disponía de las cifras para 1987-88. De ahí las discrepancias para 1983, al comparar con las Cifras del Cuadro 1, que no incluyen el gasto financiado con fondos provinciales. Medido en esta forma, el déficit fiscal para 1983 es de 15,4% del PGB en vez del 15,1% indicado en el Cuadro 1.

[1] 1983-87: Resultado presupuestario.
1988: Presupuesto final.

Los programas de estabilización llevados a cabo con el respaldo del FMI en 1984-88 se caracterizaron por crisis fiscales intensas claramente evidentes a partir de las cifras recién citadas: el déficit fiscal cayó desde un 15,4% del PGB (1983) a un 4,2% (1988). Todo el ajuste fiscal es atribuible a una reducción del gasto público de 11 puntos del PGB. Sólo en el medio año posterior al Plan Austral (junio 1985) el déficit de caja del sector público no financiero disminuyó en un 5,3% del PGB.

Sin duda la primera interrogante que surge al observar estas cifras es: ¿Cuán verosímil y sostenible en el tiempo ha sido este ajuste fiscal? La magnitud y calidad de la crisis fiscal indican que detrás de este ajuste existía un déficit fiscal reprimido, usando un término comparable a aquél de la inflación reprimida. En este caso, era muy difícil mantener en el tiempo la contracción de los salarios reales, las pensiones reales, las

contribuciones al gasto de capital y de las provincias, especialmente si se consideran las serias distorsiones estructurales del sector público que constituían el punto de partida de estos programas. Los acuerdos con el FMI, con sus objetivos trimestrales, inevitablemente significaron que se otorgara más importancia al monto que a la calidad del ajuste. Esto se confirma con la experiencia del Plan Austral. Por lo tanto, en el acuerdo con el FMI se incluyeron medidas fiscales claramente contraproducentes, desde el punto de vista de un programa que pretendía ser económicamente eficiente en el largo plazo. El programa para combatir la inflación acordado con el FMI incluía impuestos sobre las exportaciones, altos aranceles de importación, nuevos impuestos de emergencia sobre el ingreso y capital ya sujetos a tributación y la reducción de las contribuciones e inversión pública a las provincias y el sistema de seguridad social, sin considerar las medidas estructurales con respecto al gasto y los impuestos. En apariencia los acuerdos se basaban en el supuesto de que las distorsiones estructurales acumuladas se habían evaporado. Es paradójico que el Fondo, tan reacio a aceptar una política de ingresos que podría llevar a una inflación reprimida, debido a los controles de precios y salarios, no haya aplicado el mismo razonamiento cuando se planteó la proposición de "reprimir" el gasto público en los programas de estabilización. Por supuesto, esto no constituye un fundamento para concluir que se puede prescindir de una política adecuada de regulación de la demanda en economías con inflación alta. No es verdad. Lo que se desea enfatizar es que la calidad del ajuste es tan importante como la cantidad y que ambas deben llevarse a cabo en forma simultánea. No tiene sentido anunciar que se deben reducir los aportes de la Tesorería al sistema de pensiones o a las provincias, si no se piensa primero en el impacto de medidas tales como la disminución de la edad de jubilación o la reducción del número de empleados públicos de las provincias. No tiene sentido proponer reducciones del gasto en todos los sectores, si no se considera primero estudiar la dotación numerosa de personal militar o la educación gratuita en las universidades. No tiene sentido proponer un aumento de la tasa del IVA si no se analizan las reducciones y exenciones de IVA otorgadas a través de los esquemas de promoción industrial. No se justifica elevar las tarifas públicas, si no se eliminan primero los subsidios encubiertos en los precios diferenciales que se fijan para favorecer ciertas actividades privadas o regionales. La reducción del déficit fiscal se puede lograr disminuyendo el gasto y/o elevando ciertos impuestos, pero algunos gastos e impuestos tienen impactos más favorables en la asignación de los recursos de producción que otros. Por esto, al establecer programas fiscales de *shock*, los requerimientos de una

política de regulación de la demanda deben estar integrados con las distorsiones estructurales acumulativas, que, como hemos intentado presentar para el caso de Argentina, son muy pronunciadas[7]. Si esto no se lleva a cabo, el programa de *shock* finalmente se transformará en un déficit fiscal reprimido, que después de un tiempo intentará recobrar su nivel subyacente.

CUADRO 4

SECTOR PUBLICO NACIONAL, 1983 Y 1988
(En % del PGB)

	1983	1988
GASTO TOTAL	**34,92**	**23,82**
– **Corriente**	**28,13**	**19,43**
Personal	4,82	4,00
Bienes y servicios	2,94	1,71
Interés	3,32	1,98
Transferencias	14,49	12,84
Otras transferencias	2,56	--1,10
– **Capital**	**6,79**	**4,39**
Inversión real	6,00	4,11
Otros	0,79	0,28
RECURSOS TOTALES	**19,53**	**19,60**
Ingresos tributarios	15,73	17,31
Ingresos no tributarios	3,35	1,51
Capital	0,20	0,25
Otros	0,25	0,0[illegible]
Financ. Eco. de Emergencia	–	0,47

Fuente: Basado en información de la Secretaría de Finanzas.

[7] Uno de los primeros estudios que reconoció que en los programas de corto plazo era importante no sólo la magnitud del ajuste fiscal, sino también la calidad del ajuste obtenido a través de las medidas económicamente eficaces o ineficaces, es el de Vito Tanzi, "Fiscal Policy, Growth and the Design of Stabilization Programs", FMI, Documento de Trabajo, enero 13, 1987. Tanzi concluye: "El diseño de los programas de ajuste debería integrar la estabilización con el crecimiento, o las políticas de regulación de la demanda con las políticas estructurales de oferta" (p. 3).

En resumen, la conclusión principal que se puede obtener de la política fiscal del período 1984-88 es que la política de ajuste estructural del sector público fue muy lenta y gradual, debido a la grave crisis que afectó al sector en 1983, crisis cuyos efectos también socavaron la duración de los ajustes de corto plazo efectuados.

IV. **Déficit fiscal potencial o implícito**

Con el fin de apreciar la extensión de las distorsiones estructurales que constituyeron el punto de partida de los programas de ajuste llevados a cabo en 1984-88, parece útil cuantificar el déficit potencial o implícito como un indicador del déficit fiscal reprimido, partiendo de los siguientes supuestos:

a) Que se mantenga la carga arancelaria y el impuesto corriente, es decir, que no se creen nuevos ingresos tributarios.

b) Que continué la erosión de las recaudaciones de impuestos, debido a los esquemas de promoción industrial aprobados en los últimos años, erosión estimada en un 0,3% del PGB anual.

c) Que se mantenga la actual planilla de empleados públicos y que los salarios reales vuelvan a los altos niveles de 1974.

d) Que el número de pensionistas y jubilados permanezca constante y que el valor real de las pensiones vuelva al nivel de 1974.

e) Que la inversión pública aumente al nivel promedio para 1974-80, con el fin de proporcionar mejores servicios de educación y salud, carreteras, suministro de energía eléctrica, etc.

Bajo estos simples supuestos, el gasto público y, por lo tanto, el déficit fiscal aumentarán en el significativo porcentaje anual de 12,3% del PGB. Esta cifra claramente confirma que los ajustes fiscales de corto plazo (caída en salarios reales, interrupción de obras públicas, etc.) sólo tienden a llevar las tendencias más permanentes o implícitas hacia el desequilibrio fiscal.

V. **Ajustes fiscales en el corto plazo y sus efectos sobre el equilibrio a largo plazo**

Como ya se ha indicado, una política centrada en un programa fiscal de *shock* de corto plazo implica un gasto público reprimido que se manifiesta en desfases en los salarios e inversión. Al combinar la crisis fiscal con una

política de ingresos basada en el congelamiento de precios y salarios, la represión se hace más explícita, ya que el gobierno está obligado a adherirse a la hipótesis de inflación cero en el caso de las tarifas de los servicios públicos, mientras los precios de los servicios privados no se ven afectados.

Un ejemplo de esta realidad es el caso argentino entre 1983 y 1988. Durante ese período, el déficit fiscal se redujo en un 11,2% del PGB, debido a una reducción de 11% del gasto público del PGB. Algo similar ocurrió en México durante los intentos de ajuste fiscal de 1982-87: el déficit operacional del sector público se redujo en un 7,7% del PGB, principalmente como resultado de una caída de alrededor del 2% del PGB en los salarios y de 4,5% del PGB en la inversión pública, mientras los ingresos fiscales aumentaron en un 1,3% del PGB[8].

La experiencia de los planes de estabilización demuestra que en varios países de América Latina los programas fiscales de *shock* iniciales no surtieron el efecto deseado y posteriormente hubo que aplicar nuevos programas. De hecho, mientras más brusco el *shock* fiscal (contracciones de 5% ó 6% del PGB en un trimestre) mayor tiende a ser la represión fiscal que se acumula en la inversión pública y los salarios[9]. De este modo, los programas de *shock*, en vez de constituir un factor de estabilización, terminan socavando la credibilidad del ajuste fiscal.

A partir de estas experiencias se pueden obtener dos conclusiones:

a) Primero, los objetivos de los programas fiscales de *shock* tienden a ser insostenibles en el tiempo, ya que se concentran en una caída políticamente inaceptable de los salarios reales y de la inversión pública, o de lo contrario, en impuestos de emergencia. Esto indica que la corrección del déficit fiscal potencial o subyacente por lo general no forma parte explícita de los programas de ajuste fiscal. Detrás del déficit subyacente existen serias distorsiones estructurales de las cuentas del sector público, que permanecen ocultas por la represión fiscal característica de los programas de ajuste. Por lo tanto, estas distorsiones estructurales deben ser corregidas no sólo para mejorar la asignación de recursos sino también para que el programa fiscal de *shock* de corto plazo se pueda mantener en el tiempo.

---

8 Guillermo Ortiz, *Public Finance, Trade and Economic Growth*. The Mexican Case en V. Tanzi (ed.), *Public Finance, Trade and Development*, FMI.

9 Con respecto a los programas de ajuste fiscal en México (1982-87), Ortiz concluye: "Dos interrogantes básicas son, por supuesto, si la contracción fiscal actual puede ser sostenida (ya que se ha basado principalmente en una reducción de la inversión y de los salarios reales de los empleados del sector público), y si se puede reanudar el crecimiento, dado el actual nivel de inversión pública. La respuesta a ambas preguntas parecería ser negativa. Esto sugiere que en el futuro se debería perfeccionar la calidad del ajuste fiscal para permitir un alza de la inversión pública... Es mucho más probable que esto suceda en el futuro, dado el deterioro de la infraestructura básica que se ha producido durante el período de ajuste", G. Ortiz, *op. cit.*

b) Segundo, la sucesión de los éxitos y fracasos de los programas fiscales de *shock* de corto plazo, seguida por la necesidad de anunciar nuevos programas de este tipo después de cierto tiempo, tiende a erosionar la credibilidad de ellos, a menos que las causas estructurales o subyacentes del déficit fiscal sean combatidas en forma paralela. Esta credibilidad debilitada queda de manifiesto en el hecho de que cada nuevo programa de *shock* tiene menos impacto en la demanda monetaria básica y, por lo tanto, en el comportamiento de la tasa de interés real.

Como resultado de esto, un programa de estabilización debe combinar las medidas ortodoxas de corto plazo con los aspectos más estructurales del déficit potencial o subyacente. Esto permitirá facilitar la represión fiscal subyacente al ajuste fiscal de corto plazo con respecto a inversión pública y salarios. Si ello no se realiza, "pueda haber una sucesión de programas de estabilización sin lograr un ajuste duradero, a menos que se atiendan las causas básicas de los desequilibrios"[10].

[10] V. Tanzi, *op. cit.*, p. 18.

CAPITULO 8

Crisis de la Deuda, Transferencias Netas y Tasa de Crecimiento del PGB en los Países en Desarrollo

EDMAR L. BACHA
PUC/RJ

1. Introducción[1]

El concepto de transferencias netas se popularizó en la literatura económica como consecuencia del debate de Keynes-Ohlin en los años 1920, con respecto al problema de reparaciones de Alemania. Sin embargo, en los modelos de crecimiento desarrollados en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial se dejaron de lado las transferencias netas, y se reemplazaron por el concepto de ahorros externos, o entradas netas de capital. Sólo recientemente, con la crisis de la deuda, reaparecieron las transferencias netas en la literatura de crecimiento económico[2].

---

[1] Preparado bajo contrato con UNCTAD como documento de antecedentes para informe G-24 sobre el futuro del Banco Mundial. Los puntos de vista expresados en este documento corresponden al pensamiento del autor y no reflejan necesariamente aquéllos de la Secretaría de la UNCTAD. Se agradece los comentarios de Dragoslav Avramovic, Sidney Dell, Roger Lawrence, Pedro Malan y John Williamson.

[2] Aparentemente, Avramovic constituye la primera referencia posterior a la Segunda Guerra Mundial en relación a este tema, introduciendo el concepto de "transferencias de recursos" en el contexto de un análisis de las perspectivas de crecimiento y deuda de los países en desarrollo. Mason y Asher (pp. 217-221) en su historia semioficial del Banco Mundial, también usan el concepto de "transferencia neta de fondos", que figura en forma destacada en los últimos Cuadros de la Deuda del Banco Mundial.

Resumen

El objetivo de este documento es demostrar la relevancia del concepto de transferencias netas para analizar las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo altamente endeudados. Se espera un cambio conceptual en el análisis de las fuentes de financiamiento de la inversión, desde la dicotomía tradicional entre los ahorros externos y los ahorros nacionales, a una dicotomía más relevante entre la transferencia neta de recursos reales y los ahorros internos a precios constantes. También se analizan las consecuencias de la restricción de divisas y la restricción fiscal en el análisis del impacto de las transferencias externas en los países en desarrollo.

El resurgimiento del concepto de transferencias netas en el contexto de la crisis de la deuda se puede justificar en dos planos. Primero, las transferencias netas constituyen una determinante crítica de las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo endeudados. Segundo, las transferencias netas también son una determinante crítica de la capacidad de mantenimiento del proceso de acumulación de la deuda de esos países. Estos dos aspectos se abordan sucesivamente en las Secciones 2 y 3.

La Sección 4 analiza el rol de las modificaciones de los términos de intercambio en la medición de las transferencias netas, y hace una distinción entre las transferencias netas de recursos reales y las transferencias financieras netas. Se revisa la información para los nuevos países en desarrollo en los años 1980, con el fin de indicar la relevancia de un cambio conceptual desde la distinción tradicional entre ahorro nacional y ahorro externo, a una distinción más relevante entre transferencias netas de recursos reales y ahorros internos a precios constantes, como fuentes de financiamiento interno de la inversión.

La Sección 5 argumenta que –incluso con las enmiendas de las secciones anteriores– el enfoque tradicional ahorro/inversión es insuficiente para indicar la extensión del impacto negativo de las crisis externas de los años 1980 sobre las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo. El argumento es que muchos de estos países actualmente enfrentan una condición de estanflación, debido a su incapacidad de generar divisas y/o producir ingresos estatales suficientes como para compensar las pérdidas significativas de las transferencias externas experimentadas en los 80. De ahí que el equilibrio tradicional ahorro/inversión debería ser complementado por un análisis de la restricción fiscal y de divisas, para una mejor comprensión del impacto de las transferencias externas sobre las perspectivas de crecimiento y estabilización de los países en desarrollo.

En la Sección 6 se resumen las conclusiones.

2. Transferencias netas y crecimiento del PGB

Para apreciar la relevancia de las transferencias netas en el crecimiento económico de los países en desarrollo endeudados, comenzaremos desde la identidad básica de ventas nacionales, afirmando la igualdad entre ingreso y gasto en una economía abierta:

$$Y = C + I + X - M \tag{1}$$

donde Y es el ingreso interno (PGB), C es el consumo (privado y estatal), I es la inversión, X son las exportaciones de bienes y servicios no atribuibles a factores, y M son las importaciones de bienes y servicios no atribuibles a factores. Esto se puede resumir como:

$$Y = A + X - M \tag{2}$$

donde A = C + I es el gasto total de los habitantes del país, es decir, la suma del consumo (privado y estatal) y la inversión.

Luego, las transferencias netas (recursos reales) se definen como:

$$N = M - X \tag{3}$$

Es decir, las transferencias netas corresponden al excedente de las importaciones sobre las exportaciones de bienes y servicios no atribuibles a factores, al que también nos referiremos como déficit comercial. Si se reemplaza esta definición en la ecuación anterior, se tiene:

$$N = A - Y \tag{4}$$

Luego, las transferencias netas –positivas o negativas– son el excedente de la absorción interna con respecto al ingreso interno. Si son positivas, miden la cantidad en que el déficit comercial permite que el gasto de los residentes del país exceda la producción interna. Si son negativas, indica a qué parte del gasto, de un ingreso interno dado, exige el excedente comercial que renuncien los habitantes del país.

La contraparte financiera de las transferencias netas de recursos reales se puede obtener del equilibrio de la balanza de pagos. Consideremos que

J corresponde a los servicios netos al exterior, atribuibles a factores, y F a las entradas netas de capital[3]. Luego, las cuentas de la balanza de pagos requieren que:

$$N = M - X = F - J \tag{5}$$

Es decir, la contraparte financiera de la transferencia neta de recursos reales es la diferencia entre las entradas netas de capital y los servicios netos al exterior, atribuibles a factores. En la Sección 4, argumentaremos que si los términos de intercambio se están modificando, se debe efectuar una distinción entre los conceptos de las transferencias netas de recursos reales y las transferencias financieras netas. A continuación, sin embargo, nos referiremos a las transferencias netas indiferentemente como transferencia neta de recursos reales, M – X o transferencia financiera neta (F – J).

La mayoría de los países en desarrollo, particularmente después de la crisis de la deuda, se han transformado en economías restringidas por el crédito, en el sentido de que el valor de F está determinado por decisiones que están fuera del control de los gobiernos locales[4]. Además, desde los años 1970 los pagos netos al extranjero, atribuibles a factores, de un gran número de países en desarrollo, han estado dominados por los pagos de interés de sus deudas internas. Estos dependen de la deuda externa acumulada y de las tasas de interés mundiales, que están dadas para los países en desarrollo. Luego, salvo por la opción de no pago de su pasivo externo, los pagos no factoriales netos al exterior también están fuera de control de los gobiernos locales.

[3] F se define como la suma de las entradas netas de capital de todos los habitantes, incluyendo el Banco Central. Por lo tanto, la acumulación de reservas internacionales por el Banco Central se calcula sobre una base neta de F. En otras palabras, F sólo es el negativo del déficit de la cuenta corriente.

[4] El valor de F es afectado negativamente por la fuga de capitales, variable de decisión en manos del sector privado local. A continuación se asumirá que el flujo de capitales es una función negativa de la transferencia financiera neta a los extranjeros y, por lo tanto, está fuera del control del gobierno local. Esto es particularmente realista en los casos en que la transferencia financiera neta al extranjero está siendo aplicada por el gobierno local a los acreedores extranjeros, y está siendo financiada por un aumento insostenible de la deuda interna, en forma monetaria o de otro modo. Esta situación induce al sector privado a anticipar un aumento futuro en la tributación interna del capital mantenido localmente, que parece ser la razón fundamental del flujo de capital en los países en desarrollo altamente endeudados. Por lo tanto, a menos que se produzca una reducción sustancial de las transferencias financieras netas a los extranjeros, es difícil que en estos países el flujo de capitales se revierta. F también se ve afectado por las decisiones del Banco Central local con respecto a la acumulación de reservas internacionales. A mediano plazo las variaciones de las reservas internacionales tenderán a disminuir, y por eso se ignoran en el análisis siguiente.

La conclusión es que la diferencia entre F y J, es decir, la transferencia neta, está fuera del alcance de los gobiernos locales. Esto significa que, desde la crisis de la deuda, el exceso de gasto interno sobre el ingreso interno es una variable que está muy por sobre el control del proceso de formulación de políticas de los países en desarrollo.

Por lo tanto, en general, se puede afirmar que para los años 1980 las variaciones de las transferencias externas, determinadas en el exterior, han condicionado la capacidad de gasto interno de los países en desarrollo.

En este contexto, para obtener la relación entre crecimiento de ingreso interno y transferencias netas, se usa la identidad de las cuentas nacionales entre ingreso y gasto, más la definición de las transferencias netas de recursos, y se obtiene la siguiente expresión para el nivel de inversión:

$$I = (Y - C) + N \tag{6}$$

Esto indica que la inversión es igual a la suma de las transferencias netas con la diferencia entre ingreso y consumo nacional, o ahorro interno[5]. Para un nivel dado de ahorro interno, la inversión depende de las transferencias netas.

En un modelo simple de Harrod-Domar, la tasa de crecimiento del PGB, g, se obtiene de inmediato de la ecuación anterior, simplemente usando la relación:

$$g = a(I/Y) \tag{7}$$

donde a es la relación incremental de producción-capital[6].

Reemplazando I en la ecuación anterior, se obtiene:

$$g = a[S/Y + N/Y] \tag{8}$$

donde $S = Y - C$ corresponde al ahorro interno.

El ahorro interno está, en principio, bajo el control de los países en desarrollo, a pesar de estar restringido, obviamente, por su bajo nivel de

[5] Esto difiere del ahorro nacional, igual a la diferencia entre el ingreso y consumo nacional, en que el ingreso nacional se define como la diferencia entre ingreso interno y pagos netos al exterior, no atribuibles a factores.

[6] Para simplificar, se toma la relación incremental producción-capital como constante, pero el argumento del texto se podría mantener claramente bajo funciones de producción más elaboradas.

ingreso y sus sistemas de tributación subdesarrollados. Luego, las ecuaciones (6) y (8) anteriores dividen el financiamiento de la inversión –y, por lo tanto, las fuentes de la tasa de crecimiento del producto– entre una variable que está potencialmente bajo control local –es decir, el ahorro interno– y otra que está principalmente bajo el control de los habitantes del extranjero, o sea, las transferencias netas. Si el ahorro interno no varía, las fluctuaciones de las transferencias externas se reflejarán en la tasa de inversión y, por consiguiente, en la tasa de crecimiento del producto de los países en desarrollo.

3. Transferencias netas y acumulación de deuda

En la sección previa, la importancia de las transferencias netas se justificó en términos de las restricciones externas sobre el gasto interno, para un nivel de ingreso interno dado, y de las restricciones externas al crecimiento del producto, para una tasa de ahorro interna dada. En resumen; debido a que los pagos no factoriales netos al exterior están fuera del control de las políticas locales, se deberían restar de las entradas netas de capital. Así se obtendría una medida apropiada de las limitaciones que las transacciones financieras con el resto del mundo están imponiendo, tanto sobre la capacidad de gasto como sobre la tasa de inversión de los países en desarrollo endeudados.

La relevancia del concepto de las transferencias externas también resalta al considerar la capacidad de mantenimiento del proceso de acumulación de la deuda.

La observación inicial consiste en que la acumulación de la deuda evidentemente será sostenible si la tasa de crecimiento de la deuda es negativa, lo que significa que, a lo largo del tiempo, el país deudor tiende a convertirse en un acreedor neto del resto del mundo.

Pero los gobiernos de los países en desarrollo están lejos de convertirse en acreedores netos del resto del mundo, y se puede argumentar que no sería deseable que lo hicieran. Una prueba más débil de la capacidad de mantenimiento de la deuda parecería, por lo tanto, apropiada para el caso bajo consideración, como lo sugirieron recientemente Simonsen y Spaventa, entre otros. Esta prueba requiere que la tasa de crecimiento de la deuda no sea superior a la tasa de crecimiento del producto interno o de las exportaciones (cualquiera que sea la mejor medida de la capacidad de los países en desarrollo para servir la deuda externa, en adelante usaremos la producción interna como esta medida)[7]. Si esto ocurre, la relación deuda externa-producto interno permanecerá constante o disminuirá en el tiempo.

[7] Para un análisis del concepto apropiado de capacidad de servicio de la deuda, ver Cohen.

Entonces definiríamos un proceso de acumulación de la deuda como sostenible cuando la deuda aumenta a una tasa no mayor que la capacidad que tiene el país en desarrollo para pagarla.

El valor de las transferencias netas (como proporción del producto interno) es una variable crítica para determinar si un proceso de acumulación de deuda es sostenible o no. Para llegar a esta conclusión, primero se debe observar que la acumulación de la deuda (o, la acumulación del pasivo externo neto) es igual a las entradas netas de capital, como se define en la sección anterior. Estas se usan para financiar los pagos de intereses de la deuda acumulada (o, más precisamente, los pagos factoriales netos al exterior), o la transferencia neta de recursos reales. Con una tasa de interés dada, la tasa de crecimiento de la deuda dependerá del valor de las transferencias netas.

En forma más precisa, para el cambio de la relación deuda-ingreso a lo largo del tiempo se obtiene la siguiente ecuación:

$$(D/Y)' = (D/Y)\,(j - y) + N/Y \qquad (9)$$

donde (D/Y)' es la tasa de cambio de la relación de deuda D/Y, j es la tasa de interés, y g es la tasa de crecimiento del producto interno, y N/Y es la relación de las transferencias netas y el producto interno[8]. Si la relación de endeudamiento permanece constante o disminuye en el tiempo, luego (D/Y)' debe ser cero o negativo. Dada la relación de endeudamiento inicial, las tasas de interés y de crecimiento de la producción, la capacidad de mantenimiento de un proceso de acumulación de deuda dependerá totalmente del comportamiento de la relación transferencias netas/ producto interno.

---

[8] Para obtener la ecuación (9) primero se usa la ecuación (5) para expresar "ahorro externo" –o las entradas de capital– como la suma de las transferencias netas y los pagos netos al exterior, atribuibles a factores (esta suma simplemente corresponde al equilibrio de los pagos de la cuenta corriente):

$$F = J + N$$

D corresponde a las existencias de pasivo neto externo, y j a la tasa de interés sobre este pasivo. Luego, J = jD, mientras que F es igual al tipo de cambio de D.
La relación de la deuda externa y el ingreso interno se indica como D/Y. Para la capacidad de mantenimiento de un proceso de acumulación de deuda, debemos aseguramos que D está aumentando a una tasa no superior a Y. En otras palabras, queremos aseguramos de que D/Y es constante o tiende a serlo en el tiempo.
Si usamos primos (') para indicar los tipos de cambio, obtenemos:

$$(D/Y)' = (1/Y)D' - (D/Y)\hat{I}$$

donde $\hat{I} = Y'Y$ es la tasa crecimiento del ingreso interno.
La capacidad de mantenimiento de la acumulación de la deuda requiere que (D/Y)' sea cero o negativo. Cuando (D/Y)' es cero, la relación de la deuda (D/Y) permanece constante. Cuando (D/Y)' es negativo, la relación de la deuda D/Y tiende hacia cero.
Si observamos que F = D', podemos usar la definición anterior de F (con J indicada como jD), para obtener la ecuación (9) del texto.

La ecuación anterior tiene una importancia grave: mientras la tasa de interés sea mayor que la tasa de crecimiento de la producción, las transferencias netas deben ser negativas, para asegurar la capacidad de mantenimiento de un proceso de acumulación de deuda.

Sin embargo, si las transferencias netas son negativas, el argumento de la sección anterior sugiere que la tasa de crecimiento del producto tenderá a ser baja, de ahí que se forme un círculo vicioso. A medida que suben las tasas de interés –como sucedió a comienzos de la década y también a fines de los años 1980– los acreedores tenderán a restringir la extensión de nuevos préstamos, con el fin de evitar que se produzca un proceso de acumulación de deuda insostenible. Ante la falta de "dinero fresco", los países en desarrollo deberán generar excedentes comerciales –transformándose, por lo tanto, en víctimas debido a las transferencias netas negativas– con el fin de mantenerse al día en los pagos de interés de la deuda anterior. El costo de esto se traduce en que las tasas de inversión deben disminuir, bajando; por lo tanto, las tasas de crecimiento de la producción, y así inducir, además, a los acreedores a que reduzcan los nuevos préstamos para evitar que la relación de endeudamiento aumente en forma ilimitada.

Finalmente, este proceso convergerá a la situación dudosa en que se encuentra gran parte del mundo hoy día[9]: con tasas de crecimiento del producto sumamente bajas, y víctima de las transferencias netas negativas masivas al exterior.[10].

4. Transferencias netas y términos de intercambio

El análisis de las secciones anteriores sugiere que el concepto de transferencias netas se puede usar rentablemene para analizar tanto las determinantes de la tasa de crecimiento del producto, como la capacidad de mantenimiento del proceso de acumulación de la deuda externa de los países en desarrollo. En este sentido, es perfectamente capaz de reemplazar el concepto de ahorro externo, que tradicionalmente se ha usado para estos fines.

Pero más importante aún, el concepto de transferencias netas tiene una ventaja significativa sobre el ahorro externo, que consiste en permitir

[9] La convergencia de este proceso dinámico a tasas de crecimiento no negativas requiere que la relación inicial deuda/producción sea menor que la relación incremental capital/producción.

[10] Desde este punto de vista, las transferencias netas son una variable de "equilibrio", cuyo valor en relación al PGB debe ser igual a –(D/Y) (j – i) con el fin de mantener la relación deuda/PGB constante. Esto significa que –para una tasa dada de crecimiento del PGB–, el perdón del servicio de la deuda, ya sea en la forma de un D menor o un j mayor, es la única forma posible de reducir la cantidad de transferencias netas negativas de los países en desarrollo, altamente endeudados.

una separación más clara entre las determinantes de la acumulación de capital que están bajo el control del gobierno local, y aquellas que están principalmente bajo el control externo.

Para ilustrar esta situación, se puede considerar el caso de un *shock* adverso de la tasa de interés externa que no es refinanciada en el extranjero y, como consecuencia de ello, se traduce en una caída de las tasas de inversión internas. En la separación tradicional entre ahorro externo y nacional, esto se podría registrar como una disminución del ahorro nacional, sugiriendo, por lo tanto, que las variables teóricamente bajo control interno fueron responsables de la caída observada en las tasas de inversión. Sin embargo, la separación entre transferencias netas y ahorro interno indicaría correctamente que la fuente de la caída de las tasas de inversión sería más bien externa que interna.

Luego, la dicotomía ahorro interno/transferencias externas proporciona una división más apropiada entre fuentes internas y externas de financiamiento de la inversión que la dicotomía tradicional ahorro nacional/ahorro externo.

Esto lleva a otro punto importante, que consiste en que las variaciones de los términos de intercambio constituyen un ingrediente esencial para analizar la medida en que las variables bajo control externo afectan las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo. Esto se debe a que el deterioro de los términos de intercambio reduce la transferencia neta de recursos reales incluida en una transferencia financiera neta dada.

Para llegar a esta conclusión, primero se debe obsevar que si las cuentas nacionales se llevan a precios constantes, se puede afirmar que:

$$I^* = (Y^* - C^*) + (M^* - X^*) \tag{10}$$

donde el símbolo (*) indica que las variables se calculan a precios constantes del año base.

La relación entre el déficit comercial a precios corrientes y el medido a precios constantes está dada por:

$$M - X = (M^* - X^*) + (dPm \cdot Qm - dPx \cdot Qx) \tag{11}$$

donde dPm (dPx) es la variación de los precios de importaciones (exportaciones) desde el año base al año corriente, y Qm (Qx) es la cantidad de importaciones (exportaciones) en el año corriente. El segundo término entre paréntesis en el RHS se denominará como el efecto de los términos de intercambio.

Finalmente, si observamos que la transferencia financiera externa, F – J es igual al déficit comercial a precios corrientes, M – X se puede afirmar que:

$$I^* = (Y^* - C^*) + [(F - J) - (dPm \cdot Qm - dPx \cdot Qx)] \tag{12}$$

Esto divide las fuentes de financiamiento de la inversión en una variable que está potencialmente bajo control interno, a saber, el ahorro interno a precios constantes, $Y^* - C^*$, y dos variables que dependen del control externo, es decir, transferencias financieras externas, $F - J$ y el efecto de los términos de intercambio, $dPm \cdot Qm - dPx \cdot Qx$.

Esta expresión se debería comparar con la utilizada tradicionalmente por el Banco Mundial, es decir[11]:

$$I = (Y - J - C) + F \qquad (13)$$

En esta formulación, el financiamiento de la inversión se divide en ahorro nacional, $Y - J - C$ y ahorro externo, F, en que todas las variables se miden en precios corrientes[12].

Al comparar las dos fórmulas se obtiene lo siguiente:

i) Como se mencionó previamente, J se restaría de F para obtener una medida más apropiada de la contribución externa a la inversión. Esto tiene la implicancia obvia de que el ahorro externo sobreestima la contribución externa efectiva al crecimiento, que es medida en forma más apropiada por el valor de las transferencias externas. Además, debido a que los países en desarrollo se enfrentaron a tasas de interés mundiales y a cargas de la deuda externa sustancialmente mayores en los años 1980 que en la década del 70, la variación del ahorro externo en los 80 subestima la disminución de la contribución externa al crecimiento en este período.

ii) Todas las variables se debieran calcular a precios constantes, con las siguientes consecuencias:

- Debido a que los términos de intercambio de los países en desarrollo se deterioraron sustancialmente durante la década de los 80, la contribución efectiva de las finanzas externas a su crecimiento –medida correctamente por la transferencia neta de recursos reales (equivalente a la transferencia financiera menos el efecto de los términos de intercambio)– es menor que aquella medida por la transferencia financiera por sí sola.

- El deterioro en los términos de intercambio también puede llevar a una subestimación del ahorro interno, al ser medido en precios

[11] Cf., por ejemplo, Cuadro A.11, del Informe de Desarrollo Mundial, 1988.

[12] La diferencia entre precios "corrientes" y de "año base" sólo se refiere a los precios relativos, ya que todos los precios se deberían entender como divididos por el deflactor de precios implícito del PGB, con el fin de evitar el efecto de distorsiones de la inflación interna sobre las comparaciones entre los diferentes períodos de tiempo. En la práctica, esto normalmente se hace presentando todas las variables como relaciones del PGB/PNB nominal.

corrientes en vez de precios constantes. Esto debería ocurrir en los casos en que las importaciones con un componente importante del consumo interno, y en que el deflactor implícito del PGB sigue de cerca al precio de las exportaciones. Sin embargo, este efecto podría revertirse, dependiendo del comportamiento del precio de los bienes no transables y de su importancia relativa sobre el PGB y el gasto del consumo.

* Si el efecto negativo del deterioro de los términos de intercambio sobre las transferencias externas no es compensado por un aumento en el ahorro interno a precios constantes, la inversión a precios constantes tenderá a ser menor que la indicada por la inversión a precios corrientes.

Estas expectativas surgen del análisis de la experiencia de crecimiento de nueve países en desarrollo en los años 1980 –tres de Africa, tres de Asia y tres de América Latina–, según el resumen de Cuadros 1, 2 y 3.

Las cifras del Cuadro 1 indican que el impacto negativo de la reversión de las transferencias netas positivas de recursos reales a transferencias negativas sobre estos países en desarrollo no sólo fue muy importante sino que, con una pocas excepciones, fue mayor que el medido por la variación de la transferencia financiera, y siempre mayor que el que se medía por la variación del ahorro externo[13]. Las cifras del Cuadro 2 indican que el ahorro interno en estos países no sólo fue más alto sino que, con pocas excepciones, fue mucho más positivo que el indicado por el ahorro nacional[14].

Finalmente, las cifras del Cuadro 3 confirman que, en general, la disminución de la inversión interna bruta en los años 1980, a precios constantes, fue, de hecho, más pronunciada que la que indican las cifras de inversión a precios corrientes.

Como consecuencia de estos hallazgos, y con el fin de proporcionar una visión más precisa del proceso de financiamiento de la inversión en los países en desarrollo, se puede recomendar que el Banco Mundial y otras agencias internacionales calculen y publiquen información sobre la inversión y ahorro para estos países, tanto a precios corrientes como constantes, y prestando la debida atención en el aspecto financiero a los conceptos de transferencias netas de recursos reales y ahorro interno a precios constantes.

[13] Las excepciones inexplicables son Argentina y Costa de Marfil, en 1985, y Nigeria y Filipinas en 1987. En los casos de Corea e India, el menor valor de la transferencia neta de recursos reales, al ser comparado con el de la transferencia financiera, es consistente con el mejoramiento de los términos de intercambio experimentando por estos países en el período.

[14] Las cifras del Cuadro 2 también indican que, para la mitad de los casos en consideración, no se ha verificado la suposición de que el deterioro de los términos de intercambio reduciría el valor del ahorro a precios corrientes, al compararlos con el ahorro a precios constantes.

CUADRO 1

NUEVE PAISES EN DESARROLLO: AHORRO EXTERNO, TRANSFERENCIAS EXTERNAS Y TERMINOS DE INTERCAMBIO, 1980, 1985, 1987
(Como proporción del PGB)

País/concepto	1980	1985	1987
Argentina			
Ahorro externo, precios corrientes (FS)	3,4	1,1	6,2
Transferencias externas (FT)	2,2	–6,6	-0,2
Transferencias reales de recursos (1980-precios) (RT)	2,2	–5,6	–2,7
Términos de intercambio (TofT, 1980=100)	100,0	89,8	81,2
Brasil			
FS	5,4	0,2	0,5
FT	2,2	–5,0	–3,0
RT	2,2	–6,7	–3,9
TofT	100,0	89,1	97,1
India			
FS	3,2	3,5	2,4
FT	3,6	5,1	2,0
RT	3,6	4,1	3,2
TofT	100,0	114,2	114,3
Costa de Marfil			
FS	11,4	3,5	1,5
FT	6,1	–13,2	–5,6
RT	6,1	–10,4	–8,1
TofT	100,0	95,9	91,5
Kenia			
FS	14,6	4,9	8,8
FT	11,4	1,1	5,1
RT	11,4	–5,7	–2,4
TofT	100,0	91,9	87,1
Corea			
FS	11,1	3,0	6,2
FT	7,8	–0,5	–8,5
RT	7,8	–0,3	–4,3
TofT	100,0	106,1	105,2
México			
FS	5,1	–0,9	0,1
FT	2,3	–4,9	–2,0
RT	2,3	–7,6	–10,9
TofT	100,0	97,7	70,0
Nigeria			
FS	–5,4	–1,3	1,6
FT	–9,1	–3,3	–4,1
RT	–9,1	–1,9	–5,4
TofT	100,0	89,8	49,1
Filipinas			
FS	5,8	–0,5	–0,1
FT	5,7	–2,9	–0,9
RT	5,7	–3,5	2,6
TofT	100,0	91,7	97,8

Fuente: Calculado en base a tabulaciones especiales entregadas por el Banco Mundial.

CUADRO 2

NUEVE PAISES EN DESARROLLO: AHORRO BRUTO INTERNO Y NACIONAL, 1980, 1985, 1987
(Como proporción del PGB)

País/concepto	1980	1985	1987 (est.)
Argentina			
Ahorro nacional, precios corrientes (NS)	18,8	7,1	3,8
Ahorro interno, precios corrientes (DSU)	20,0	15,1	9,0
Ahorro interno, const. 1980 (DSO)	20,0	15,4	15,2
Brasil			
NS	17,5	16,5	19,2
DSU	22,9	21,7	22,7
DSO	22,9	22,8	19,8
India			
NS	21,0	22,5	21,8
DSU	20,6	22,9	22,3
DSO	20,6	19,9	19,2
Costa de Marfil			
NS	16,8	16,0	11,5
DSU	22,2	25,8	18,6
DSO	22,2	21,7	17,9
Kenia			
NS	15,4	15,3	15,8
DSU	18,7	19,0	19,6
DSO	18,7	23,1	23,9
Corea			
NS	20,0	27,0	35,3
DSU	23,3	30,5	37,6
DSO	23,3	32,2	37,6
México			
NS	22,0	22,8	15,3
DSU	24,9	26,7	17,5
DSO	24,9	26,2	26,8
Nigeria			
NS	25,9	9,2	14,2
DSU	29,5	11,2	19,9
DSO	29,5	12,1	15,6
Filipinas			
NS	24,9	14,4	14,6
DSU	25,0	16,9	15,4
DSO	25,0	16,8	10,9

Fuente: Calculado en base a tabulaciones especiales entregadas por el Banco Mundial.

CUADRO 3

NUEVE PAISES EN DESARROLLO: INVERSION INTERNA BRUTA (GDI) (Como proporción del PGB)

País/concepto	1980	1985	1987 (est.)
Argentina			
GDI - precios corrientes (ICU)	22,2	8,5	9,9
GDI - precios constantes 1980 (ICO)	22,2	9,8	12,5
Brasil			
ICU	22,8	16,7	19,7
ICO	22,8	16,2	15,9
India			
ICU	24,2	26,0	24,2
ICO	24,2	24,0	22,3
Costa de Marfil			
ICU	28,2	12,6	13,0
ICO	28,2	11,2	9,8
Kenia			
ICU	30,0	20,1	24,6
ICO	30,0	17,4	21,5
Corea			
ICU	31,1	30,0	29,1
ICO	31,1	32,8	33,3
México			
ICU	27,2	21,9	15,4
ICO	27,2	18,6	15,9
Nigeria			
ICU	20,4	7,9	15,8
ICO	20,4	10,2	10,2
Filipinas			
ICU	30,7	13,9	14,5
ICO	30,7	13,3	13,6

Fuente: Calculado en base a tabulaciones especiales entregadas por el Banco Mundial.

5. Transferencias netas y déficit fiscales y de divisas

El análisis de las secciones anteriores se diseñó para motivar un cambio en el énfasis desde la dicotomía tradicional *ahorro externo/ahorro nacional* a una nueva dicotomía, *transferencia de recursos reales/ahorro interno a precios constantes,* al analizar el proceso de financiamiento de la inversión en los países en desarrollo, especialmente bajo las condiciones de los años 1980.

El análisis aceptó implícitamente una visión del proceso de crecimiento de los países en desarrollo, como restringido por la disponibilidad total de ahorro de origen externo e interno. Sin embargo, la experiencia reciente de los países en desarrollo altamente endeudados, sugiere que –incluso con las modificaciones anteriores– este enfoque subestima tanto la extensión del impacto negativo de las crisis externas, como los costos en estos países, al intentar reemplazar la pérdida de las transferencias externas por fuentes internas de financiamiento. Existen dos líneas de razonamiento que conducen a estas conclusiones. Una se relaciona con la restricción de divisas que muchos de estos países enfrentan en la actualidad, como consecuencia de los *shocks* externos. La otra se relaciona con la restricción fiscal que afecta a las cuentas estatales de muchos otros países, desde el inicio de la crisis de la deuda internacional[15].

A continuación se analizará en primer lugar la forma en que los problemas de divisas acentuaron el impacto adverso de las transferencias externas negativas sobre la tasa de crecimiento del PGB de los países en desarrollo; y luego consideraremos el mismo conjunto de temas desde la perspectiva de la restricción presupuestaria de los gobiernos de estos países.

5.1. Transferencias netas y déficit de divisas

Para obtener una expresión simple de la restricción de divisas, comenzaremos con la igualdad de la balanza de pagos entre el déficit comercial y la transferencia financiera:

$$M - X = F - J \tag{14}$$

Divida las importaciones en dos tipos: importaciones de bienes de capital complementarios, Mk, y otras importaciones, Mo. Defina las exportaciones netas, F, como la diferencia entre las exportaciones y otras importaciones:

[15] En un documento adjunto se presenta un análisis más completo de los ahorros, divisas, y restricciones fiscales, y de sus interacciones en la determinación del crecimiento e inflación en los países en desarrollo adeudados; ver Bacha (1989).

$$E = X - Mo \tag{15}$$

y que Mk esté dado por:

$$Mk = mI \tag{16}$$

donde $0 < m < 1$ es el contenido de la inversión que corresponde a las importaciones, que, para simplificar, se asumirá como constante.

Reemplazando (15) y (16) en (14) y volviendo a nivelar los términos, se obtiene:

$$I = (i/m)\,[E + (F - J)]$$

Si se introduce el supuesto crítico de que el nivel de las exportaciones netas, E, no puede sobrepasar un valor crítico, E^*, dado por la demanda mundial, el nivel de inversión restringido de divisas –que se expresa como IE– está dado por[16]:

$$IE = (i/m)\,[E^* + (F - J)] \tag{17}$$

Ahora se procederá a comparar esta expresión con la del equilibrio ahorro/inversión, como en (6), salvo que, para este fin, asumiremos que el ingreso está en su nivel de pleno empleo o potencial, Y^*. En este caso, el valor limitante de la inversión, dado por la restricción en el ahorro –que se expresa como IS–, está dado por:

$$IS = (Y^* - C) + (F - J) \tag{18}$$

La comparación de (17) con (18) arroja dos resultados importantes. Primero, como 1/m es superior a una unidad, las variaciones de las transferencias externas tienen un mayor impacto sobre la inversión –y, por lo tanto, sobre la tasa de crecimiento del PGB– en las economías con restricción de divisas que en las economías con restricción de ahorro[17]. Segundo, como E^* normalmente es menor que $Y^* - C$, a las economías con restricción de divisas les resulta más difícil reemplazar las transferencias externas, que a las economías con restricción de ahorro.

[16] Al igual que otras importaciones, Mo se expresa en cifras netas de exportaciones para obtener las exportaciones netas; un supuesto simplificador, que se podría modificar fácilmente sin afectar los resultados, es que estas otras importaciones no varían los niveles de ingreso interno.

[17] Este es un resultado tradicional del modelo de las dos brechas de Chenery-Bruno. Ver Chenery y Bruno, Chenery y Strout, McKinnon y Bacha (1984).

Esto en el sentido de que se requiere una mayor variación proporcional de la variable potencialmente bajo control interno –exportaciones internas, en este caso– para compensar una variación negativa dada en las transferencias externas.

5.2. **Transferencias netas y déficit fiscal**

Se pueden obtener resultados similares al considerar la restricción fiscal sobre el proceso de crecimiento de los países en desarrollo. Una simple formalización es la siguiente: divida la formación de capital entre inversión estatal (incluyendo empresas públicas), Ig, e inversión privada, Ip.

$$I = Ig + Ip \tag{19}$$

La inversión estatal en los países en desarrollo tiene tres fuentes típicas de financiamiento: transferencias externas, excedentes presupuestarios primarios, y emisión de dinero. En algunos casos, los pagarés (IOUs) y los pagarés del Tesoro a corto plazo también constituyen fuentes importantes de financiamiento, pero para nuestros fines este cuasidinero se puede incluir en un amplio concepto de base monetaria, lo importante es que el mercado interno para bonos estatales a largo plazo no existe, o sólo se utiliza a tasas de interés reales muy altas.

Exprese la variación en la existencia de la base monetaria como dH, y los impuestos como T, y asuma que todas las entradas netas de capital externo, F, están destinadas a financiar el presupuesto estatal, y también que todos los pagos no factoriales netos, efectuados al exterior, J, se pagan del presupuesto. Luego, la restricción general del presupuesto estatal arroja la siguiente ecuación para inversión estatal:

$$Ig = dH + (T - G) + (F - J) \tag{20}$$

donde F – J es la transferencia externa; T – G, el excedente primario del presupuesto en la cuenta corriente, y dH, la variación de la base monetaria.

Luego, se supone que la inversión privada depende de la inversión estatal, de modo que, como máximo, su valor es:

$$Ip^* = k^* \cdot Ig \tag{21}$$

Esto expresa la idea de que el desarrollo posterior se caracteriza por un rol central para la inversión estatal, en infraestructura e industrias básicas, que establece un límite máximo para que se produzca una inversión privada rentable. Esta es la hipótesis de atracción, arraigada en

el análisis efectuado por Gerschenkron sobre la historia europea, y con los impulsos significativos del apoyo empírico de la industrialización exitosa posterior a la Segunda Guerra Mundial, en países tan diversos como Brasil, Israel, India, Corea, México y Turquía[18].

Luego, reemplazando en (19) los valores para Ip e Ig dados en (20) y (21) se obtiene la siguiente expresión para el nivel de inversión con restricción fiscal, que se expresa como IT:

$$IT = (i+k^*)\,[dH + (T - G) + (F - J)] \qquad (22)$$

La comparación de esto con el nivel de inversión con restricción de ahorro de la ecuación (18) arroja los siguientes resultados. Primero, como $k^* > 0$, las variaciones de las transferencias externas tienen un mayor impacto en la inversión –y en la tasa de crecimiento del PGB– en las economías con restricción fiscal que en las economías con restricción de ahorro. Segundo, *ex ante* la suma de $dH + (T - S)$ no será necesariamente menor que $Y^* - C$, ya que el Estado puede imprimir dinero cuando lo desee. Sin embargo, es cierto que $T - G$ es pequeño y difícil de aumentar. Por lo tanto, los gobiernos de los países en desarrollo generalmente encontrarán un sustituto para las reducciones de las transferencias externas, a través del financiamiento de la inversión, es decir, mediante un aumento de la oferta monetaria.

Si se consideran los dos objetivos de estabilización y crecimiento, el valor requerido de dH será muy pequeño, lo que significa que las restricciones de $F - J$ deberán ser compensadas por los aumentos del excedente presupuestario primario, $T - G$. Esto enfatiza considerablemente nuestra afirmación inicial de que, al considerar la restricción fiscal, es más difícil para los países en desarrollo reemplazar las transferencias externas por formas internas de financiamiento que por las sugeridas por las restricciones generales del ahorro. Puede haber ahorrro privado disponible, pero el Estado –cuyas inversiones son necesarias para la recuperación del crecimiento– puede ser incapaz de utilizarlas, salvo a través de medios inflacionarios[19].

---

[18] Para un análisis de la evidencia empírica de la capacidad de complementación entre la inversión estatal en infraestructura y la inversión privada en los países desarrollados, ver Blejer y Khan.

[19] Esta conclusión indica lo adecuado que resulta ejercer influencia en las medidas de alivio de la deuda, tanto con una reforma fiscal como con la concentación de la inversión pública en sectores que, de hecho, son complementarios a la inversión del sector privado, como un medio de aumentar $T - G$ y k^*, respectivamente; en la ecuación (22). Para un análisis inicial del rol de la condicionalidad externa para inducir dichos cambios de política en el contexto de la provisión de medidas de alivio de la deuda, ver Bacha (1989).

6. Conclusiones

Uno de los objetivos de este trabajo es argumentar que el concepto de transferencias netas es una alternativa mejor que el concepto de entradas de capital extranjero, para analizar los problemas de crecimiento de los países en desarrollo altamente endeudados. En primer lugar, proporciona una mejor medida de las limitaciones que imponen las restricciones externas a la tasa de crecimiento del PGB en estos países. En segundo lugar, su valor es un determinante significativo de la capacidad de mantenimiento de sus procesos de acumulación de la deuda externa.

Además, el concepto de transferencia neta tiene una ventaja importante sobre el concepto de entradas de capital extranjero, ya que permite una separación más clara entre las determinantes de acumulación de capital que están bajo el control de los gobiernos locales, y las que están principalmente bajo control externo.

Un ejemplo de esto es el caso de un *shock* adverso en la tasa de interés externa que no es refinanciada en el exterior, y, como consecuencia, produce una caída de la inversión interna. En la separación tradicional entre ahorro externo y ahorro nacional, esto se podría registrar como una caída del ahorro nacional, sugiriendo así que las variables teóricamente bajo control interno son responsables de la caída observada en las tasas de inversión. Sin embargo, una separación entre las transferencias netas y el ahorro interno indicaría correctamente que la fuente de la caída en las tasas de inversión es externa, más bien que interna.

Además, las crisis de los términos de intercambio también se deberían considerar al analizar el impacto de las transferencias netas sobre las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo. Por lo tanto, en vez de usar el concepto de transferencias financieras, la medida apropiada de la contribución externa al crecimiento debería ser la transferencia neta de recursos reales, que es la suma de la transferencia financiera y el efecto de los términos de intercambio.

La importancia empírica de todos estos puntos se ilustró con información resumida de las tasas de inversión y sus fuentes de financiamiento para nueve países en desarrollo en los años años 1980. La consecuencia de estos resultados es una recomendación al Banco Mundial y otras instituciones internacionales, de comenzar a publicar información sobre inversión y ahorro para los países en desarrollo, tanto a precios constantes, con un énfasis en la medida del concepto de transferencias netas de recursos reales.

El análisis anterior aceptó una visión del proceso de crecimiento de los países en desarrollo como restringido por la disponibilidad total de ahorro, tanto de origen interno como externo. Sin embargo, se planteó el argumento de que la experiencia reciente del grupo de países en desarrollo altamente endeudados implica que –incluso con las modifi-

caciones sugeridas– este enfoque subestima tanto la dimensión del impacto negativo de las crisis externas, como los costos para estos países al intentar reemplazar la pérdida de transferencias externas por fuentes de financiamiento interno.

Dos líneas de razonamiento conducen a estas conclusiones. La primera considera que muchos países en desarrollo se enfrentan a una restricción de divisas, más que a una restricción de ahorro, como el principal obstáculo para la recuperación de sus procesos de crecimiento. En este caso, el documento recapituló el argumento de la literatura de las dos brechas, en cuanto a que las variaciones de las transferencias externas no sólo producen un mayor impacto en la tasa de crecimiento del producto de dichos países, sino que les es más difícil reemplazar las transferencias externas que a las economías de restricción de ahorros.

Un segundo argumento se refirió al hecho de que, para muchos países de ingresos medios, altamente endeudados, la principal fuente de dificultades en el crecimiento –e inflación– parece derivar de las limitaciones del presupuesto estatal más que de las restricciones de divisas o una restricción general del ahorro.

En este caso, se demostró que las variaciones de las transferencias externas producen un mayor impacto en la tasa de crecimiento del PGB de las economías con restricción fiscal, que en la de las economías con restricción de ahorro. Considerando los objetivos de estabilización y crecimiento, también se argumentó que a los países en desarrollo, con restricción fiscal, les resulta mucho más difícil reemplazar las transferencias externas por formas internas de financiamiento, que por las sugeridas por la restricción general del ahorro. El ahorro privado puede estar potencialmente disponible, pero los gobiernos de los países en desarrollo –cuyas inversiones en infraestructura son necesarias para la recuperación del crecimiento– pueden ser incapaces de utilizarlas, salvo a través de medios inflacionarios. La conclusión es que el alivio de la deuda y la reforma del sector público debieran ir íntimamente ligados, en un proceso de ajuste con crecimiento en el grupo de países en desarrollo altamente endeudados.

Referencias

Avramovic, Dragoslav *et al.*, *Economic Growth and External Debt*. Baltimore: John Hopkins U Press, 1964.

Bacha, Edmar, "Growth with imited supplies of foreign exchange: a reappraisal of the two-gap model", en M. Syrquin, L. Taylor y L. Westphal (eds.), Economic Structure and Performance: Essays in Honor of Hollis Chenery. Nueva York: Academic Press, 1984.

———, "A three gap model of foreig transfers and the GDP growh rate of developing countries", mimeo, PUC/RJ, abril. 1989.

Blejer, Mario y Khan, Mohsin, "Government policy and private investment in developing countries", *IMF Staff Papers*, 31 (2): 379-403, junio, 1984.

Chenery, Hollis y Bruno, Michael, "Development alternatives in an open economy: the case of Israel", *Economic Journal*, 57: 79-103, 1962.

Chenery, Hollis y Strout, Alan, "Foreign assistance and economic development", *American Economic Review*, 56: 679-733, 1966.
Cohen, David, "How to evaluate the solvency of an indebted nation", *Economic Policy*, 1, 1985.
Gerschenkron, Alexander, *Economic Development in Historical Perspective*, Cambridge: Harvard, U. Press.
Keynes, John M., "The German transfer problem", *Economic Journal*, 39 (marzo), 1929: 1-7.
Mason, Edward y Asher, Robert, *The World Bank Since Bretton Woods*. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1973.
McKinnon, Ronald, "Foreign exchange constraints in economic development and efficient aid allocation", *Economic Journal*, 74, 1964: 388-409.
Ohlin, Bertil, "The reparation problem: a discussion", *Economic Journal*, 39 (junio), 1929: 172-8.
Simonsen, Mario, "The developing country debt problem". In *International Debt and the Developing Countries*, ed. Gordon Smith y John Cuddington. Washington, D.C.: Banco Mundial, 1985.
Spaventa, Luigi, "The growth of public debt", *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, 34 (2), junio, 1987: 374-99.
Banco Mundial, *World Debt Tables*, Edición 1988-89, Volumen I. Analysis and Summary Tables. Washington, D.C.: Banco Mundial, 1988.
Banco Mundial, *World Development Report, 1988*. Washington, D.C.: Banco Mundial, 1988.

CAPITULO 9

El Problema de la Deuda de los Países de Menor Desarrollo: Un Análisis a través de la Teoría de los Juegos

MARIO HENRIQUE SIMONSEN*
SERGIO RIBEIRO DA COSTA WERLANG*

Resumen

Se revisa la crisis de la deuda de los países menos desarrollados desde 1982, a través de la teoría de los juegos. Se obtienen nuevas ideas acerca de las razones de la formación del cartel de acreedores y del tipo de dificultades que surgieron en la formación del cartel de deudores. Se demuestra que es errónea la posición corriente de que los modelos de negociación de Rubinstein son apropiados para enfrentar la condonación parcial de la deuda, a no ser que el deudor compre la totalidad de ésta.

1. Introducción

Desde la moratoria mexicana en septiembre de 1982, el problema de la deuda externa de los países menos desarrollados (PMD) se ha convertido en un tema importante de debate económico. Este trabajo analiza el problema bajo la perspectiva de la teoría de los juegos. De hecho, los intereses encontrados (y también coincidentes) de deudores y acreedores determinan que la teoría de los juegos sea la herramienta adecuada para analizar el problema, el cual es bastante complicado, ya que la suma es diferente a cero y puede o no surgir cooperación entre los jugadores.

* Profesores en la Escuela de Graduados de Economía de la Fundación Getulio Vargas (EPGE/FGV).

Previous Page Blank

El enfoque de la teoría de los juegos para analizar el problema de la deuda ha sido utilizado por varios autores. Simonsen (1985) lo ha usado para estudiar el comportamiento ventajista de los bancos que han realizado préstamos competitivos a los PMD sobreendeudados. Roza (1985) tiene una versión dinámica del modelo de Simonsen. Krugman (1985) utiliza la solución de negociación de Nash (Nash (1953)), Simonsen (1988), Bulow y Rogoff (1989a), Fernández y Rosenthal (1988), y Fernández y Glazer (1988, 1989) utilizan alguna forma dinámica de negociación, tendencia comenzada por Rubinstein (1982). También Atkeson (1988) y Bulow y Rogoff (1989b) utilizan los juegos repetidos con información incompleta para estudiar los efectos de rechazo y reputación.

Este trabajo revisa cada paso de la crisis de la deuda de los PMD utilizando los modelos de la teoría de los juegos cuando corresponde. La sección 2 describe cómo muchos de los PMD se han sobreendeudado, como se explicitó en Simonsen (1985). La sección siguiente, un intermedio de la teoría de los juegos, presenta el modelo de negociación de Rubinstein destacando su contenido económico intuitivo, el cual frecuentemente se oscurece a causa de sofisticadas presentaciones matemáticas. La sección 4 describe el enfoque "para salir del paso" (muddling-through approach) en las etapas iniciales de la crisis de la deuda, y sus supuestos implícitos. Los aspectos esenciales de la estrategia, atribuida a Paul Volcker y Jacques de la Rosière, fueron diagnosticar la crisis de la deuda como un problema de liquidez más que de solvencia, formar un cartel de acreedores y evitar la creación de un cartel de deudores. En la sección 5 se analiza cómo se formó el cartel de acreedores: un ingenuo conjunto de normas para las renegociaciones de deuda transformaron a los potenciales polizontes en jugadores cooperativos. La sección 6 proporciona una evaluación retrospectiva de la estrategia "para salir del paso" utilizando el modelo de Rubinstein. La conclusión es que la estrategia Volcker-de la Rosière fue realmente una estrategia "para salir del paso". Ni los PMD endeudados ni sus acreedores privados se beneficiaron con estas normas, salvo que estas fueron preferibles al caos (que podría haber surgido si todos los bancos hubiesen actuado como polizontes). Intencionalmente o no, la estrategia fue exitosa en un solo sentido: el de solucionar el problema de la deuda de los PMD con un costo mínimo para los contribuyentes de la OECD. La sección 7 explica las dificultades para formar un cuartel de deudores, problema analizado también por Fernández y Glazer (1988, 1989). La sección 8 describe lo que se ha llamado la "fatiga de la deuda", es decir, la reacción a la percepción de que el problema de la deuda de los PMD fue diagnosticado en forma errónea por la estrategia de "salir del paso". En la sección 9 se destacan las complicaciones de negociar bajo "fatiga de deuda", utilizando un aparato de la teoría de los juegos que incluye el modelo de Rubinstein. El problema radica en que lo que aparece como la solución natural para el problema de la deuda de

los PMD, a saber, la reducción de la deuda involucra negociación con información incompleta y riesgo moral (moral hazard). En resumen, salvo en el caso de las recompras y de las conversiones de deuda por capital, un acuerdo de reducción de deuda no constituye un arreglo definitivo (ya que el país deudor puede proponer, después de la negociación, una segunda ronda de reducción de deuda, y así sucesivamente). Como este hecho es conocido por los acreedores, la información asimétrica se transforma en una desventaja para el deudor de buena fe, como se analizará en la sección 10. La forma de jugar el juego (el cual incluye amenazas, moratorias, etc.) es un tema que merece ser investigado.

2. Desde una aritmética de deuda agradable a una desagradable

La dinámica de la deuda externa se puede resumir en la ecuación[1]:

$$z = (i - x)\,\dot{z} + g \qquad (1)$$

donde z representa la relación deuda neta-exportaciones, $\dot{z}$ su derivada de tiempo, g la relación brecha de recursos exportaciones, i la tasa de interés promedio sobre la deuda pendiente, y x la tasa de crecimiento de las exportaciones. La deuda neta es el endeudamiento externo total menos las reservas. La brecha de recursos se define como el déficit de cuenta corriente sin intereses, menos la inversión directa, más las exportaciones de capital.

Las teorías de crecimiento de los años 1950 y 1960 aceptaron que el capital debería fluir desde los países industrializados a los menos desarrollados para mejorar la asignación internacional de recursos. El supuesto de que la productividad marginal del capital era una función decreciente de la relación capital-mano de obra significaba que los PMD eran receptores naturales de capital. El capital externo debería ayudarlos a expandir sus exportaciones y sus productos nacionales brutos, creando las condiciones para futuras utilidades y remesas de intereses. Más aún, las entradas de capital neto podrían exceder las remesas de utilidades e intereses, siempre que los PMD pudiesen mantener el crecimiento de sus exportaciones a tasas superiores que las tasas de interés internacionales, produciendo una transferencia positiva de la balanza de pagos hacia los países en desarrollo.

---

[1] Indicando con D la deuda neta en dólares y con G la brecha de dólares, $D = iD + G$ es una tautología de una balanza de pagos. Si X representa las exportaciones en dólares, $z = D/X$ y $x = X/X$ y $g = G/X$, la ecuación (1) equivale a la tautología mencionada anteriormente.

Estos modelos de transferencia postkeynesianos inspiraron el reciclado de la mayoría de los bancos comerciales después de la primera crisis del petróleo (1973-1974). La evidencia estadística de los años 1960 y 1970 sugirió que se podía mantener una aritmética de deuda agradable, en el sentido de que las exportaciones crecerían a tasas bastante superiores que la tasa de interés internacional sobre los préstamos a los países en desarrollo (tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR) más un *spread* de 1,5% anual) alcanzando un promedio de 10,7% al año, mientras que las exportaciones de los PMD no productores de petróleo se expandían al 21,1%. Bajo la hipótesis $x - i > 0$, los préstamos a los PMD presentaban escaso riesgo. Es poco probable que los deudores buscaran una confrontación con los acreedores, siempre que éstos estuviesen dispuestos a refinanciar todo el servicio de la deuda, indicado con $g = 0$ en la ecuación (1). Con $g = 0$ y un diferencial positivo $x - i$, las relaciones deuda/exportaciones caerían gradualmente, llevando las relaciones permanentes de crédito a cualquier nivel deseable. Más aún, con el crecimiento de las exportaciones superando constantemente las tasas de interés internacional, se podría lograr una relación brecha de recursos/exportaciones $g = (x - i)z$ sin elevar el coeficiente deuda-exportaciones.

Un desplazamiento brusco y no anticipado desde la aritmética agradable a una aritmética desagradable de deuda en 1981-82 llevó a la crisis de la deuda: las tasas de interés promedio sobre los préstamos de los bancos comerciales a los PMD se elevaron a 16,3% al año, mientras que la tasa de crecimiento anual de las exportaciones disminuyó a 1%. Con un diferencial negativo $x - i$ y con esfuerzos limitados por parte de los PMD para reducir sus brechas de recursos, las relaciones deuda-exportaciones se elevaron significativamente durante este período de dos años, alcanzando en ocasiones niveles peligrosos (4,75 para Argentina, 4,14 para Brasil, 3,7 para Chile y 3,35 para México).

En 1982, las relaciones interés-exportaciones alcanzaron cifras alarmantes, debido tanto al aumento de las relaciones deuda-exportaciones como a que las tasas de interés en dólares se dispararon a 53,6% en Argentina, 57,1% en Brasil, 49,5% en Chile y 47,3% en México. La crisis era inevitable y fue desencadenada por la moratoria mexicana en septiembre de 1982.

El cambio desde una aritmética agradable de deuda a una desagradable no sólo fue la causa central de la crisis de la deuda, sino que además desplazó la sabiduría convencional acerca de los préstamos externos desde un polo a otro. Cline (1983), por ejemplo, en la página 94 comenta:

"Como se reconoció ampliamente a mediados de los años 1970 y nuevamente en el período 1979-80, los préstamos bancarios desempeñaron un valioso rol social al facilitar el reciclado financiero de los excedentes de la OPEC a los países en desarrollo no productores de petróleo en proceso de ajuste. Los préstamos oficiales sólo respondieron lentamente,

en especial hacia los países de ingreso medio, de modo que fueron principalmente los préstamos bancarios los que satisficieron la mayor necesidad de financiamiento. Más aún, como se indicó repetidas veces en ese momento, si no hubiese sido por esos préstamos, los países en desarrollo se habrían visto obligados a disminuir sus importaciones desde los países desarrollados, creando una recesión incluso más aguda después de la primera crisis del petróleo".

Bajo la aritmética agradable de la deuda de los años 1970, esta fue la visión convencional con respecto a los préstamos a los PMD. Como la aritmética desagradable de la deuda condujo al colapso del reciclado competitivo, la sabiduría convencional sostiene que los países deudores ahora deberían transferir recursos al extranjero, como consecuencia de haber perdido préstamos en exceso a fines de la década del 70. Si los préstamos externos se usaron para financiar inversiones productivas, ahora se deberían recaudar los dividendos para comenzar a pagar la deuda, lo que se podría lograr con un costo social aceptable. Si los préstamos externos se utilizaron para financiar consumo, sobrevaluación del tipo de cambio o fuga de capitales, los PMD ahora deberían pagar por su intento anterior de alcanzar un nivel de onda superior de lo que les permitían sus medios. Más aún, desde el colapso del reciclado competitivo, aquellos que realizan caza de brujas discuten acerca de quién es responsable de la crisis de la deuda, si son los bancos comerciales, que prestaron imprudentemente; o los países en desarrollo, que pidieron préstamos en forma irresponsable.

El hecho de que muchos países en vías de desarrollo utilizaron su acceso a los mercados de créditos externos en los años 1970 para financiar consumo, sobrevaluación de su tipo de cambio y, en algunos casos, fuga de capitales, es una historia conocida. (Se podría argumentar que EE.UU. ha estado haciendo lo mismo desde el comienzo de la administración Reagan.) También se ha establecido que los bancos comerciales pasaron por alto el hecho de que, siendo el dinero un bien fungible, el financiamiento de proyectos no fue otra cosa que un financiamiento de balanza de pagos disfrazado. Más aún, tanto los prestamistas como los prestatarios estaban confiados con respecto a la mantención de esta aritmética agradable de deuda de los años 1960 y 1970. Sin embargo, el ejercicio de caza de brujas sólo refleja falta de lógica, ya que ni siquiera cumple las pruebas elementales de probabilidades. Hasta fines de 1982, los bancos comerciales nunca se comportaron como grupo, sino más bien como unidades de decisión independientes. De la misma forma, los países deudores nunca coordinaron sus políticas económicas individuales. Las posibilidades de que la crisis haya sido precipitada por los errores de actores *independientes* son mínimas de acuerdo a la ley de los grandes números. Por lo tanto, una explicación creíble de la crisis de la deuda debe radicar en algún factor externo o en lo inadecuado del sistema de reciclado, o en ambas cosas.

El factor externo lo constituyó la decisión de Estados Unidos de combatir la inflación con una combinación poco ortodoxa de políticas monetarias apretadas y políticas fiscales relajadas, mezcla que difícilmente podía ser exitosa bajo el régimen de tipo de cambio flotante, y que tiene algunas semejanzas con algunos intentos latinoamericanos de combatir la inflación mediante sobrevaluación del tipo de cambio. De hecho, el cambio en el diferencial $x - 1$ de la ecuación dinámica de deuda fue mucho más violenta en dólares que en yens o marcos alemanes, debido tanto al aumento anormal de las tasas de interés en dólares entre 1980 y 1982, como a la valorización resultante del dólar. Puesto que la mayoría de las deudas de los PMD se expresaron en dólares, con fines prácticos, el diferencial relevante $x - i$ también se debería expresar en dólares. Sin embargo, el análisis anterior sugiere que, en gran medida, la crisis de la deuda tiene una gran relación con el rol central del dólar en un mundo de tipos de cambio flotantes, tasas de interés variables y reglas comerciales inestables. Si las deudas de los países menos desarrollados se hubiesen expresado predominantemente en yens o marcos alemanes, en lugar de dólares, el problema de la deuda de los países en desarrollo bien podría haber sido manejado como un ciclo corto en lugar de una gran discontinuidad. Se habría evitado el exceso de endeudamiento a fines de los años 1970, ya que la aritmética era mucho menos agradable en yens y en marcos alemanes que en dólares. La escasez de créditos no habría sido tan dramática en 1982 y en 1983, ya que el desplazamiento hacia una aritmética desagradable de deuda no habría sido tan violento como en términos de dólares.

La falla del sistema fue que el financiamiento competitivo de la balanza de pagos por parte de los bancos comeciales surgió como una respuesta *ad hoc* al rompecabezas del reciclaje después de la primera crisis del petróleo, y no como un sistema eficiente que se haya planificado para enlazar desequilibrios de cuentas corrientes externas. De hecho, no tomó en cuenta que prácticamente no hubiese garantía sobre riesgo soberano, un problema de riesgo moral que el acuerdo de Bretton-Woods intentó solucionar a través del enfoque de monopolio bilateral para el financiamiento de la balanza de pagos. El reciclaje competitivo floreció debido a que los bancos comerciales –a diferencia de las agencias oficiales de crédito– proporcionaron una respuesta oportuna al desafío de la primera crisis del petróleo: a saber, cómo canalizar los excedentes de la OPEC a los países importadores de petróleo. Esta acción oportuna evitó un colapso económico internacional, donde las principales víctimas habrían sido los países en desarrollo, incapaces de atraer fondos desde los países exportadores de petróleo más importantes. Sin embargo, también generó un sistema de financiamiento de balanza de pagos con una fuerte distorsión de los factores externos. Por ejemplo, la curva de oferta de crédito de un banco a un país prestatario era función de las curvas de

oferta de crédito de ese país percibidas por otros bancos. Con este tipo de factores externos, los mercados competitivos no cumplen con las pruebas de eficiencia económica; o tienden a ofrecer en exceso, como por ejemplo antes de la crisis de la deuda, o muy poco, como después de la moratoria de México en septiembre de 1982.

Como el establecimiento de acuerdos institucionales es una tarea de los gobiernos, más que la empresa privada, se debe culpar a los reguladores por no haber reconocido la trampa que representaban los factores externos. Ni siquiera se puede afirmar que fue un problema sin precedentes: el colapso de las operaciones crediticias internacionales durante los años 1930 fue una experiencia bien documentada que, incidentalmente, condujo a una estrategia de monopolio bilateral con respecto al financiamiento de la balanza de pagos del acuerdo de Bretton Woods.

La aceptación del reciclaje de los bancos comerciales por parte de los reguladores después de la primera crisis del petróleo, no sólo como un puente temporal hacia el lento aumento de los préstamos oficiales, sino que también como una solución permanente para el financiamiento de los PMD no productores de petróleo, sólo se puede interpretar como falta de visión. En resumen, el crédito de los países menos desarrollados se infló como una burbuja con el aplauso de los reguladores.

3. **Modelo de negociación de Rubinstein**

Con el fin de analizar los aspectos de la teoría de los juegos de las negociaciones de deuda, utilizaremos el modelo de negociación de Rubinstein. Este modelo se puede describir en la forma siguiente: dos jugadores se pueden repartir una unidad de un determinado bien, de manera que el primero reciba $x_1 \in [0; 1]$ y el segundo reciba $x_2 = 1 - x_1$. Sin embargo, ninguno de los dos jugadores recibe nada hasta no llegar a un acuerdo sobre cómo dividir la torta. El juego comienza en el período 0, con la presentación de una propuesta por parte de uno de los jugadores. Si la proposición es aceptada por el otro jugador, el juego llega a su fin. Si es rechazada, continúa al menos por un período más, bajo las siguientes reglas: el jugador que rechaza la proposición del oponente en el período t deberá presentar una contrapropuesta en el período t + 1. Esto significa que hasta que no se llegue a un acuerdo, uno de los jugadores presentará proposiciones en los períodos pares y el otro en los períodos impares.

La función $u_i(x_i, t)$ de comprar la parte del otro jugador i(i = 1, 2), es continua y aumenta estrictamente en la proporción x_i que obtenga de la torta, pero es una función decreciente del período de tiempo t en que se

demore en alcanzar el acuerdo final. Esto significa que el bien es valioso para ambos jugadores, y que ambos incurren en una pérdida al postergar el acuerdo. Los supuestos adicionales sobre $u_i(x_i, t)$ son los siguientes:

a) $u_i(1, \infty) < u_i(x_i, t)$ para cualquier x_i positivo y t finito.

b) si $u_i(x_i', O) = u_i(x_i, 1)$, luego $u_i(x_i', t) = u_i(x_i, t + 1)$ para cualquier número entero;

c) si $u_i(x_i', O) = u_i(x_i, t)$, luego $x_i - x_i', O$ es una función no decreciente de x_i.

El supuesto a) significa que la obtención de una fracción positiva de la torta en cualquier período finito de tiempo es preferible a no llegar a un acuerdo; el supuesto b), que los costos de postergar un acuerdo son estacionarios con respecto al tiempo; el supuesto c) que la proporción de la torta que cada jugador está dispuesto a perder con el fin de evitar otro período de negociaciones es una función no decreciente de lo que podría generar.

El juego descrito tiene una infinidad de equilibrios de Nash, sin embargo el sentido común sugiere que el resultado del proceso de negociación debería ser un equilibrio perfecto de un subjuego. Supongamos que tenemos la información completa, es decir, que cada jugador conoce la cantidad necesaria para comprar su parte al igual que la de su oponente. Permitamos que s_1 ‰ [0; 1] y s_2 ‰ [0; 1] sean soluciones del sistema de ecuaciones:

$$u_1(1 - s_2, O) = \max \{u_1(s_1, 1); u_1(O, O)\}$$

$$u_2(1 - s_1, O) = \max \{u_2(s_2, 1); u_2(O, O)\}$$

Se puede demostrar que en un equilibrio perfecto de un subjuego se llega a un acuerdo de cómo dividir la torta en el período O. Si la primera proposición la realiza el jugador 1, obtendrá $x_1 = s_1$, y su adversario $x_2 = 1 - s_1$. Si la primera proposición es realizada por el jugador 2, el jugardor 1 recibe $x_1 = 1 - s_2$, y el jugador 2, $x_2 = s_2$.

La idea subyacente a las ecuaciones de Rubinstein es muy simple. Supongamos que el jugador i espera recibir s_i después de que las negociaciones hayan concluido en el período t + 1. Para llegar a un acuerdo un período antes, el jugador i estará dispuesto a ceder su parte $f_i(s_i)$ de la torta, lo que puede ser interpretado como su costo de espera.

Si $u_i(s_i, t + 1) \geq ui\ (O, t)$, $f_i(s_i)$ se determina por la ecuación:

$$u_i(s_i - f_i(s_i), t) = u_i(s_i, t + 1)$$

o, dado el supuesto b), mediante:

$$u_i (s_i - f_i (s_i), O) = u_i(s_i, 1)$$

Si $u_i(s_i, t + 1) < u_i (O, t)$, es decir, $u_i(s_i, 1) < u_i(O, O)$, $f_i(s_i) = s_i$. Es preferible dejar toda la torta al adversario que recibir s_i un período después. En cualquiera de los dos casos, el costo de espera del jugador i es determinado por:

$$u_i (s_i - f_i (s_i), O) = \max \{u_i(s_i, 1), u_i(O, O)\}$$

Ahora podemos volver a expresar las ecuaciones de Rubinstein en términos de costos de espera:

$$1 - s_2 = s_1 - f_1 (s_1)$$

$$1 - s_1 = s_2 - f_2 (s_2)$$

o:

$$s_1 + s_2 = 1 + f_1 (s_1)$$

$$s_1 + s_2 = 1 + f_2 (s_2)$$

Lo que equivale a afirmar que en un equilibrio perfecto del subjuego, la torta se reparte de modo tal, que se iguala el costo de espera para ambos jugadores.

Lo que determina que el modelo de negociación de Rubinstein sea especialmente atractivo, es que describe la negociación como un juego no cooperativo pero que a la larga conduce a la cooperación, que es exactamente lo que se debería esperar de la descripción realista de una negociación. El modelo conduce a dos importantes conclusiones que parecen ajustarse a la evidencia empírica:

a) *El jugador al que se le permite presentar la primera propuesta obtiene una ventaja.* De hecho, puesto que $f_i(s_i) > 0$ para valores positivos de s_i, las ecuaciones de Rubinstein dan $s_1 + s_2 - 1 > 0$. Como la torta se divide de acuerdo a $(s_1; 1 - s_1)$ si el jugador 1 hace la primera propuesta, y de acuerdo a $(1 - s_2; s_2)$ si la primera propuesta es presentada por el jugador 2, cualquiera sea el autorizado para presentar la primera propuesta primero obtiene el excedente $s_1 + s_2 - 1$.

b) *Los mayores costos de espera debilitan el poder de negociación de un jugador.* Aparentemente esta es la conclusión clave del modelo de

Rubinstein. Para una demostración formal, supongamos que los costos de espera son $f_1(s_1) + \mu h(s_1)$ para el jugador 1, y $f_2(s_2)$ para el jugador 2, lo que conduce a:

$$s_1 + s_2 = 1 + f_1(s_1) = \mu h(s_1)$$

$$s_1 + s_2 = 1 + f_2(s_2)$$

donde $f_1(s_1) + \mu h(s_1)$ y $f_2(s_2)$ son funciones no decrecientes. De inmediato se concluye que si μ aumenta, s_1 no puede aumentar y s_2 no puede disminuir.

A continuación se presentan algunos ejemplos simples:

Ejemplo 1:

$$u_1(x_1, t) = x_1 d_1^t (0 < d_1 < 1)$$

$$u_2(x_2, t) = s_2 d_2^t (0 < d_2 < 1)$$

Las ecuaciones de Rubinstein nos dan:

$$1 - s_2 = d_1 s_1$$

$$1 - s_1 = d_2 s_2$$

Por lo tanto:

$$s_1 = \frac{1 - d_2}{1 - d_1 d_2} \; ; \quad s_2 = \frac{1 - d_1}{1 - d_1 d_2}$$

Ejemplo 2:

$$u_1(x_1, t) = x_1 - c_1 t$$

$$u_2(x_2, t) = x_2 - c_2 t \qquad 0 < c_1 < c_2$$

Aquí las dos funciones de utilidad son lineales, siendo los costos de espera inferiores para el jugador 1 que para el jugador 2. De acuerdo a las ecuaciones de Rubinstein:

$$1 - s_2 = \max \{s_1 - c_1; 0\}$$

$$1 - s_1 = \max \{s_2 - c_2; 0\}$$

Lo que lleva a:

$$s_1 = \min \{c_1; 1\}$$

El jugador con el menor costo de espera ahora obtiene toda la torta si se le permite hacer la primera propuesta. Cuando $1 < c_1 < c_2$ surge un caso curioso: aquí el jugador que presenta la primera oferta obtiene toda la torta. La conclusión no es sorprendente, ya que un período de retraso le cuesta más a cada jugador que el valor de la torta.

Ejemplo 3:

$$u_1(x_1, t) = x_1 d_1^t \qquad (0 < d_1 < 1)$$

$$u_2(x_2, t) = x_2 - c_2 t \qquad (0 < c_2)$$

Las ecuaciones de Rubinstein:

$$1 - s_2 = s_1 d_1$$

$$1 - s_1 = \max \{s_2 - c_2; 0\}$$

se resuelven mediante:

i) $s_1 = \dfrac{c_2}{1 - d_1}$; $s_2 = \dfrac{1 - d_1(1 - c_2)}{1 - d_1}$; si $d_1 + c_2 \leq 1$.

ii) $s_1 = 1$; $s_2 = 1 - d_1$; si $d_1 + c_2 \geq 1$.

4. La estrategia para "salir del paso" (muddling-through strategy) y sus supuestos implícitos

A fines de 1982 y principios de 1983 se diagnosticó oficialmente que la crisis de los PMD era un problema de liquidez temporal que se podía resolver mediante un esfuerzo de reactivación. Lo único que los bancos necesitaban hacer era refinanciar el capital y adelantar dinero fresco a tasas de interés de mercado, ya que los PMD endeudados, a pesar de su falta de liquidez, eran solventes. Con respecto a los países deudores, su acceso al crédito voluntario se reestablecería después de la puesta en marcha de programas de ajuste respaldados por el FMI.

El concepto de reactivación probablemente fue útil como estrategia de comercialización para manejar las etapas iniciales de la crisis de la deuda. La idea de que los PMD no enfrentaban un problema de solvencia contribuyó a formar una coalición de bancos para refinanciar el capital y parte del interés pagadero, este último en la forma de "facilidades de dinero fresco". Al mismo tiempo, intentaba convencer a los países deudores de que las transferencias al extranjero, de 4 a 6% del PGB, serían consideradas como una inversión para recuperar la capacidad crediticia internacional.

El supuesto oculto detrás del diagnóstico de reactivación era que la economía mundial rápidamente retornaría a la aritmética agradable de deuda de los años 1960 y 1970. En resumen, las exportaciones de los PMD crecerían a tasas muy superiores a las tasas de interés internacionales. Bajo ese escenario favorable, las relaciones deuda/exportaciones disminuirían constantemente, aunque los acreedores aceptaran refinanciar todo el servicio de deuda de los PMD, incluyendo el capital más los intereses. Así, las transferencias al exterior por parte de los PMD sólo debían acelerar la recuperación de sus coeficientes de capacidad crediticia hasta volver a tener acceso a los mercados de crédito voluntario.

Desgraciadamente, la experiencia de los años 1980 sugiere que el mundo ha entrado en una fase de aritmética desagradable de deuda, con tasas de interés internacionales muy por encima de la tasa de crecimiento de las exportaciones de los países deudores, como se indica en el Cuadro 1. Bajo esta aritmética desagradable, las naciones altamente endeudadas deben transferir al exterior una importante proporción de sus ingresos por concepto de exportaciones, para evitar mayores aumentos de la relación deuda/exportaciones. Como ejemplo, supongamos que un país tiene una relación deuda/exportaciones de 400%, las exportaciones crecen a un 2% anual, y una tasa de interés anual de 8% sobre la deuda pendiente; para evitar el mayor escalamiento del coeficiente deuda/exportación, este país deberá transferir al exterior el 24% de sus ingresos por exportaciones.

La noción de que la economía mundial ha entrado en una fase de aritmética de deuda adversa (es decir, que en el futuro previsible es probable que las tasas de interés internacionales excedan la tasa de crecimiento de las exportaciones de los PMD endeudados) proporciona los fundamentos de lo que se ha llamado la fatiga de la deuda. En la sección 8 se analizarán las diversas dimensiones del problema.

Curiosamente, algunos países latinoamericanos han retrocedido hacia una aritmética agradable de deuda, siendo Chile el ejemplo más destacado. Brasil podría ir por el mismo camino. La mayoría de los líderes políticos brasileños, sin embargo, insiste en que la deuda externa no se puede pagar, lo que hace que el sobreendeudamiento sea un diagnóstico autocumplido.

CUADRO 1

AMERICA LATINA: RELACION DEUDA/EXPORTACIONES
(Porcentajes)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
América Latina	230	212	247	321	345	321	346	416	387
Países exportadores de petróleo	214	187	220	280	304	286	312	422	370
Bolivia	235	262	348	392	441	459	528	647	767
Ecuador	147	162	202	231	261	249	241	344	398
México	262	216	259	335	345	321	353	457	377
Perú	229	207	239	281	334	349	375	438	445
Venezuela	170	148	160	200	227	206	226	341	300
Países no exportadores de petróleo	243	236	273	361	384	354	375	412	400
Argentina	207	275	329	475	485	488	481	636	712
Brasil	359	321	313	416	414	353	379	454	420
Colombia	115	128	199	232	302	237	295	232	246
Costa Rica	204	184	229	286	312	294	307	209	245
Chile	188	188	311	370	390	438	457	411	343
El Salvador	74	97	174	220	232	234	253	247	269
Guatemala	64	61	96	144	183	204	226	225	240
Haití	116	87	155	152	191	198	177	240	228
Honduras	141	147	180	259	270	279	314	294	324
Nicaragua	194	369	464	703	804	1.014	1.460	1.977	1.968
Panamá	—	89	92	110	149	151	145	131	136
Paraguay	143	152	171	195	317	214	163	233	185
República Dominicana	144	171	168	260	267	258	279	259	242
Uruguay	141	141	183	276	324	362	392	346	373

Fuente: CEPAL.

5. El surgimiento del cartel de acreedores

Después de la moratoria de México a fines de 1982, la estabilidad del sistema bancario internacional se vio seriamente desafiada. De pronto, los bancos comerciales se dieron cuenta que muchos de los PMD estaban sobreendeudados. A esas alturas, el razonamiento individual de los bancos claramente había entrado en conflicto con el razonamiento colectivo de los acreedores. Desde el punto de vista individual, cada acreedor estaría en mejores condiciones si interrumpiese los préstamos nuevos a los PMD, e intentase recaudar todos los intereses más el capital vencido sobre los préstamos pendientes. Sin embargo, como los PMD endeudados no podían imprimir dólares u otra moneda convertible, en ausencia de facilidades de dinero fresco, serían incapaces de servir la deuda contraída con todos sus acreedores.

Esa fue claramente la situación en que un juego no cooperativo conduce a un equilibrio ineficiente de acuerdo a Pareto. Los países deudores caerían en incumplimiento de sus obligaciones, siendo excluidos tal vez del sistema internacional de pagos. Sin embargo, un gran número de bancos comerciales sobreexpuestos en riesgos soberanos también podrían quebrar, salvo que recibiesen asistencia masiva de los Bancos Centrales de la OECD, con cargo a los contribuyentes de dicha organización.

La forma en que se desarrollaría el juego en forma no cooperativa se puede modelar fácilmente. Llamaremos D al servicio de la deuda de un país deudor sin liquidez con vencimientos en 1983 (el año siguiente a la moratoria mexicana), debiéndose la suma de $a_k D$ al acreedor individual k. Denominaremos J al monto máximo que ese país deudor estaría dispuesto a transferir al exterior ese año, para evitar sanciones por incumplimiento. Supondremos que $a_k D < J < D\ (1 - a_k)$, es decir, que en ausencia de nuevos préstamos, el país estaría dispuesto a cumplir sus compromisos con cada uno de sus acreedores, individualmente, pero no con todos en forma simultánea. Llamaremos R_k al monto de los préstamos nuevos ofrecidos por el acreedor k, y por:

$$R = \sum R_k$$

El país deudor serviría su deuda si $D - R \leq J$ y caería en incumplimiento si $D - R > J$; en el primer caso transfiriendo al exterior $D - R$ y en el segundo suspendiendo sus pagos al exterior. (Este es un supuesto realista, ya que las cláusulas de incumplimiento recíproco de los préstamos concedidos por un consorcio bancario hicieron del incumplimiento una elección de "todo o nada".)

Por consiguiente, los ingresos netos del acreedor número k serían:

$$a_k D - R_k, \text{si } \sum R_j \geq D - J$$

$$-R_k, \text{ si } \sum R_j < D - J$$

Supongamos que el objetivo de cada acreedor era elegir R_k con el fin de maximizar sus ingresos netos. El juego tiene una infinidad de equilibrios de Nash, los que se pueden dividir en dos grupos:

a) El equilibrio de polizontes (free-ridel), en que cada banco suspendería los nuevos préstamos a los PMD endeudados, considerando $R_k = 0$.
b) Equilibrios eficientes a lo Pareto: cualquier combinación de R_k ($R_k > 0$) de modo que:

$$a_k D - R_k \geq 0$$

$$\sum R_k = D - J$$

La forma en que un equilibrio de Nash es afectado en un juego no cooperativo con cientos de jugadores es un problema complicado, salvo en juegos simples en que cada jugador dispone de una estrategia dominante. El asunto se complica más en juegos con múltiples equilibrios de Nash, ya que los jugadores pueden ser incentivados a elegir estrategias que no producen un equilibrio. En el problema de la deuda de los PMD a fines de 1982 y principios de 1983, era difícil creer que una acción no coordinada por parte de los bancos podría conducir a alguna solución, salvo en el caso del comportamiento aprovechador. De hecho, no existía incentivo para que un banco ofreciera $R_k > 0$ sin una garantía de que los demás harían lo mismo, lo que llevó a $\sum R_k \geq D - J$.

La estrategia "para salir del paso", ideada a fines de 1982 por algunos líderes financieros internacionales, entre los que se destacan Paul Volcker y Jacques de la Rosière, fue un ejemplo extraordinario de percepción de la teoría de los juegos, aun cuando no fue ideada necesariamente por expertos en esta teoría. El concepto central era convencer a los acreedores a embarcarse en las estrategias de participación en la carga en forma proporcional:

$$R_k = a_k(D - J)$$

que conducirían a un equilibrio eficiente a lo Pareto del juego de transferencia.

El hecho de que se debía formar un cartel de acreedores para convencer a todos los bancos de que utilizaran las estrategias de participar en la carga en forma proporcional era un punto obvio, ya que no existía razón alguna para esperar que los participantes no cooperativos pudieran coordinar nada que no fuese la solución de polizonte. Otro punto obvio era que el FMI y los Bancos Centrales G-7 fijarían las reglas para el funcionamiento de los acreedores. La percepción extraordinaria era que un cartel con cientos de participantes sólo podía tener estabilidad si se fijaba un conjunto de reglas para transformar el "ingreso al cartel" en la estrategia dominante para cada jugador individual.

Por consiguiente, se estableció el siguiente conjunto de reglas:

i) Para solicitar la reprogramación de la deuda y facilidades de dinero fresco, cada país deudor sin liquidez debía adoptar un programa de ajuste respaldado por el FMI. Como resultado del programa, y de las facilidades del FMI, el país deudor transferiría al exterior a sus acreedores privados una suma total de J mil millones de dólares.

ii) Como parte del acuerdo con el FMI, cada acreedor debería proporcionar facilidades de dinero fresco al país equivalentes a $R_j = a_k(D - J)$, de acuerdo al principio de participación equitativa en la carga.

iii) El país deudor debería reanudar los pagos a los bancos sólo después que todos ellos hubiesen firmado el acuerdo.

iv) En caso de que el país dejase de satisfacer el criterio de cumplimiento del FMI, se suspenderían automáticamente las facilidades de préstamo, tanto del FMI como del banco comercial.

El nuevo conjunto de reglas realmente modificó los pagos de los bancos comerciales. Los ingresos netos de cada banco habrían sido cero antes de que todos ingresaran al cartel de acreedores y $a_k(D - J)$ después que todos hubiesen firmado el acuerdo. Por lo tanto, la estrategia dominante de todos los bancos sería firmar el acuerdo.

No se puede culpar a los países deudores o a los acreedores individuales del surgimiento del cartel de acreedores bajo la estrategia Volcker-de la Rosière, ya que fue un esquema de mejoramiento a lo Pareto. De hecho, se podría aceptar que la formación del cartel de acreedores, en las etapas iniciales de la crisis de la deuda, fue una condición necesaria para lograr una solución satisfactoria del problema.

El asunto es que, aunque necesaria, no fue una condición suficiente. Los programas de ajuste respaldados por el FMI con frecuencia tenían fallas desde un punto de vista técnico, y probablemente se mantuvo a los PMD muy controlados para reanudar el crecimiento hacia las exportaciones, como se analizará en la próxima sección. Más aún, como los PMD

sobreendeudados no recuperaron su acceso a los mercados de crédito voluntario, la credibilidad entre los bancos internacionales de las reglas obligatorias del cartel de acreedores se debilitó considerablemente. Un acreedor al que se deba el 0,1% de la deuda de un PMD difícilmente creerá que no se concretará un acuerdo de refinanciamiento hasta que acepte otorgar el 0,1% de una facilidad de dinero fresco al país. Es muy posible que se aproveche, y otro banco más grande tome su parte. De hecho, este problema surgió en los paquetes de deuda de 1983-1984, pero se solucionó mediante la persuasión moral en el sentido americano, es decir, a través de amenazas por parte de los principales Bancos Centrales y comerciales. Sin embargo, la persuasión moral no se puede utilizar indefinidamente. Más aún, el surgimiento de un mercado secundario donde las deudas de los PMD se fijan a un precio rebajado significó el escape natural para los potenciales polizontes.

Mientras no se resuelva el problema de la deuda externa de los PMD, el cartel de acreedores sólo se debilitará, dado el incentivo para que los bancos abandonen y vendan sus préstamos pendientes con los PMD a un precio rebajado en los mercados secundarios. La medida en que esto puede beneficiar o perjudicar a los PMD sobreendeudados es un problema que ha suscitado controversia. Por un lado, dichos países se pueden beneficiar de la reducción de la deuda, de acuerdo con la iniciativa Brady. Pero, por otro, tendrán un acceso restringido al financiamiento internacional.

6. El modelo de Rubinstein y la estrategia " para salir del paso"

Como se indicó anteriormente, la crisis de la deuda de los PMD fue diagnosticada inicialmente como un problema de liquidez temporal que se podía resolver mediante un esfuerzo de reactivación. Intencionalmente o no, este diagnóstico originó una serie de creencias que convencerían a los jugadores a actuar como si estuviesen enfrentando el juego con información completa. Dada la estrategia, caso a caso, en lo que se refería a los países deudores, la estrategia "para salir del paso" se podría describir en términos del modelo de Rubinstein de la manera siguiente:

a) Jugador 1: El cartel de los acreedores.
b) Jugador 2: Un país deudor sin liquidez.
c) La torta a repartir: El monto en dólares que el país deudor sin liquidez estaría dispuesto a transferir al exterior para recuperar su acceso a los mercados de crédito internacionales.
d) Los costos de espera para el jugador 1: Los menores ingresos trimestrales a ser recuperados después del acuerdo con el país deudor.

e) Los costos de espera para el jugador 2: La pérdida inmediata de las líneas de crédito comerciales, que conduce a la posible exclusión de los canales comerciales normales.

En retrospectiva, parece que este diagnóstico, al igual que las reglas de la estrategia "para salir del paso", tenía el objetivo de maximizar las transferencias hacia el extranjero por parte de los países deudores sin liquidez. De hecho:

i) El supuesto de que los PMD no enfrentaban problemas de solvencia, condujo a la subestimación de los costos de espera para el cartel de acreedores. Todos los acreedores incurrirían en pérdidas temporales a ser recuperadas mediante el cobro de intereses y multas en una fecha futura.

ii) La idea de que los PMD sobreendeudados recuperarían su acceso a los mercados de crédito voluntario después de la adopción de los programas de ajuste respaldados por el FMI, contribuyó a aumentar el tamaño de la torta. Las transferencias al exterior por parte de los PMD fueron consideradas como un sacrificio temporal para reestablecer la capacidad crediticia, y no como un costo permanente para evitar sanciones o caer en incumplimiento.

iii) La noción de que los pagos atrasados llevarían al colapso inmediato de las líneas de crédito comerciales, que en la práctica demostró ser una exageración absoluta, determinó que se sobreestimaran los costos de espera para los PMD endeudados.

iv) La distinción entre las facilidades de dinero fresco (que tenían el objetivo de permitir a los países deudores servir totalmente las obligaciones por concepto de intereses) y la capitalización parcial de los intereses, se mantuvo como un elemento crucial de la estrategia "para salir del paso", siendo la excusa principal que los reguladores de los bancos nunca aceptarían la capitalización parcial de los intereses como una práctica bancaria normal, incluso en el caso de riesgos soberanos. Obviamente, las facilidades de dinero fresco determinarían que l . nuevos préstamos se realizaran en la moneda local del país deudor, pero se podría obtener el mismo resultado si la porción capitalizada de las obligaciones de intereses se pagara a los bancos en monedas locales, que también podrían usarse para nuevos préstamos.

Es difícil atribuir tal distinción a la falta de visión de los reguladores de los bancos. Una explicación más convincente podría ser el excedente del jugador que realiza la primera propuest. en el modelo de Rubinstein. Bajo el esquema de nuevas facilidades de dinero fresco, el cartel de acreedores tuvo la iniciativa de realizar la primera

oferta. Esto bien se podría traspasar a cualquier país deudor individual, si la capitalización de los intereses debiera ser aceptada como parte de las reglas del juego.

v) La estrategia, país por país, siguió una lógica natural, ya que no hay dos países que enfrenten exactamente los mismos problemas, pero esto es demasiado evidente como para ser parte de la estrategia de manejo de la deuda. De hecho, lo que se intentaba era evitar la formación de un cartel de deudores, cuyas consecuencias se pueden describir fácilmente en términos del modelo de Rubinstein. Los costos de espera no cambiarían para cada país deudor individual. Sin embargo, para el cartel de acreedores, simplemente se convertirían en la suma de los costos de espera de las negociaciones de todos los países individuales. Suponiendo una función de utilidad lineal, $u_i(s_i, t) = s_i - c_i t$, uno se podría imaginar que bajo las reglas operacionales de la estrategia "para salir del paso", las transferencias al exterior por parte de los PMD endeudados fueron empujadas al nivel máximo de aceptación, mientras que la capitalización de los intereses manejada por un cartel de deudores conduciría a transferencias minúsculas al exterior por parte de dichos países.

En resumen, haya sido intencional o no, la estrategia "para salir del paso" mantuvo a los países deudores muy controlados, induciéndolos a transferir al exterior lo máximo a que estaban dispuestos, para recuperar el acceso a los mercados de crédito internacionales. Ya se ha señalado que la estrategia no consideró la dinámica de la deuda. El nuevo acceso a los préstamos voluntarios en exceso del servicio de la deuda sólo habría sido factible si las políticas de ajuste de los países deudores hubiesen determinado un crecimiento de las exportaciones, como en el caso de Corea del Sur. Sin embargo, ello era difícil de lograr en condiciones de un racionamiento estricto de crédito externo. América Latina disminuyó el déficit de su cuenta corriente no como consecuencia de políticas macroeconómicas bien planificadas, sino que, simplemente, como fruto de una restricción del presupuesto que los obligó a reducir sus importaciones.

El reconocimiento de que la estrategia "para salir del paso" estaba basada en una serie de creencias falsas, condujo a lo que se ha llamado la "fatiga de la deuda". En términos del modelo de Rubinstein, la percepción de que las transferencias al exterior por parte de los países deudores permanecerían como un problema de largo plazo más que un esfuerzo temporal, redujo el tamaño de la torta de transferencias. De hecho, las transferencias al exterior por parte de los países que obtienen refinanciamiento ya no se perciben como una inversión para recuperar la capacidad crediticia internacional, sino que como un costo para evitar sanciones por incumplimiento. Estas sanciones sirven como amenaza,

pero no más allá de ello, ya que no significarían ningún beneficio para los acreedores. Como tal, hoy día se comprende que la estrategia "para salir del paso" ha subestimado enormemente los costos de espera de los bancos y sobreestimado los costos de espera de los países deudores de mala conducta.

La medida en que se debe considerar la estrategia "para salir del paso", como un éxito o un fracaso, depende de los supuestos de sus objetivos. Desde la perspectiva de los PMD, de recuperar el acceso al crédito voluntario, fue un fracaso evidente. Desde el punto de vista del cartel de acreedores, no determinó que los países deudores se volvieran solventes, sino que postergó el reconocimiento de las pérdidas del riesgo soberano.

Sin embargo, si el objetivo fue mantener vivo el sistema de la banca internacional a un costo mínimo para el contribuyente de la OECD, la estrategia fue un éxito total. De hecho, a fines de 1982 y principios de 1983 el incumplimiento de los países deudores amenazó con producir una quiebra masiva de los bancos comerciales, la que tendría que haber sido compensada por el contribuyente de la OECD para evitar una nueva Gran Depresión. La estrategia "para salir del paso" no resolvió el problema de la deuda, pero ganó tiempo. Entretanto, los bancos fortalecieron su base de capital lo suficiente como para poder protegerse de los préstamos pendientes con los PMD, mediante reservas apropiadas para pérdidas por concepto de préstamos.

7. Las dificultades detrás del cartel de deudores

En la repetición del juego, la capacidad de los jugadores para formar un cartel está limitada por la tasa de descuento y el tamaño de las multas que los jugadores pueden imponer a un jugador que abandona el cartel. Con respecto al castigo perfecto del subjuego óptimo en las repeticiones del juego, ver Abreu (1986, 1988).

Fernández y Glazer (1988) identifican correctamente la dificultad principal para la formación de un cartel de deudores: la incapacidad de los países para comprometerse de antemano a actuar como cartel. De hecho, como los bancos acreedores tienen el derecho de hacer ofertas a los países deudores en forma independiente, los países pueden sentirse tentados a obtener una ganancia en un solo tiro desviándose del comportamiento de colusión y llegando a un acuerdo más rápido con los acreedores.

La interrogante que surge es: ¿Por qué resulta tan difícil para los países comprometerse a tener un comportamiento cooperativo? La respuesta involucra la teoría de los juegos repetidos. Suponga que los países puedan, ya sea formar un cartel o actuar con discreción. En el último caso

no obsevaríamos un cartel. Suponga que hay n países y la función de pago total en un solo tiro del país i es $u_i(s_1, ..., s_n)$. i = 1, ..., n. Suponga, además, que estamos interesados en los perfiles de dos estrategias: $s^c = (1_1^c, ..., s_n^c)$ las estrategias del cartel y $s^d = (s_1^d, ..., s_n^d)$ las estrategias discrecionales, 1.e., s^d es un equilibrio de Nash del juego de un solo tiro. Suponga que las liquidaciones del país i se descuentan al factor $0 < \partial i < 1$, i = 1, ..., n. Limitaremos nuestra atención a las estrategias dinámicas perfectas de un subjuego muy simple, como en Friedman (1971).

La estrategia del país i será cooperar en el tiempo t (jugando s_i^c) siempre que todos los países hayan cooperado hasta el tiempo t–1. Si cualquier país ha dejado de hacerlo, entonces el país i jugará su estrategia discrecional desde ese momento en adelante (s_i^d).

Luego se verifica que, si esas estrategias forman un equilibrio de Nash para el juego repetido, entonces:

a) El resultado será la cooperación en todos los períodos, lo que significa que el cartel se mantendrá en el largo plazo.

b) Las estrategias también constituyen un equilibrio perfecto de Nash para un subjuego. Esto ocurre porque s^d es un equilibrio de Nash de un solo tiro. Por lo tanto, si las estrategias dinámicas anteriores son un equilirio de Nash, la amenaza de volver hacia un perfil discrecional es creíble.

Es fácil obsevar que nuestras estrategias dinámicas constituyen un equilibrio de Nash sólo si ningún país tiene algún incentivo para desviarse unilateralmente de él en algún período. Suponga que el pago máximo que el país i pudo lograr desviándose es $u_i(s_i', s_{-i}^c)$, donde $s_{-i}^c = (s_1^c, ..., s_{i+1}^c, ..., s_n^c)$, es decir, el perfil del cartel de todos los países salvo i, y s_i es la desviación más rentable del país i con respecto al comportamiento del cartel.

Como nosotros estamos observando juegos con descuento, podemos considerar que esta desviación se realiza en el tiempo 1, sin perder generalidad. La ganancia que obtiene el país i al desviarse es:

$$u_i(s_i', s_{-i}^c) - u_i(s_i^c).$$

La pérdida en la que incurre es el valor presente mañana de la diferencia entre el pago total en el perfil del cartel y el pago total en el perfil discrecional.

$$\frac{\partial_i}{1 - \partial_i} \quad (u_i(s_i^c) - u_i(s_i^d)).$$

Por lo tanto, las estrategias dinámicas descritas anteriormente son un equilibrio perfecto de un subjuego si y sólo si

$$\frac{\partial_i}{1-\partial_i}\ (u_i(s_i^c) - u_i(s_i^d)) > u_i(s_i', s_{-i}^c) - u_i(s_i^c) \text{ para todas las i.} \tag{3}$$

Debido al hecho de que existen muchos países, si los países deudores formaran un cartel, sería interesante para el cartel de acreedores ofrecer a uno de los países deudores algunas ventajas, con el fin de romper la desigualdad (3) y así destruir el cartel.

Esto es lo que ha evitado la formación del cartel de deudores. Hasta el momento los bancos han tenido éxito en evitar la colusión de los países. En el momento de que algunos países decidan reunirse en un cartel y los bancos ofrezcan ventajas a uno de ellos, el cartel se acaba. Además, como ha estado sucediendo hasta ahora, las ventajas que recibe un país tarde o temprano se extienden hacia los demás países, de modo que todos están preparados para formar un cartel nuevamente, y así en forma sucesiva.

Esto lleva a la conclusión principal de que los bancos están previendo continuamente la formación del cartel, y los países deudores lentamente están gozando de más y más ventajas.

De hecho, la desigualdad (3) describe los requerimientos para la estabilidad de un cartel de deudores. Aquí entran en juego dos factores: la tasa de descuento de los países y la máxima ganancia de la desviación. Mientras más alta es la tasa de descuento (es decir, mientras más paciente es el país), es más probable que el cartel tenga estabilidad. Lo mismo sucede mientras menos gana un país al desviarse del cartel. Las dificultades para formar un cartel de deudores provienen de tres factores: i) el bajo volumen de comercio entre los países deudores; ii) la falta de solidaridad política entre esos países deudores; iii) como consecuencia, la falta de significado de las sanciones que el cartel de deudores podría imponer a los PMD que se desviaran.

Con el fin de ver por qué sucede esto, observe primero que los factores determinantes de la impaciencia de un país son sus reservas internacionales y el volumen de comercio realizado en términos de trueque. Mientras más aumenten éstas, menos impacientes estarán los países, ya que el principal costo enfrentado por un país es la pérdida de las líneas de crédito. Segundo, los factores determinantes de las ganancias que se obtienen con la desviación del cartel son tres. Primero, como ya se ha afirmado, las ventajas que los bancos otorgaron en acuerdos anteriores se incorporaron en la función de pago de todos los países. Esto disminuye el monto de la derecha de (3). Segundo, si el volumen de comercio entre los países deudores aumenta, no sólo se tornan menos

impacientes sino que aumentan también las sanciones económicas que pueden imponer los demás miembros del cartel al país que se desvía, haciendo que la ganancia obtenida en un solo tiro sea menos valiosa. Tercero, si aumenta la solidaridad política entre los países latinoamericanos, la persuasión política puede adquirir el rol de un comercio mayor.

8. La fatiga de la deuda: Una descripción

La discusión anterior sobre las estrategias "para salir del paso" y el fracaso para resolver el problema de la deuda de los PMD constituyen las bases de lo que se ha llamado la "fatiga de la deuda". Bajo una aritmética desagradable de deuda, los acreedores ya no pueden imponer sus condiciones en base a la amenaza de que los malos deudores serán excluidos de los préstamos voluntarios futuros. De hecho, lo que interesa a los deudores no es recuperar el acceso a préstamos voluntarios futuros, sino que a préstamos futuros en exceso del servicio de la deuda y que no se pueden sostener cuando las tasas de crecimiento de las exportaciones están retrasadas con respecto a las tasas de interés. Como tales, los acreedores sólo pueden cobrar lo que se les adeuda en base a amenazas de sanciones por incumplimiento. No obstante, las sanciones, además de perjudicar significativamente al país que cae en incumplimiento, significarían poco o ningún beneficio para sus acreedores, ya que prácticamente no existen garantías por riesgos de transferencia. Por lo tanto, ellas constituyen una amenaza poderosa en contra del repudio definitivo de la deuda, lo que excluiría al mal deudor del sistema internacional de pago, pero no en contra de proposiciones intermedias que involucran un alivio parcial de la carga de la deuda.

Krugman (1985) adelantó el potencial para negociar bajo el escenario de fatiga de la deuda.

"Supongamos que un país deudor ofrece pagar parte de su deuda siempre que sus acreedores se abstengan de declarar al país en mora y de invocar sus sanciones. *Ex ante,* a los acreedores les gustaría comprometerse a imponer sanciones cuando un país intenta evadir sus obligaciones; sin embargo, *ex post,* es posible que los acreedores prefieran renegociar los términos en lugar de perder todo lo que se les adeuda. Por lo tanto, los acreedores, a pesar de que pueden imponer costos serios a las naciones que no cumplen, pueden tener problemas para que se les crea que realmente impondrán estos costos.

"¿Cuál es la razón entonces por la cual los países buscan renegociar libremente los términos de su deuda? Los acreedores pueden imponer sanciones por al menos dos razones. La primera es que los acreedores pueden visualizarse jugando un 'juego repetido' en que la reputación es

importante. La segunda es que los acreedores no están en colusión perfecta y pueden presentar intereses individuales para invocar sanciones, aunque colectivamente estarían en una situación mejor no haciéndolo.

El argumento del juego repetido se obtiene de la teoría pura, pero parece bastante realista. Si los acreedores consideran que la indulgencia con un deudor puede tener como consecuencias, exigencias de renegociación por parte de otros, el costo adicional puede hacer que los acreedores no estén dispuestos a ser indulgentes. El reconocimiento de esta falta de disposición puede hacer que los deudores paguen y el resultado será un conjunto de creencias autosustentadas.

Un hecho interesante sobre esta explicación es que podría proporcionar un incentivo para que los deudores formen un cartel. Es probable que los acreedores que estén dispuestos a imponer sanciones disciplinarias a un deudor como ejemplo para los demás, no pueden hacer extensiva la amenaza para imponer sanciones disciplinarias a varios a la vez. Se sabe que se propuso la formación de un cartel en 1982 y el incentivo para formar uno todavía existe".

La formación de un fondo de reservas por parte de los bancos comerciales para pérdidas por concepto de préstamos, refuerza aparentemente el argumento de Krugman. Lo que hace que el juego de la deuda sea mucho más complicado que el descrito por Paul Krugman es que una oferta creíble por parte de un país deudor para pagar una fracción de su deuda siempre que el resto de ella sea perdonada, requiere una garantía adicional que no se puede producir fácilmente cuando un país está preparado para pagar en efectivo parte de su deuda externa como arreglo definitivo, y pueda aceptar anular la parte restante. De hecho, esta es la forma en que, recientemente, Bolivia pagó parte de su deuda al 11% de su valor nominal. Bolivia representa un caso extremo, pero seguramente otros países latinoamericanos obtendrían el alivio parcial de la carga de su deuda si estuviesen dispuestos a recomprar 40 ó 50% de su deuda pendiente. El problema, por supuesto, es que ningún deudor internacional importante ha acumulado reservas externas por ese monto. Si las tuviese, ya habrían sido excluidos de la lista de los grandes deudores internacionales.

La subordinación de la deuda ha sido una sugerencia poco apropiada, como lo indica la proposición frustrada de Brasil de 1987 de intercambiar bonos por pagarés con un descuento de un 30%. La razón detrás de la proposición brasileña fue una regla implícita de subordinación de deuda; de hecho, en 1987, Brasil suspendió el pago de intereses a los bancos comerciales, pagando el total del capital y de los intereses de los bonos. Como consecuencia, los descuentos a la deuda de Brasil con los bancos comerciales fueron mucho mayores que los descuentos de los bonos brasileños. Lo que determinó que la proposición de conversión de deuda fuera inaceptable, fue que la regla de subordinación no estaba bajo

mandato de la legislación internacional, sino que simplemente era decidida por el país deudor. Si parte importante de la deuda basileña fuese convertida de pagarés a bonos, el país podría elegir la regla contraria, pagar totalmente los pagarés y no cumplir el pago de los bonos.

El mejoramiento de los créditos para los bonos de salida parece ser una solución mucho más prometedora, y fueron utilizados de manera exitosa en la reciente negociación para reducir la deuda de México con los bancos comerciales. En la sección 10 se discutirá hasta qué punto se pueden usar para disminuir la deuda externa de un país.

9. Negociación bajo fatiga de la deuda

La fatiga de la deuda ha desmantelado el conjunto de creencias que inspiraron la estrategia "para salir del paso" y la formación de los carteles de acreedores. La torta que se debe dividir ya no es el monto a corto plazo de transferencias al extranjero de los PMD, sino que la deuda a mediano y largo plazo con los bancos comerciales. Las reservas para pérdidas por préstamos, los precios del mercado secundario de la deuda de los PMD y los precios de las acciones de los bancos reflejan claramente que hay un potencial para reducción de deuda. El Plan Brady es simplemente el reconocimiento de este potencial. El problema práctico es cómo poner en práctica dicho plan.

Suponiendo que existe información completa, los modelos de negociación son fáciles de desarrollar. Desplazándose de acciones a flujos, la torta a dividir es la cantidad de intereses iD a ser transferidos al exterior por cada PMD. Eso se puede reducir a iD' después del alivio parcial de la deuda. Se supone que el producto interno bruto de los PMD es Y, si el país coopera con sus acreedores, e Y – T en el caso de confrontación. T es el costo de confrontación, en términos de pérdidas comerciales al ser excluidos de los canales normales de pago internacional. Lo que realmente importa en el caso de los PMD endeudados, es su producto nacional bruto, equivalente a Y – iD' después del pago de su deuda, o a Y – T en caso de impasse. En cuanto a los acreedores, ellos no reciben nada en caso de impasse (suponiendo que no existe garantía para los riesgos de transferencia), e iD' en caso de acuerdo cooperativo.

Suponiendo funciones de utilidad lineales para ambos jugadores, el arbitraje de negociación de Nash estaría dado por:

$$iD' = \min \{iD, T/2\}$$

En resumen, un país sería candidato para la reducción de su deuda siempre que el costo de confrontación con los acreedores excediera el doble de su cuenta de intereses. En ese caso, los esquemas de alivio de

la carga de la deuda deberían disminuir la cuenta de intereses a la mitad por los costos de confrontación. Por lo demás, los valores de Shapley conducirían a la misma solución. En un mundo de tasas de interés flotantes, el modelo conduce a una conclusión importante: la fórmula ideal de reducción de deuda es indirecta, donde lo que se reduce no es la deuda, sino que la tasa de interés, con bonos de salida a tasa fija (por supuesto, a tasas fuera de mercado).

Una propiedad esencial de la solución de negociación de Nash es que describe la reducción de la deuda como una negociación de una vez para siempre: cuando la cuenta de intereses externos del país se haya reducido a T/2, no queda espacio para una segunda ronda de reducción de deuda. (El modelo supone información completa y una T constante a lo largo del tiempo.)

El problema con la solución de Nash, al igual que con los valores de Shapley, es que ofrece sugerencias razonables para el arbitraje en alguna corte internacional, pero tiene poco que ver con una negociación real, la cual es mucho mejor descrita por el modelo de Rubinstein. De acuerdo a este último modelo, la deuda externa de los PMD se reduciría de D a Ds_1, si la primera oferta fuese realizada por el cartel de acreedores, y de D a $D(1 - s_2)$ si la primera oferta la hiciese el PMD. Se debería esperar que una vez que la deuda se hubiese reducido desde D a D' no quedase espacio para ninguna otra ronda de negociaciones. En resumen, para una deuda externa D', se tendría $s_1 = 1$, $s_2 = 0$.

Esto es imposible en el modelo de Rubinstein, que siempre da $s_1 + s_2 > 1$.

Como ejemplo, supongamos que el cartel de acreedores tiene costos de espera proporcionales y que el país deudor tiene costos de espera lineales:

$$u_1(x_1, t) = iDx_1d^t$$

$$u_2(x_2, t) = Y - Tt - iD(x_2 - 1)$$

Las ecuaciones de Rubinstein dan:

$$s_1 = \min\left\{\frac{T}{iD(1-d)}; 1\right\}$$

$$s_2 = \max\left\{1 - d; 1 - \frac{dT}{1D(1-d)}\right\}$$

Si a los acreedores se les permitiese hacer la primera oferta, el modelo conduciría a resultados sencillos: un país sería candidato a la reducción de su deuda si, y sólo si iD > T/(1 – d). Entonces su cuenta se reduciría a iD' = T/(1 – d), y este nivel reducido ya no sería sometido a un alivio adicional. El asunto es que, una vez que la deuda fuese saldada a un nivel inferior, el país deudor comenzaría nuevamente las negociaciones con derecho a una primera oferta y reduciría nuevamente su deuda por un factor de 1 – d.

La conclusión es que la reducción de la deuda no se puede modelar en los términos de Rubinstein por una razón muy simple; el modelo de Rubinstein supone que una vez que los jugadores han acordado la forma en que se dividirán la torta, se pueden ir a casa con los resultados de la negociación y no encontrarse nunca más. Se podría usar dicho modelo para describir la reducción de la deuda a través de una recompra significativa. Sin embargo, al menos en el corto plazo, los PMD sobreendeudados no tienen reservas para adquirir toda su deuda con la banca comercial a través de recompras. Como tales, las negociaciones de reducción de deuda, al igual que la concluida recientemente por México, no reparten la torta en los términos de Rubinstein. Los acreedores ceden una fracción de la torta, pero el resto es objeto principal de futuras renegociaciones. Esto naturalmente limita la cantidad de condonación de deuda que un país puede recibir, como se analizará en la sección siguiente.

10. **Reducción de la deuda con información incompleta**

La discusión anterior plantea el problema fundamental de la negociación de la deuda con información incompleta. ¿Por qué deberían los acreedores condonar parte de la deuda externa de un país en ausencia de una garantía de que la parte no perdonada será pagada totalmente?

Un incentivo para la condonación parcial de la carga de la deuda aparentemente sería proporcionado por este argumento: una reducción de la deuda total de un país aumentará el valor de mercado de cada una de sus deudas restantes en dólares. El problema es si puede ocurrir un efecto de la curva de Laffer, es decir, si el valor de mercado de la deuda total puede aumentar mediante la condonación parcial de la carga de la deuda. En resumen, si xD es una función decreciente de D, donde x representa el valor de mercado de una deuda nominal de un dólar y D el valor nominal total de la deuda.

En términos de capacidad de pago, probablemente se puede descartar el efecto de la curva de Laffer. Sin embargo, en las deudas soberanas lo que cuenta no es sólo la capacidad para pagar, sino que además la disposición a pagar, la cual puede aumentar con la reducción de la deuda.

Esto explica muchas de las liquidaciones de las deudas internacionales después de la Gran Depresión.

Existen dos obstáculos para las negociaciones de reducción de deuda que se basan en el efecto de la curva de Laffer. Primero, lo que se está analizando es la reducción de la deuda de los PMD con la banca comercial, pero no su deuda con las agencias de crédito oficiales. Segundo, los directores de la banca comercial no tienen razones para explicar a sus accionistas por qué han perdonado parte de la deuda de un país en ausencia de garantías adicionales.

En el acuerdo alcanzado recientemente por México con los bancos comerciales, se encontró una respuesta a este problema. Para negociar la reducción de la deuda, los países deudores debían ofrecer mejoramientos a sus acreedores. Un mejoramiento es una garantía de que una fracción f del valor nominal anterior de la deuda será pagada en su totalidad. Dicha garantía puede ser proporcionada por bonos de cupón cero del Tesoro de los EE.UU. para cubrir el capital de los bonos de salida emitidos por el país, o por otros activos financieros con un precio fijado al valor par en los mercados financieros. El porcentaje 10d% de la reducción de la deuda que se puede obtener mediante la oferta de mejoramientos depende de otras variables: i) el valor de mercado x de una deuda de un dólar del país antes de la negociación de reducción de deuda; ii) el valor de mercado esperado y de una deuda no mejorada de un dólar del país después de la negociación. Se puede suponer que, debido a que la deuda total del país se ha reducido, $x < y < 1$.

$$x = f + (1 - d - f)\, y \qquad (4)$$

que equivale al valor de mercado de la deuda del país antes y después del acuerdo de reducción de la deuda. En las recientes negociaciones mexicanas, se acordó una condonación de un 35% de los 40 billones de dólares de deuda con los bancos comerciales, a cambio del mejoramiento de 7 billones de dólares ($f - 7/40 = 17{,}5\%$). Las deudas mexicanas se habían negociado anteriormente a $x = 44\%$. La ecuación (4) indica que los mercados esperan que la parte no mejorada de la deuda mexicana, después de la nueva negociación, tendrá un valor de $y = 58\%$ de su valor par.

La ecuación (4) permite sacar algunas conclusiones importantes. Primero, si un país realmente tiene intenciones de pagar la totalidad de sus compromisos externos después de un acuerdo de reducción de deuda, las negociaciones de condonación parcial de la carga de la deuda (aun cuando puedan ser muy impresionantes desde un punto de vista político) son una mala solución, ya que los mercados difícilmente estarán dispuestos a aceptar $y = 1$. Esto refleja simplemente el hecho de que los mercados competitivos no funcionan en forma eficiente con información asimétrica.

El hecho de que los mercados acepten $y < 1$ demuestra el hecho de que un deudor soberano puede cambiar el estado de las cosas. En resumen, los derechos soberanos se convierten en una desventaja en términos de valores de mercado; los honrados pagan por los poco honrados. En este caso, las recompras pueden representar un mecanismo menos espectacular pero más eficaz de reducción de deuda, según lo propuesto por Williamson (1988).

Segundo, los países deudores pueden tratar de manejar la fórmula (4) de modo de obtener un descuento d máximo sobre la deuda. Para una relación de mejoramiento f dada, que se podría obtener disminuyendo x (tal vez mediante una moratoria) y aumentando y, la sugerencia es ingenua, ya que un país difícilmente podría manejar x e y en direcciones opuestas. Sin embargo, aunque y disminuya a su nivel inferior $y = x$, existe un incentivo para que el país reduzca el valor de mercado de su deuda. De hecho, para $y = x$, la ecuación (4) da:

$$d = f \frac{1 - x}{x} \qquad (5)$$

lo que indica que d es una función decreciente de x. La ecuación (5) aparentemente respalda la idea de que una moratoria unilateral establece el escenario para una negociación ideal, desde el punto de vista del país deudor. El asunto es que la relación de mejoramiento f depende de la disponibilidad de las reservas externas, que pueden verse amenazadas por la moratoria, debido a la pérdida de las líneas de crédito de corto plazo y a una reducción de la oferta de crédito oficial. Más aún, una suspensión unilateral del servicio de la deuda puede perjudicar la reputación del país y llevar a una fuga considerable de capital, como parece haber ocurrido en Brasil en 1987.

Una vez más la posibilidad de manejar los parámetros de la ecuación (4), en lugar de ser una ventaja, puede ser una desventaja para los PMD endeudados, a los que se puede considerar como vendedores de autos usados (lemons), el ejemplo clásico de lo que sucede bajo una situación de información asimétrica. Idealmente, el Plan Brady debiera incentivar a las agencias oficiales de crédito para actuar de forma de compensar las distorsiones de esta asimetría. Cómo se puede lograr este objetivo en la práctica, es tema para otra investigación.

Referencias

Abreu, D. (1986). "Extreme Equilibria of Oligopolistic Supergames", *Journal of Economic Theory*, 39, 191-225.

------ (1988). "On the Theory of Infinitely Repeated Games with Discounting, *Econometrica*, 56, 383-396.

Admati, A. and Perry, M. (1987). "Strategic Delay in Bargaining", *Review of Economic Studies*, 54, 345-364.

Atkeson, A. (1988). "International Lending with Moral Hazard and Risk of Repudiation", mimeo, Stanford University.

Bulow, J. and Rogoff, K. (1989a). "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt", *Journal of Political Economy*, 97, 155-178.

------- (1989b). "Sovereign Debt: Its to Forgive to Forget?", *The American Economic Review*, 43-50.

Cline, W.R. (1983). "International Debt and the Stability of the World Economy", Institute for International Economics.

Fernández, R. and Glaze., J. (1988). "Why Haven't Debtor Countries Formed a Cartel?, mimeo, Departamento de Economía, Boston University, noviembre.

------- (1989). "The Scope for Collusive Behavior Among Debtors in a Model of Sovereign-Debt Renegociation with Costly Penalties", mimeo, Departamento de Economía, Boston University, febrero.

Fernández, R. y Rosenthal, R. (1988). "Sovereign-Debt Renegociations: A Strategic Analysis", NBER Working Document, Nº 2597, abril.

Friedman, J.W. (1971). "A Non-cooperative Equilibrium for Supergames". *Review of Economic Studies*, 28, 1-12.

Kaletsky, A. (1985). *The Costs of Default*. New York: Priority Press.

Krugman, P. (1985). "International Debt Strategies in an Uncertain World", in *International Debt and the Developing Countries*, G. Smith and J. Cuddington eds., The World Bank, pp. 79-100.

Nash, J. (1953). "Two-Person Cooperative Games", *Econometrica*, 21, 128-140.

Roza, S. (1985). "Algums Aspectos de Teoria dos Jogos e uma Aplicação do Problema de Dívida Externa" (Algunos Aspectos de la Teoría de los Juegos con una Aplicación al Problema de la Deuda Externa), *Revista de Econometria*, 2, 115-142.

Rubinstein, A. (1982). "A Bargaining Model With Incomplete Information About Time Preferences", *Econometrica*, 53, 1151-1172.

Simonsen, M.H. (1985). "The Developing-Country Debt Problem", in *International Debt and the Developing Countries*. G. Smith and J. Cuddington eds. The World Bank, pp. 101-126.

------- (1988). "Macroeconomía e Teoría dos Jogos" (Macroeconomía y Teoría de los Juegos), *Anales de la XVI Reunión de ANPEC*, Vol. 4, pp. 1-5.

Williamson, J. (1988). "Voluntary Approaches to Debt Relief", Institute for International Economics, Washington, D.C.

Junta de Asesores Académicos del CINDE

Abel G. Aganbegyan
Academic of Sciences of the ex USSR, Unión Soviética

*Michael J. Boskin
Stanford University, EE.UU.

Hakchung Choo
Asian Development Bank, Filipinas

Rudiger Dornbusch
Massachussetts Institute of Technology, EE.UU.

Ernesto Fontaine
Pontificia Universidad Católica de Chile, Chile

Herbert Giersch
Kiel Institute of World Economics, Alemania

Francisco Gil Díaz
Ministerio de Hacienda, México

Malcolm Gillis
Duke University, EE.UU.

Arnold C. Harberger
University of California, Los Angeles, EE.UU.

Helen Hughes
Australian National University, Australia

Shinichi Ichimura
Osaka International University, Japón

Glenn Jenkins
Harvard Institute for International Development, EE.UU.

D. Gale Johnson
University of Chicago, EE.UU.

Roberto Junguito
Banco Sudameris, Colombia

Yutaka Kosai
Japan Center for Economic Research, Japón

Anne O. Krueger
Duke University, EE.UU.

Deepak Lal
University College, London, Inglaterra

Ronald J. McKinnon
Stanford University, EE.UU.

Charles E. McLure, Jr.
Hoover Institution, EE.UU.

Gerald M. Meier
Stanford University, EE.UU.

Seiji Naya
University of Hawaii, EE.UU.

Juan Carlos de Pablo
DEPABLOCONSULT, Argentina

Affonso Pastore
Universidade de Sao Paulo, Brasil

Gustav Ranis
Yale University, EE.UU.

Michael Roemer
Harvard Institute for International Development, EE.UU.

Leopoldo Solís
Instituto de Investigación Económica y Social Lucas Alamán, México

David Wall
University of Sussex, Inglaterra

Richard Webb
Pontificia Universidad Católica del Perú, Perú

James Worley
Vanderbilt University, EE.UU.

*Michael J. Boskin, ausencia temporal