

Pierre Salama

*Université de Paris-XIII*

## Dolarización y heterodoxia en América Latina

*Lecturas de Economía*. No. 21. Medellín, septiembre-diciembre de 1986. pp. 99-132.

● **Resumen.** En el marco del endeudamiento externo latinoamericano se presenta el fenómeno de la dolarización, que se manifiesta ya sea por la sustitución de monedas —fuga de capitales— o bien por la nueva función que ejercen los títulos indexados, según el tipo de cambio en dólares, en lugar de la moneda local. Los objetivos de las nuevas políticas económicas de Argentina y Brasil —lucha contra la inflación, dexindexación generalizada, reindustrialización . . .— se enfrentan a la dificultad de tener que ser alcanzados al mismo tiempo que debe asegurarse un servicio mínimo de pago de la deuda externa. El interrogante que se plantea entonces es si el servicio de la deuda externa es un obstáculo mayor para alcanzar esos objetivos, o si para debilitar la dolarización se requieren medidas más heterodoxas —moratoria parcial o temporal de la deuda y una modificación de la distribución de los ingresos— que los contemplados en los planes Austral y Cruzado. Para responder a las cuestiones planteadas, además del análisis de las relaciones entre fuga de capitales y deuda externa y entre políticas económicas y dolarización, en este artículo se estudian los factores relativos a los cambios en las estructuras económicas y en los regímenes de acumulación y sus efectos sobre la deuda externa, diferentes según el país y según las épocas.

● **Abstract.** *One phenomenon which characterises the current problems of Latin American external debt is the process of dollarization (the progressive substitution of U.S. dollars, actual dollars or prices denominated in that currency, for the local monies). The new monetary plans of Argentina and Brazil, for example, are confronted by the need to service the debts of those countries and restore confidence in domestic coin. This paper poses the question of whether these can be achieved by orthodox methods or if a heterodox approach, involving debt moratoria and income redistribution, is likely to be more successful.*

Presentado en el Simposio *Estado y Economía: a propósito del centenario de la Constitución de 1886*. Medellín, septiembre 24-26 de 1986. Organizado por el Departamento de Economía y el Centro de Investigaciones Económicas —CIE— de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Antioquia y la Asociación de Economistas de la Universidad de Antioquia —Adeco—, con el apoyo de la Embajada de la República de Francia en Colombia y del Banco de la República. Traducción del Francés por José Félix Cataño Molina, con la revisión de Eduardo Aldana Cárdenas.

Introducción, 101. — I. Las fugas de capitales y la deuda externa, 103. — II. ¿Son neutras las políticas económicas frente al proceso de dolarización?, 108. — III. Los cambios en las estructuras económicas y sus efectos sobre la deuda externa, 114. — IV. La heterodoxia de los planes de ajuste: los casos del Austral y el Cruzado, 124.

## INTRODUCCION

La economía de endeudamiento en América Latina se caracteriza por una doble evolución. La primera se refiere a las condiciones de financiación de la deuda externa y la segunda a la aparición de nuevas políticas económicas calificadas como heterodoxas.

Los mercados financieros internacionales presentan cambios sensibles: los créditos de consorcios de bancos, de los que se beneficiaban los prestamistas latinoamericanos, se han reducido de manera importante; las emisiones de obligaciones internacionales conocen un gran impulso, pero los países subdesarrollados no se benefician de ellas<sup>1</sup>, los flujos de capitales siguen

1 Banque des Réglements Internationaux. "570. rapport". Bâle [Basilea], junio 9 de 1986. pp. 98, 109, 142-ss. Sobre los nuevos activos financieros, véase el artículo de: De la Bruslerie, H. "Les marchés financiers internationaux et l'évolution de l'activité bancaire". En: Bourguinat, H. y Mistral, J. *La crise de l'endettement international. Acte II*. Paris, Economica, 1986.

otras direcciones, privilegiando a Estados Unidos, y la transferencia neta de capitales desde las economías latinoamericanas hacia los bancos del centro se desarrolló notablemente<sup>2</sup>.

La dolarización ha tomado una importancia nueva: se define por la sustitución de las monedas (fuga de capitales) y por el nuevo papel jugado por los títulos indexados a los tipos de cambio en dólares, como unidad de cuenta, en lugar de la moneda local. La primera se llama dolarización en sentido estricto; la segunda, dolarización en sentido amplio; y ambas afectan profundamente la soberanía monetaria del país, ésta se ha debilitado en los últimos diez años: nuevas políticas económicas han aparecido en estos años en Argentina y Brasil, las cuales tienen como objetivo reducir en forma sensible la inflación imponiendo la congelación de precios y la desindexación generalizada, iniciar la reindustrialización (Argentina) o proseguir el crecimiento (Brasil).

Esos objetivos son muy ambiciosos. Sin embargo, la dificultad radica en que se deben conseguir al mismo tiempo que se asegura un servicio mínimo de la deuda externa. Se plantean, entonces, dos cuestiones: ¿el servicio de la deuda constituye una dificultad mayor para alcanzar los objetivos fijados? ¿Puede la dolarización, en el sentido estricto y en el sentido amplio, ser frenada sin que se tomen medidas complementarias más heterodoxas que las contempladas en los planes de ajuste, tales como una moratoria parcial o temporal y una modificación sensible de la distribución de los ingresos?

El propósito de este artículo es aportar elementos de juicio para responder a estas preguntas. La fuga de capitales ha agravado profundamente el endeudamiento; sin embargo, la relación entre políticas económicas y dolarización no es suficiente por sí sola para explicar este agravamiento. El contexto exterior se modificó sensiblemente y condujo a un empeoramiento del servicio de la deuda, lo cual, como contrapartida, ha provocado una agravación del endeudamiento. Las estructuras económicas y los regímenes de acumulación, diferentes según el país y según los momentos, tuvieron igualmente su parte de responsabilidad. El estudio del conjunto de estos fac-

---

2 World Bank. *Debt and developing world*. 1984. Véase también: Ramos, J. "Stabilization and Adjustment Policies in the Southern Cone. 1974-1983". *Cepal Review*. No. 25. Abril 1985.

tores permite aportar respuestas, diferentes según los países, a las cuestiones antes mencionadas.

## I. LAS FUGAS DE CAPITALES Y LA DEUDA EXTERNA

La medición de las fugas de capitales no es fácil y diferentes enfoques son posibles para su evaluación. Examinemos este punto con algún detalle.

1. Podemos referirnos a las estadísticas publicadas por el Fondo Monetario Internacional y por el Boletín de la Oficina del Tesoro de Estados Unidos. Estas instituciones registran el monto de los depósitos efectuados en bancos extranjeros por los no residentes, excluyendo los de bancos y los depósitos oficiales<sup>3</sup>. En septiembre de 1985, los depósitos efectuados en los bancos extranjeros están evaluados en 8.200 millones de dólares para Argentina (de los cuales, 4.100 en bancos de Estados Unidos), 8.500 para Brasil (de los cuales, 1.700 en bancos norteamericanos), 15.300 para México (de los cuales 11.100 en bancos de Estados Unidos), 12.600 para Venezuela (de los cuales 7.100 en los bancos norteamericanos)<sup>4</sup>. Pueden relacionarse estas fugas de capitales con los depósitos de los agentes financieros no bancarios en los respectivos sistemas financieros nacionales (véase Cuadro 1).

El Cuadro 1 muestra que la relación porcentual entre depósitos en bancos del extranjero y los depósitos en el sistema bancario nacional (B/A) evoluciona muy fuertemente desde 1981 hasta 1985 (según los países, se multiplicó por tres o por cuatro aproximadamente). Además, se constata que este cambio se presenta, en gran parte, en el curso de los años 1982 y 1983. Los depósitos en el sistema bancario nacional bajan muy fuertemente en Argentina y en México mientras que los depósitos en el extranjero aumentan poco

---

3 Estas cifras sobreestiman el monto de las fugas de capitales porque incluyen los depósitos de las empresas públicas de esos países. Por otro lado, no incluyen los depósitos no identificables y las obligaciones en divisas, ya sean depósitos o saldos individuales en divisas que permanecieron en esos países y que, por consiguiente, no fueron depositados en los bancos del extranjero. Habría, entonces, una subestimación de las fugas por este último concepto.

4 *World Financial Market*. April-May 1986. Los capitales no se dirigieron solamente a Estados Unidos ni fueron depositados en bancos norteamericanos. Por ejemplo, Uruguay sirvió de "santuario" a los capitales argentinos; el monto de los depósitos argentinos había alcanzado US\$1.000 millones según Ramírez Rojas. "Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay". *Staff Papers. FMI*. 1986. p. 645.



**Cuadro 1 Argentina, Brasil y México: depósitos de agentes no bancarios en el interior y en el exterior. 1981-1985**  
(miles de millones de dólares)

Años	Argentina			Brasil			México		
	A*	B**	B/A (Porcentaje)	A	B	B/A (Porcentaje)	A	B	B/A (Porcentaje)
1981	24.3	6.7	28	47.7	3.9	8	70.5	9.4	13
1982	8.2	7.1	87	49.6	4.1	8	32.3	10.4	32
1983	8.4	7.9	94	35.1	8.1	23	36.8	12.7	34
1984	7.7	7.6	99	38.4	8.2	21	45.4	14.3	31
1985	7.1	8.2	115	38.7	8.5	22	35.8	15.3	43

\* A: Depósitos en el sistema bancario nacional. Incluye depósitos a la vista, a término y los certificados de depósito en moneda local convertidos a dólares a la tasa de cambio vigente al final del año.

\*\* B: Depósitos en los bancos del extranjero.

Fuente: *World Financial Market*. Abril 1986.

y, así, la proporción crece sensiblemente. Será necesario esperar hasta 1983 para que crezca en forma importante en Brasil gracias, esencialmente, a una duplicación de los depósitos en el extranjero.

Estas cifras revelan la amplitud de la fuga de capitales. Sin embargo, para la mayor parte de los países son inferiores a la magnitud de la sustitución de monedas. En efecto, esta dolarización en sentido estricto comprende, además de los depósitos en el extranjero, el conjunto de divisas y de obligaciones en divisas en el interior del país. De todas maneras, esas cifras sugieren que la responsabilidad de las fugas de capitales en el aumento de la deuda externa es muy importante en México, Venezuela y Argentina, y que es bastante débil para Brasil. En el Cuadro 2 se puede observar que, en ausencia de fugas, la deuda y el pago de los intereses habrían sido reducidos y que los otros flujos de capitales (inversiones directas y balanza de servicios distintos a intereses pagados) no habrían cambiado.

Esta presentación contable puede ser criticable ya que, como lo veremos, las mediaciones son más complejas. Sin embargo, nos aclara dos puntos interesantes:

Cuadro 2 **Argentina, Brasil, México y Venezuela: deuda exterior bruta al final de 1985.**  
(miles de millones de dólares)

<u>País</u>	<u>Efectivo</u>	<u>Sin fuga de capitales</u>
Argentina	50	1
Brasil	106	92
México	97	12
Venezuela	31	-12

Fuente: *World Financial Market*. Marzo 1986

— Es erróneo atribuir al Estado y a las empresas públicas la completa responsabilidad en los endeudamientos, porque las políticas económicas seguidas facilitaron también, con frecuencia, las fugas de capitales (volveremos a este punto). Esas políticas estimularon igualmente la adquisición de préstamos en el mercado de eurodólares con el fin de compensar, entre otras, esas fugas. El juego no se efectuó entre dos, el prestamista y el prestatario, sino entre tres: el prestamista, el especulador y el prestatario.

— Los bancos internacionales se beneficiaron ampliamente con los préstamos que hacían a los países de América Latina hasta comienzos de esta década. También se beneficiaron con los depósitos efectuados por los no residentes que especulaban sobre su propia moneda. Las cifras conocidas para México, Argentina y Venezuela son reveladoras. Si se puede afirmar, como lo hace Jeffrey Sachs<sup>5</sup>, que “los bancos prestaron en cierta forma una intermediación externa” (los agentes privados latinoamericanos concediendo préstamos en dólares al sector público latinoamericano), igualmente podemos pensar que todo pasó como en el juego del monopolio: cada vez que el deudor vuelve a comenzar en el punto de partida, las fugas de capitales aumentan y la deuda se torna más pesada.

2. La evaluación hecha por el Fondo Monetario Internacional y la Oficina del Tesoro Norteamericano subestiman la importancia de la fuga de capitales. Tal como ha sido evaluada, ella no recoge sino una parte de la susti-

5 Sachs, Jeffrey D. “A commentary”. *Brooding Papers on Economy Activity* No. 2. 1984. p. 398. Se trata de un comentario al texto de: Díaz-Alejandro, Carlos. “Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Any More”, aparecido en el mismo número.

tución de monedas operada en favor del dólar. Otras evaluaciones se apoyan en el estudio de la balanza de pagos y corresponden mejor a la dolarización que, en sentido estricto, padecen esas economías.

El *Morgan Bank* mide la fuga de capitales calculando la diferencia entre el flujo de inversión directa más el incremento de la deuda externa bruta y el saldo de la balanza de cuentas corrientes más el incremento de activos propios colocados en el extranjero por los bancos y las autoridades monetarias (véase Cuadro 3).

Las cifras obtenidas mediante este enfoque son más importantes y más significativas que las anteriores: representan la demanda de dólares satisfecha que realizan los residentes diferentes a bancos. Sin embargo, esos dólares no son colocados todos en los bancos en el extranjero. Según la legislación de cambios en vigor y según la política monetaria y cambiaria adoptada, también son colocados en cuentas en dólares en los bancos en el interior del país.

Como se puede constatar, Argentina (US\$ 26.000 millones), México (US\$ 53.000 millones), y Venezuela (US\$ 30.000 millones) fueron profundamente afectados por la fuga de capitales. La dolarización en sentido estricto es menos importante en el Brasil (US\$ 10.000 millones). La fuga de capitales parece haber disminuido fuertemente en Argentina a partir de 1983; su disminución se confirma también en Venezuela y parece proseguirse también al mismo ritmo en México<sup>6</sup>. Como lo subraya Sachs, hasta una fecha reciente los países del sudeste asiático parecen menos afectados por este fenómeno. Aplicando la misma metodología de cálculo, las fugas de capitales realizadas entre 1979 y 1982 en Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela se acrecientan hasta US\$ 62.000 millones, contra sólo US\$ 3.000 millones para Corea, Malasia, Filipinas, Shri Lanka y Taiwan<sup>7</sup>.

Carlos Díaz-Alejandro subraya que el rubro *errores y omisiones* de la balanza de pagos constituye un indicador pertinente de la importancia que

---

6 La fuga de capitales es importante en 1983 —año en el cual registra el mismo nivel alcanzado en 1981— disminuye a la mitad en 1985 y podría desaparecer en 1986. Las estimaciones elaboradas por el *Manufacturer Hanover Bank* y el *Morgan Bank* permiten suponer que una ligera inversión de flujos podría aparecer en 1986. *The Economist*. Junio 1986.

7 Sacks, Jeffrey D. *Op. cit.* p. 397.

**Cuadro 3 Flujos financieros con el exterior de 18 países. 1976-1985**  
(miles de millones de dólares)

Países	Flujos netos de inversión directa	Cambios en la deuda externa bruta	Balanza en la cuenta corriente	Cambios en activos brutos extranjeros**	Fuga de Capitales*** Total	1976-1983-1985	
						1976-1982	1983-1985
Argentina	4	42	-15	-4	-26	-27	1
Bolivia	0	3	-2	0	-1	-1	0
Brasil	20	80	-77	-13	-10	-3	-7
Chile	2	16	-16	-3	1	0	1
Colombia	2	10	-11	-2	0	0	0
Ecuador	1	7	-5	-1	-1	-1	-1
México	11	75	-29	-3	-53	-36	-17
Perú	0	8	-6	-2	0	1	-1
Uruguay	1	4	-3	-1	-1	-1	0
Venezuela	0	26	10	-5	-30	-25	-6
Subtotal	40	270	-154	-33	-130	-93	-30
India	0	22	-8	-5	-10	-6	-4
Indonesia	2	27	-15	-9	-5	-6	1
Korea	0	40	-22	-6	-12	-6	-6
Malasia	9	19	-12	-4	-12	-8	-4
Nigeria	2	18	-15	4	-10	-7	-3
Filipinas	1	23	-16	1	-9	-7	-2
Sur Africa	-2	16	2	2	-17	-13	-4
Tailandia	2	17	-17	-1	0	1	-1
Subtotal	14	181	-102	-18	-75	-52	-23
Total para 18 países	54	451	-256	-51	-198	-145	-53

\* El signo menos indica déficit.

\*\* Activos de reserva oficial y otros activos extranjeros de autoridades monetarias oficiales más activos extranjeros de bancos comerciales y otras instituciones bancarias. El signo menos indica incremento en los activos extranjeros.

\*\*\* Cambio aparente en otros activos extranjeros (signo menos indica incremento) a través de flujos residuales de capital medidos como contrapartida de la suma de flujos de inversión directa neta, cambios en la deuda externa bruta, balance en cuenta corriente y el cambio en los activos brutos seleccionados. La inversión directa y los datos en cuenta corriente son tomados del informe de la balanza de pagos. La deuda y los cambios en activos se derivaron de estimaciones de final del año en dólares.

Nota: Debido a la aproximación de las cifras, las columnas y filas pueden no coincidir.

Fuente: *World Financial Market*. Marzo de 1986.



ha tomado la fuga de capitales<sup>8</sup>. Rafael Paniagua Ruiz en su estudio sobre México utiliza también esa cuenta para evaluar la fuga de capitales. En este caso, la cuenta tiene la evolución siguiente, según datos del Banco de México: + US\$ 686.2 millones de dólares (1979), -US\$ 3.650 millones (1980), -US\$ 8.370 millones (1981) y -US\$ 6.570 millones (1982). La relación *errores y omisiones/cuenta de capital neto* evoluciona de 30.5% en 1980 a 38.3% en 1981 y 108% en 1982<sup>9</sup>, lo que significa que ha sido necesario buscar desde 1980 importantes recursos en el extranjero<sup>10</sup> para compensar la fuga de capitales. Pero estos recursos fueron insuficientes en 1982.

Lo esencial de la deuda externa de muchos países latinoamericanos podría explicarse por la fuga de capitales: las cifras que habíamos dado en trabajos anteriores así lo sugerían y los datos más precisos que acabamos de presentar podrían confirmar este juicio. Sin embargo, tal explicación es insuficiente. Una presentación contable de este tipo omite la influencia de otros factores. Antes de estudiarlos en detalle y de situar de esta manera la responsabilidad de la dolarización en sentido estricto en la agravación del endeudamiento, conviene analizar las causas de estas fugas de capitales.

## II. ¿SON NEUTRAS LAS POLITICAS ECONOMICAS FRENTE AL PROCESO DE DOLARIZACION?

Se sabe que los regímenes de cambios son muy diversos. Cincuenta y una monedas dependen de una moneda, treinta y tres están vinculadas al dólar. Otras son o han podido estar ligadas al dólar por un sistema de *paridades reptantes* que permite tener en cuenta la evolución de indicadores, como el diferencial de inflación, en la fijación de la paridad con el dólar.

Como lo recuerda H. Bourguinat<sup>11</sup>, una moneda puede pretender ser una moneda vehicular a nivel internacional si tiene dos atributos: en primer

8 Díaz-Alejandro, Carlos. *Op. cit.* pp. 346-347 y 362. El indicador es tanto más pertinente cuanto la deuda privada sin garantía no se conoce.

9 Paniagua Ruiz, R. "Etat et Capital: le cas de Mexique". Université de Picardie [Francia]. Thèse. Publicada en español con el título: *Prolegómenos para una teoría de los límites financieros del Estado*. México, Editorial UAM Iztapalapa, 1986.

10 La cuenta de capital neto pasó de US\$4.500 millones en 1979 a US\$12.000 millones en 1980 y a US\$21.800 millones en 1981.

11 Bourguinat, H. *L'économie mondiale a découvert*. Paris, Calman-Levy, 1985.

término, es necesario que pueda beneficiarse de la aceptabilidad y de liquidez sobre el conjunto monetario mundial; además, es necesario que sea estable o, más precisamente, que sus evoluciones puedan ser predichas. Las funciones de medio de circulación y de pago corresponden al primer atributo. Las funciones de reserva de valor y de numerario corresponden al segundo.

El marco alemán y el yen ha tomado una importancia creciente. El dólar, en tanto que numerario, vió su papel cuestionado, especialmente por los Derechos Especiales de Giro —DEG—. Las cuestiones planteadas en el momento de la fijación del precio del petróleo son aclaratorias al respecto. En tanto que instrumento de los intercambios el peso del dólar disminuyó: las facturas tienden a ser hechas en las monedas nacionales de Japón y, sobre todo, de Alemania. Esos cambios se explican, en parte, por la fuerte volatilidad de las tasas de cambio y por la evolución diferenciada de las estructuras productivas y de las productividades en el seno de las economías del centro<sup>12</sup>. Sin embargo, sería un error considerar que el papel del dólar podría convertirse en algo marginal en un próximo futuro. La sobrevaluación reciente del dólar modifica tal tendencia, lo que se tradujo en los últimos años en un papel creciente de esa divisa en los mercados financieros internacionales.

La aguda inestabilidad de la cotización del dólar no afectó su papel respecto a las monedas latinoamericanas. La reaparición del dólar en estos últimos cinco años se encontró amplificada en México, Argentina, etc. No solamente la parte de los depósitos en divisas en relación con los depósitos en moneda local aumentaron considerablemente sino que también la dolarización en sentido amplio se extendió a numerosos mercados en el interior de estos países. El dólar y los títulos indexados en dólares sirvieron de unidad de cuenta en la compra de numerosos bienes durables. También sucedió que esas compras se efectuaban directamente en dólares en el interior del país respectivo. Esta dolarización afecta profundamente la soberanía monetaria<sup>13</sup>.

La inestabilidad del tipo de cambio del dólar no le hubiera impedido

- 
- 12 Salama, Pierre. "France: le taux de change et sa manipulation". *Critiques de l'Economie Politique*. No. 29, Paris, 1985; para un estudio más profundo véase: Dehove. "Le taux de change et ses modèles théoriques". C.E.P. No. 29, 1984 y Dahove et Mathis. "Le système monétaire international". IRES Dossiers, 1985".
  - 13 Salama, Pierre. "Dettes et dollarisation". *Problèmes d'Amérique Latine*. No. 77 1985.

convertirse a éste en unidad de cuenta, cuando no actúa como instrumento de cambio, o tampoco como reserva de valor. En otros términos, a partir de 1982 la inestabilidad de las monedas latinoamericanas habría sido más importante que la del dólar, o más exactamente, que su fragilidad respectiva se habría acrecentado relativamente. La cotización en dólares de las monedas latinoamericanas se desplomó profundamente en los últimos años devaluándose fuertemente hasta mediados de 1984; hasta esta fecha sufrieron un proceso de subvaluación; luego las devaluaciones se ajustaron a los diferenciales en el ritmo de inflación correspondiente<sup>14</sup>.

Los diferenciales en las tasas de interés, en las tasas de inflación y las expectativas juegan un papel importante en la evolución de las paridades; sin embargo, esto es difícil de medir. El peso de esos factores cambia: en la década de 1960, en Estados Unidos se consideraba que una elevación de las tasas de interés era signo de una incapacidad de controlar la inflación. Al contrario, en los años recientes esta misma alza se interpretaba como signo de una posible caída en el ritmo de la inflación, de un aumento en las tasas de interés real y, así, suscitar una demanda creciente de dólares que elevaba su tipo de cambio. Los encadenamientos son diferentes en América Latina, como lo muestra el esquema siguiente:

*Estados Unidos.* Modificación de la base monetaria constatada y/o anticipada → modificación prevista de los precios → modificación de las tasas reales de interés → modificación de los flujos internacionales de capital → variación de la cotización del dólar.

Contexto de incertidumbre caracterizado por intervenciones frecuentes de los bancos centrales.

*América Latina.* Diferencial de precios constatado y/o anticipado → expectativas respecto a la probabilidad de una devaluación → sustitución de moneda → devaluación → aceleración del alza de precios.

Círculo vicioso y dolarización creciente.

El diferencial constatado y/o anticipado de precios en México, Argentina, etc., con relación a los precios norteamericanos constituye un factor

14 *World Financial Market.*

clave. Las pruebas econométricas<sup>15</sup> utilizadas por Ramírez Rojas y Guillermo Ortiz lo confirman. Por su parte, las tasas de interés intervienen menos. Los especuladores repartieron sus liquideces entre dólar y moneda local; posteriormente, repartieron sus activos en dólares entre diferentes tipos de títulos, según la idea que ellos se hacen de las tasas de rendimiento netas, es decir, de las tasas de interés ajustadas a las variaciones previstas en la tasa de cambio. Puesto que el diferencial de inflación es muy elevado y tiende a crecer, el cálculo que hacen los agentes sobre las tasas de cambio futuras adquiere una virtud heurística importante. Las tasas de interés y su evolución intervienen menos que en Estados Unidos. También es erróneo considerar que las tasas de interés reales negativas y su evolución caótica (que se han observado en Argentina y México) hayan podido desalentar el ahorro y estimular la fuga de capitales, como lo sostienen los monetaristas. Más bien, la fuga de capitales es tributaria de la política económica seguida y de la posibilidad de convertir la moneda local en divisas.

Hubo una política de sobrevaluación de las monedas desde la segunda mitad de la década de 1970 hasta el comienzo de la actual (véase Cuadro 4). Esta política se hizo cada día menos confiable y sus orígenes se encuentran en el monetarismo (Chile y Argentina) o no dependen de él (Brasil y México)<sup>16</sup>.

En Argentina, por ejemplo, la política de revaluación del peso hizo pasar la proporción tasa de cambio/salario de un índice de 185.9 en el cuarto trimestre de 1976 al índice 41.5 en el mismo trimestre de 1980<sup>17</sup>. Sabemos que el Fondo Monetario Internacional condena la sobrevaluación de las monedas y las débiles tasas de interés; sin embargo, es necesario recordar que en Chile y Argentina, la sobrevaluación tenía un fundamento liberal: debía permitir una inserción en la economía mundial de una manera más adecuada a la dotación de factores; igualmente, debía servir de instrumento de lucha

---

15 Ramírez Rojas, *Op. cit.* y Ortiz, G. "Currency Substitution in México: the Dollarization Problem". *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 15. 1983.

16 Arnaud, P. "Ambigüités théoriques et incoherences politiques: le monétarisme appliqué a des économies semi-industrialisées". *Critiques de l'Economie Politique*. No. 18, 1982.

17 Canitrot, A. "Ordre Social et Monétarisme en Argentine". *Problèmes d'Amérique Latine*. 1982, p. 86.

contra la inflación, como lo veremos más adelante. La ineficiencia de esta política económica debía erosionar su credibilidad y conducir a una sustitución de monedas aún más importante, tanto más fácil de llevarla a cabo cuanto que el control de cambios había sido suprimido.

**Cuadro 4 Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela: tasas de cambio reales. 1975-1983\***

(Cotización local por dólar o por canasta de monedas. 1980=100)

País y medida de cambio	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
<b>Argentina</b>									
Dólar	280	208	234	179	127	100	129	305	288
Canasta	194	128	165	149	112	100	131	163	150
<b>Brasil</b>									
Dólar	79	78	76	76	82	100	95	98	134
Canasta	76	74	78	78	88	100	85	82	95
<b>Chile</b>									
Dólar	124	112	103	116	114	100	92	116	146
Canasta	140	120	99	111	112	100	83	94	110
<b>Colombia</b>									
Dólar	127	125	106	103	100	100	100	100	106
Canasta	119	113	102	103	99	100	94	88	89
<b>México</b>									
Dólar	93	105	127	117	111	100	92	138	154
Canasta	103	109	120	115	107	100	91	132	141
<b>Venezuela</b>									
Dólar	111	109	108	108	107	100	95	92	90
Canasta	115	111	105	107	108	100	92	85	80

\* Las tasas reales con respecto a las canastas de monedas se calcularon como un promedio ponderado de la tasa de intercambio real para cada país con sus principales socios comerciales. Las ponderaciones usadas fueron la importancia de los socios comerciales en el comercio de importación y exportación.

*Fuente:* Las tasas reales de intercambio con respecto a las canastas de monedas para 1975-1980: United Nation Economic Commission for Latin America. *Economic Survey of Latin America, 1981*. Statistical Appendix (Santiago de Chile 1983). La cotización real del dólar fue calculada con información del Fondo Monetario Internacional: *International Financial Statistics*. Varios números. En: Díaz-Alejandro, Carlos. "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Any More". *Brooding Papers on Economy Activity*. No. 2. 1984. p. 342.

Hemos mostrado en otro trabajo cuáles eran los fundamentos de la política de sobrevaluación en Brasil<sup>18</sup>. Recordémoslos muy sucintamente: esta política tenía por objetivo incitar a las grandes empresas públicas a endeudarse masivamente en los mercados de eurodólares; las divisas obtenidas eran depositadas en el Banco Central, al tiempo que se reservaban el derecho de utilizar una parte de esas divisas para sus proyectos de inversión y obteniendo a cambio bonos del Tesoro indexados al tipo de cambio del dólar. A su vez, el Estado se servía de esos depósitos en dólares para liberarse de las restricciones externas, financiar en parte el servicio de la deuda y aumentar sus reservas.

La política de sobrevaluación fue con frecuencia acompañada (Argentina, México, etc.) de la posibilidad de tener cuentas en dólares en los bancos locales del propio país<sup>19</sup>. En México, por ejemplo, los gobiernos discriminaron los depósitos en moneda local con el fin de favorecer los depósitos en divisas y los depósitos en pesos —convertidos en dólares— en su propio sistema bancario. Como lo muestra el Cuadro 5, las tasas de interés reales

Cuadro 5 México, Estados Unidos y Gran Bretaña: tasas de interés para los depósitos a término a tres meses. 1977-1980

	México		Estados Unidos	Gran Bretaña
	Moneda Nacional	Moneda Extranjera	Certificados	Eurodólares
1977	-16.03	1.05	-0.1	0.55
1978	-3.63	3.51	2.23	3.51
1979	-2.43	3.32	1.77	3.32
1980	-3.25	0.48	-1.04	0.48

Fuente: Paniagua Ruiz, R. "Etat et capital: le cas de Mexique". Université de Picardie. Thèse. pp. 249-250.

18 Salama, Pierre. *Op. cit.*; "Endettement et accentuation de la misère". *Tiers Monde*. No. 99. 1984. (Publicado en español en: *Lecturas de Economía*. No. 15. Medellín, septiembre-diciembre de 1984).

19 Esta disposición permite a Ramírez Rojas medir la sustitución de monedas por medio de la relación entre moneda local y las divisas depositadas en el sistema financiero nacional. Véase: Ramírez Rojas. *Op. cit.*

para los depósitos a término a tres meses en moneda extranjera fueron ampliamente superiores a los efectuados en moneda nacional y ligeramente más elevados que aquellos efectuados en los Estados Unidos o en Londres.

El diferencial de tasas a favor de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario mexicano frenó la salida de los capitales sin perjudicar la sustitución de las monedas. Según Ortiz y Solís, la tasa de crecimiento de los depósitos en Estados Unidos pertenecientes a los residentes mexicanos se redujo en 2.10/o durante este período, pero la tasa de crecimiento de los depósitos en moneda extranjera aumentó en 3.70/o<sup>20</sup>. Con este procedimiento el gobierno disminuía los efectos negativos de la sustitución de moneda, reutilizando los dólares que había obtenido para financiar "la fuga" de los capitales y, para reforzar la creencia en la estabilidad de la moneda, proponía convertir los pesos en dólares depositados en las cuentas en divisas americanas<sup>21</sup>. El diferencial de las tasas de inflación jugó un papel considerable en las expectativas sobre la tasa de cambio y en los comportamientos de los especuladores. El diferencial de las tasas de interés disminuyó los efectos negativos de las salidas de capitales pero no frenó la sustitución de monedas y la consecutiva dolarización de la economía<sup>22</sup>. Las devaluaciones masivas (véase Cuadro 4), fuertemente aconsejadas por el Fondo Monetario Internacional, dieron efectivamente la razón a los especuladores como lo muestra el Gráfico 1.

### III. LOS CAMBIOS EN LAS ESTRUCTURAS ECONOMICAS Y SUS EFECTOS SOBRE LA DEUDA EXTERNA

Política económica, fuga de capitales y endeudamiento parecen constituir una secuencia explicativa pertinente. Sin embargo, los dos primeros términos son insuficientes para dar cuenta de la evolución del endeudamiento. Sería necesario introducir los cambios que el sistema financiero internacional conoció a partir de 1979 y las consecuencias que tuvieron sobre el servicio de la deuda y sobre el endeudamiento a partir de un cierto límite. Nosotros no

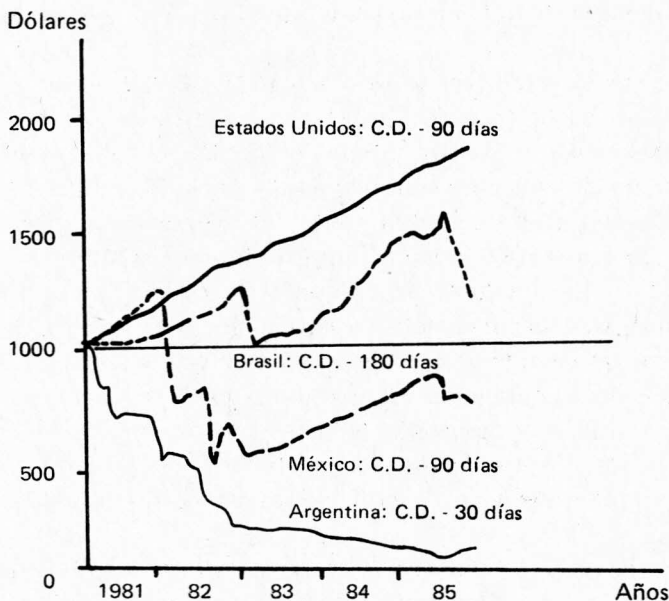
---

20 Ortiz y Solís: "Sustitución de monedas e independencia monetaria: el caso de México". Citado por Paniagua Ruiz. *Op. cit.* p. 252.

21 Es la razón por la cual hemos puesto comillas a la palabra fuga.

22 Las tasas de interés locales eran tanto menos competitivas cuanto que los no residentes se beneficiaban en el extranjero de la supresión de la retención en la fuente, lo que aumentaba las tasas de rendimiento real de sus colocaciones en el extranjero.

Gráfico 1 Estados Unidos, Brasil, Argentina y México: valor acumulado en dólares de certificados de depósito (C.D.). 1981-1985\*



\* Valor en 1985 de US\$ 1000 depositado en 1980 en cada uno de los países, suponiendo que los intereses son integralmente reinvertidos.

Fuente: *World Financial Market*. Abril-mayo 1986.

lo haremos aquí. También se impondría evaluar la influencia sobre ese endeudamiento de los cambios en las estructuras económicas y en los regímenes de acumulación, puesto que ellos no dejan de repercutir sobre los comportamientos especulativos. Eso es lo que vamos a hacer en este momento, centrandó nuestra atención sobre la evolución económica de tres países: México, Argentina y Brasil.

En 1960 estos tres países representaban el 60.7% del Producto Nacional Bruto de América Latina. En 1980 esta cifra se elevaba a 72.5%. A esta misma fecha, la parte de las exportaciones de productos manufacturados de esos países con relación al conjunto de los países latinoamericanos estaba avaluada en 72.3%<sup>23</sup>. La evolución económica de estos tres países ha sido

23 *Cepal Review*. No. 7. 1981.



muy diferente. De 1970 a 1983 (a precios de 1970) el Producto Interno Bruto creció en promedio 7<sup>o</sup>/o por año en Brasil contra solamente 1.2<sup>o</sup>/o en Argentina. Desde 1976, con el descubrimiento de nuevos campos petrolíferos, México conoció una *reorientación* nueva y diferente en su economía.

De 1968 a 1975 estos tres países tienen rasgos comunes; su régimen de acumulación es bastante parecido: el sector de bienes de consumo no durable es globalmente letárgico, aunque heterogéneo en su composición; el sector de bienes de consumo durable y de bienes de equipo es dinámico (con la presencia importante de empresas multinacionales) y su expansión se sostiene gracias a una intervención importante del Estado en el sector de bienes intermedios. La dinámica de conjunto de este régimen de acumulación reposa sobre la capacidad política para acrecentar fuertemente la tasa de plusvalor y las desigualdades sociales. Es por eso que se ha podido designar este régimen de acumulación ya sea como *excluyente* ya sea como *de la tercera demanda* (la de las capas medias)<sup>24</sup>. Esta capacidad política se dió en Brasil gracias a la instalación de una dictadura pero casi no se presentó en Argentina a pesar de la sucesión de golpes de Estado militares.

De 1968 a 1974 el dinamismo de este régimen de acumulación reposa igualmente sobre su capacidad para internacionalizar aún más su producción. En volumen, en el período 1960-1965 la tasa de crecimiento anual de las importaciones del conjunto de países latinoamericanos fue de 0.4<sup>o</sup>/o; 1965 a 1974 se elevó a 10.3<sup>o</sup>/o. La evolución de las exportaciones es diferente: para las mismas fechas, en volumen, pasa de 5.6<sup>o</sup>/o a 4.1<sup>o</sup>/o. Sin embargo, gracias a una mejora sensible en los términos de intercambio, la tasa de crecimiento anual, en valor, es del 20.2<sup>o</sup>/o entre 1970 y 1975, contra 1.8<sup>o</sup>/o en volumen. Para el mismo período las importaciones, en valor, tuvieron una tasa de crecimiento anual del 24.6<sup>o</sup>/o, contra 8.6<sup>o</sup>/o en volumen. Se desprende, por tanto, que el conjunto de las importaciones crecieron entonces más rápido que el de las exportaciones.

Pero si bien América Latina se abrió más, su parte en el comercio mun-

---

24 La caracterización del régimen de acumulación ha sido tratada en numerosos estudios. Para una presentación sintética y novedosa con base en el análisis de secciones véase Cartier-Bresson, J. y Koop, P. "L'analyse sectionnelle, approche du système productif en América Latine. Le cas du Brésil". Université d'Amiens. Thèse. 1982.

dial decreció ligeramente: la proporción de sus exportaciones con relación al conjunto de las exportaciones mundiales es de 5.60/o en 1965 y de 3.90/o en 1973. Para las importaciones las cifras son 6.20/o y 50/o. En este período la internacionalización de América Latina es entonces muy relativa. De 1968 a 1974 la tasa de crecimiento de las importaciones de México, Brasil y Argentina es superior a la del Producto Interno Bruto, pero inferior a la de la formación bruta de capital fijo. Existe un gran esfuerzo de inversión en México y Brasil que suscita una expansión en las demandas de importación de bienes de equipo. En resumen, el déficit comercial aumenta, la vulnerabilidad externa crece y el déficit es cubierto por un endeudamiento creciente<sup>25</sup>.

Las consecuencias del primer shock petrolero fueron muy importantes: las importaciones bajaron sensiblemente, su tasa de crecimiento llegó a ser negativa para el conjunto de los tres países y no recuperó un valor positivo sino en 1977. En Brasil las importaciones se estancaron en 1975, 1976 y 1977 con relación al nivel que habían alcanzado en 1974, año que había representado una duplicación con relación a 1973. Las exportaciones no crecieron significativamente rápido y no pudieron subsanar la brecha creada en 1974. El excedente comercial muy débil en 1973 (siete millones de dólares), se transformó en déficits muy importantes en 1974 (-4.7 millones), 1975 (-3.500 millones) y 1976 (-2.000 de millones de dólares). El retorno a la posición de equilibrio en la balanza comercial brasileña se produjo en 1977. Este equilibrio fue muy precario: en 1978 el déficit reapareció (-1.000 millones de dólares); creció en 1979 (-2.700 millones de dólares) y en 1980 (-2.800 millones de dólares) por el hecho de un crecimiento más rápido en las importaciones que en las exportaciones<sup>26</sup>.

Se puede considerar que a partir de 1975, aproximadamente, los rasgos principales que caracterizaban el régimen de acumulación se modificaron.

---

25 Estas cifras fueron publicadas por la CEPAL. Utilizamos también el estudio de Furtado, André. "Dinámica socioeconómica de América Latina". *Novos Estudos*. No. 14, febrero de 1986. Para más detalles (en francés) véase: Cartier-Bresson, J. "L'industrialisation Brésilienne et la gestion de la contrainte économique externe". París, 1985. Mec. y Jahni, E. "Un bilan comparatif des strategies d'industrialisation appliquées au Brésil et en Argentine dans les années 1970". París, 1985. Mec.

26 Las cifras provienen del Bolletín do Banco Central. Véase también: Malan, Pedro S. y Bonelli, R. "Crise international, crise brasileira: perspectivas e opções". *Pensamiento Iberoamericano*. No. 4, diciembre 1983, p. 98.

El dinamismo de la acumulación reposa, ahora menos que en el pasado, sobre la expansión de la producción de bienes de consumo durable al tiempo que la inequidad en la distribución de los ingresos en favor de capas medias continúa acrecentándose<sup>27</sup>. La intervención del Estado en el sector energético, en la infraestructura y en la producción de bienes intermedios pesa cada día más. Con la excepción de Argentina y Chile (monetaristas), los países latinoamericanos no exportadores de petróleo experimentan una renovación de la sustitución de importaciones e intentan desarrollar una política industrial que conduzca a promover las exportaciones<sup>28</sup>.

La tasa de cobertura de la industria manufacturera sigue la siguiente progresión: 40.2<sup>o</sup>/o (1970), -61.3<sup>o</sup>/o (1973), -54.2<sup>o</sup>/o (1975), -91<sup>o</sup>/o (1978), -97.7<sup>o</sup>/o (1979), -115.9<sup>o</sup>/o (1980), -179.7<sup>o</sup>/o (1981) y 180.6<sup>o</sup>/o (1982). Entre 1975 y 1982 la sustitución de importaciones es particularmente fuerte en: metalurgia (cuya tasa de cobertura pasa de 14.4<sup>o</sup>/o a 115.9<sup>o</sup>/o) industria alimentaria (1059<sup>o</sup>/o a 1659<sup>o</sup>/o), química de base (14.2<sup>o</sup>/o a 100<sup>o</sup>/o), mecánica (13.5<sup>o</sup>/o a 85<sup>o</sup>/o) y el transporte (57.7<sup>o</sup>/o a 333<sup>o</sup>/o). La sustitución de importaciones es menos importante en Argentina. La dificultad para superar los problemas ligados al insuficiente tamaño del mercado, la débil rentabilidad de los sectores claves y, posteriormente, las consecuencias negativas de la política monetarista que se siguió explican el menor dinamismo en la sustitución de importaciones en esta época. La tasa de cobertura en la industria manufacturera sigue la siguiente evolución: 76.4<sup>o</sup>/o (1970), -55.1<sup>o</sup>/o (1975), -118<sup>o</sup>/o (1972). Entre 1975 y 1982 las tasas de cobertura son de 56.6<sup>o</sup>/o y de 58.4<sup>o</sup>/o para la rama que produce artículos metálicos, 38.2<sup>o</sup>/o y 79<sup>o</sup>/o para la química fina, 119<sup>o</sup>/o y 65<sup>o</sup>/o para los transportes, 3360<sup>o</sup>/o y 4426<sup>o</sup>/o para la industria alimentaria, 39.<sup>o</sup>/o y 31.6<sup>o</sup>/o para la rama mecánica (excepto electricidad), 11<sup>o</sup>/o y 28.1<sup>o</sup>/o para la química industrial, etc.<sup>29</sup>.

Desde 1976 México sigue una orientación diferente en su acumulación.

27 Mathias, G. y Salama, Pierre. "Heurs et malheurs des couches moyennes au Brésil". *Tiers Monde*. No. 100, 1985.

28 Las exportaciones crecieron a un ritmo anual de 7.8<sup>o</sup>/o de 1975 a 1981 contra 5.1<sup>o</sup>/o de 1965 a 1974 para los países norteamericanos no exportadores de petróleo.

29 Jahni. *Op. cit.*

El régimen de acumulación se modifica y comienza a diferenciarse claramente del que se impone en Brasil. Inversiones masivas se ejecutan en la química pesada (petroquímica) y las importaciones destinadas a la instalación y al desarrollo de esta industria aumentan en forma considerable, mientras que la competitividad del conjunto de la industria manufacturera se deteriora. El país depende cada día más del precio mundial del petróleo, tanto en lo que se refiere al poder de compra de sus exportaciones como de sus ingresos fiscales. 1982 trae un viraje para este país. La crisis financiera larvada se destaca y pesa cada día más sobre las opciones industriales. Los regímenes de acumulación vigentes cambian y la definición de los nuevos está todavía en gestación. En forma inmediata, la crisis financiera conduce a cambios del aparato industrial, la sustitución de importaciones se impone y la promoción de exportaciones es fuertemente estimulada. Brasil y Argentina llegan a tener saldos positivos importantes en sus balanzas comerciales: Brasil obtiene el tercer saldo positivo más importante del mundo detrás del Japón y Alemania y continúa, por tanto, endeudándose. México obtuvo un saldo positivo comparable pero mucho más frágil. Además, no pudo sacar beneficio de las devaluaciones masivas: su industria se había convertido en algo obsoleto y la obtención de un tal saldo exigiría un cambio radical en la evolución de la cotización mundial del petróleo.

En resumen, el período que cubre estos veinte últimos años está caracterizado por una sucesión de regímenes de acumulación que causaron, en primera instancia, un saldo negativo en las balanzas comerciales, suscitando demandas derivadas de importaciones, cuya tasa de crecimiento era más elevada que la de las exportaciones. Los shocks petroleros hicieron el relevo y condujeron, en algunos casos, al desarrollo de políticas industriales que se dirigían a reforzar la sustitución de importaciones y la promoción de exportaciones<sup>30</sup>. Inversamente a lo que habíamos escrito en otro estudio anterior, no se puede decir que los regímenes de acumulación hayan favorecido sistemáticamente los déficits en la balanza comercial y, adicionalmente, provocado el crecimiento de la deuda. El paso de un régimen de acumulación caracterizado por el dinamismo del sector de los bienes de consumo durable a uno caracterizado por una intervención muy importante del Estado en el sector

---

30 Se puede medir el impacto de los shocks petroleros y financieros calculando los préstamos netos de los bancos más las exportaciones, y también los pagos de intereses más las importaciones de petróleo. Restando el segundo valor del primero se obtienen las siguientes cifras (en miles de millones de dólares):

energético, en la infraestructura y en los bienes intermedios, se acompaña de una sustitución de importaciones y de una promoción importante de las exportaciones, pero, realmente, insuficientes para absorber el impacto ocasionado por los shocks petroleros en un primer momento y posteriormente suficientes para generar un excedente comercial considerable.

De 1968 a 1983 la apertura de las economías latinoamericanas se hizo con déficits importantes, que fueron financiados con empréstitos sobre el mercado de los eurodólares. Inicialmente esos déficits crecieron y posteriormente disminuyeron<sup>31</sup> (como se sabe, se transformaron en excedentes considerables al comienzo de esta década). En estos países el servicio de la deuda aumentó considerablemente. Los empréstitos aumentaron y sirvieron cada día más a la financiación del servicio de la deuda y de la fuga de capitales. Para América Latina en conjunto, el pago neto de intereses y de beneficios presenta la siguiente evolución (en miles de millones de dólares): 5.6 (1975), 8.2 (1977) y 13.7 (1979)<sup>32</sup>. En 1979 hubo una modificación importante en

País	1979	1980	1981	1982**	1983
Argentina	13.32	12.45	9.88	2.27	3.76
Brasil	9.78	10.48	9.40	5.09	5.82
México*	13.78	21.86	27.43	15.05	16.55
Chile	4.19	5.30	4.31	2.53	2.53
Colombia	4.40	4.18	2.96	2.88	2.30

\* Exportador de petróleo

\*\* Año de crisis del comercio mundial

Fuente: Díaz-Alejandro, Carlos. *Op. cit.* p. 350.

La reducción del "residuo", es decir, lo que queda una vez pagado el servicio de la deuda y las importaciones de petróleo, es impresionante y da cuenta tanto de la amplitud tomada por la transferencia neta de capitales de esos países hacia los países del centro como de la reducción masiva de las importaciones. Esta última será cada vez más importante y la necesidad de aumentar las exportaciones será más imperativa en la medida en que estos países se beneficiarán cada día menos de préstamos provenientes de los bancos privados internacionales, como lo hemos señalado en la introducción de este artículo.

- 31 El déficit comercial que fue de US\$5.600 millones en 1975, disminuyó a US\$200 millones en 1977 y tuvo un ligero excedente de US\$400 millones en 1979, de US\$1.600 millones en 1980 y US\$2000 millones en 1981. *Cepal Review*. No. 25, abril de 1985. Las cifras que siguen son también de la Cepal.
- 32 El pago neto de intereses de Brasil fue de US\$650 millones en 1974, US\$1500 millones en 1975, US\$1800 millones en 1976, US\$2100 millones en 1977, US\$2700 millones en 1978 y US\$4100 millones en 1979, según las cifras del Boletín del Banco Central.

la política monetaria norteamericana que tuvo como consecuencia inmediata el paso a tasas de interés reales positivas y, por tanto, las cargas de la deuda aumentaron entonces considerablemente. El pago neto de los intereses y beneficios sigue la siguiente evolución (en miles de millones de dólares): 18.0 (1980), 27.7 (1981), 37.6 (1982), 34.5 (1983), 37.3 (1984). El aumento de la deuda tiene como causas principales el pago de intereses, la fuga de capitales y, cada día menos, el déficit de la balanza comercial, que va reduciéndose hasta 1981, y se transforma, como ya indicamos, en excedentes considerables: 9.700 millones de dólares en (1972), 31.400 (1983) y 37.600 (1984).

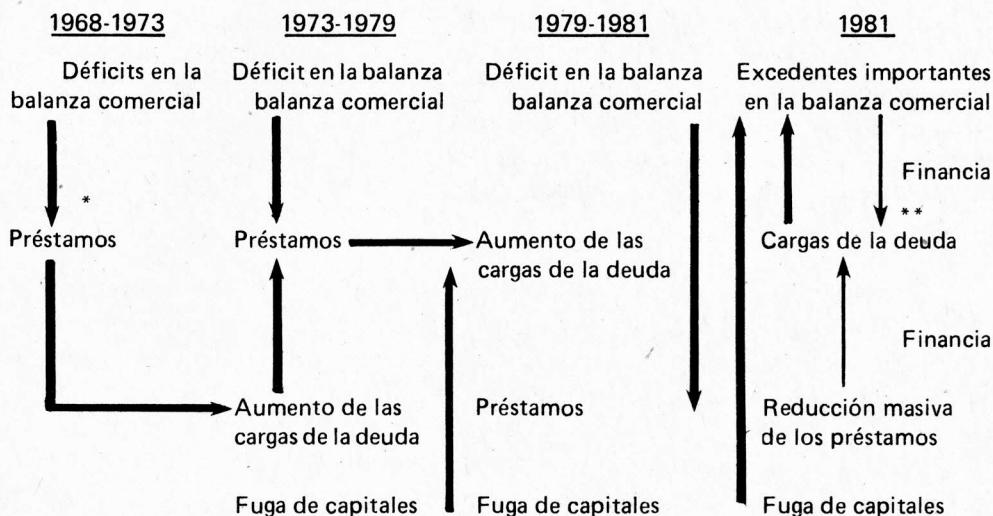
Cuatro períodos pueden establecerse para estos últimos veinte años (véase Gráfico 2). El primero es bastante clásico: se caracteriza por un déficit comercial y un llamado a los capitales extranjeros; el segundo presenta expansión de las cargas de la deuda y fuga de capitales en ciertos países: la deuda aumenta; el tercer período se caracteriza por la autonomización de la deuda que se libera cada día más del sistema productivo y se alimenta de ella misma: el pago de los intereses sobrepasa las sumas gastadas para la compra en el extranjero de los bienes de equipo y los empréstitos sirven cada día más al financiamiento de los servicios de la deuda y de la fuga de capitales; el cuarto período se caracteriza por una sustitución de los créditos por el excedente de la balanza comercial con el fin de financiar el servicio de la deuda y la fuga de capitales. Sin embargo, la deuda continúa creciendo a un ritmo menos sostenido.

La dolarización —en el sentido estricto<sup>33</sup>— agravó fuertemente el peso de la deuda de México, Argentina, Venezuela y Uruguay. Se observó que efectivamente el aumento de los préstamos al extranjero provenía en parte de la necesidad de financiar la fuga de capitales. El aumento considerable de la deuda tiene así tres causas: el déficit de la balanza comercial, las fugas de capitales y las políticas económicas seguidas. A estas tres causas internas conviene agregar una causa externa: las modificaciones presentadas en el funcionamiento del sistema financiero internacional en lo que se refiere a la evolu-

---

33 Recordemos que la dolarización en sentido estricto corresponde a la sustitución de las monedas y, por ende, a la fuga de capitales. Esos dólares pueden invertirse en el extranjero o en el interior del país. La dolarización en sentido amplio corresponde a una situación en la cual la moneda nacional pierde su función de unidad de cuenta —en ciertos mercados de bienes durables y de bienes de capital— en beneficio del dólar o de pseudo-dólar (título indexado al tipo de cambio del dólar).

**Gráfico 2 Periodización de los flujos financieros externos en Argentina, Brasil y México. 1968-1981**



### Contexto nacional

Apertura

Sustitución de importaciones y promoción de exportaciones

Autonomización de la deuda<sup>1</sup>

Transferencia neta de capital

### Contexto internacional

Economía internacional de endeudamiento "sobre-líquido"

Economía internacional de endeudamiento "sub-líquido"<sup>2</sup>

1 Hemos definido en otra parte la automatización de la deuda por la razón intereses netos sobre bienes de capital. Esta razón sobrepasa la unidad alrededor de 1979 en la mayor parte de los países. Entonces, se puede considerar que la deuda se acrecienta por su propio juego. Para mayores detalles, véase nuestro artículo: "Dettes et dollarisation". *Problèmes d'Amérique Latine*. No. 77. 1985

2 Estas expresiones son de Aglietta.

\* → Significa "implica"  
 \*\* → Significa "financia"

ción de las tasas de interés real. Las tres causas no son independientes unas de otras: la política económica seguida puede traducirse en una fuga de capitales más o menos importante y en déficits comerciales sustanciales. Estos últimos son dependientes de la estructura económica del país, etc. Al mismo tiempo, es difícil atribuir la responsabilidad entre las causas internas y las externas: las modificaciones presentadas en el funcionamiento del sistema financiero internacional sólo tienen consecuencias importantes si la deuda alcanza un cierto límite. Cuando se alcanza este límite en 1979 puede considerarse que esas modificaciones aceleraron un proceso ya suficientemente enraizado y desarrollado.

Se evoca con frecuencia la política monetaria y cambiaria aplicadas para explicar la fuga de capitales y el consecuente aumento de la deuda. Tasas de interés muy débiles y tasas de cambio sobrevaluadas explicarían esta fuga si se excluyen las causas estructurales ligadas a los regímenes de acumulación y a la división internacional del trabajo. Esto ya lo hemos indicado. Sin embargo, lo que es interesante observar es que en ciertos países (Argentina, y Chile) esta política se hizo en nombre precisamente de la ortodoxia. Se trataba de encontrar una óptima especialización internacional que se había perdido en razón de la intervención múltiple del Estado, consistente en proteger la industria nacional pero sin correspondencia con la real dotación de factores. La competencia salvadora se obtendría más fácilmente en la medida en que las barreras aduaneras fueran rebajadas y que la tasa de cambio fuera sobrevaluada.

Se trataba igualmente de reducir la tasa de inflación. La heterodoxia, si se puede decir, consistió en manipular la tasa de cambio más bien que la base monetaria. Según estos economistas, la inflación hubiera disminuido si las expectativas al alza hubieran sido modificadas. Era suficiente que el gobierno anunciara una devaluación inferior a la que se debía llevar a cabo, tomando como base un diferencial de alzas de precios, entre el país y los Estados Unidos, inferior al alcanzado para que se generalizara la opinión de que ese diferencial reducido se realizaría efectivamente. Este anuncio debía reducir las expectativas al alza y conducir a una reducción de la tasa de inflación<sup>34</sup>.

---

34 Este monetarismo "pragmático" puede cuestionarse utilizando los argumentos de la corriente económica de las expectativas racionales, lo cual muestra la ironía (trágica) de la historia.



La no realización de los objetivos fijados por el Gobierno condujo de hecho a una sobrevaluación. En efecto, la devaluación anunciada y aplicada fue inferior al diferencial de precios. Esa situación condujo a una agravación de las expectativas al alza.

Cuando la sobrevaluación de la moneda se acompaña de un desmantelamiento del control de cambios y de la posibilidad de tener cuentas en dólares, entonces puede desarrollarse la dolarización en sentido estricto, dado que los especuladores esperan una maxidevaluación y actúan en consecuencia. A la inversa, cuando la sobrevaluación de la moneda se acompaña de una política rigurosa de control de cambios, de la posibilidad de tener cuentas sólo en eurodólares (títulos al tipo de cambio corriente) —como fue el caso en Brasil—, no se presenta necesariamente una dolarización —en sentido estricto— de la misma amplitud sino una dolarización aumentada —en sentido amplio—. En numerosos mercados los títulos indexados al tipo de cambio del dólar se convierten en unidades de cuenta en lugar de la moneda oficial. La amputación de las funciones de la moneda es real, pero la fuga de capitales no adquiere la dimensión que ella tuvo en Argentina, Venezuela, etc. y el dólar sirve con menos frecuencia como intermediario en los cambios.

En los dos casos la soberanía monetaria está herida. Sin embargo, el estado de gravedad no es el mismo. En un caso, la dolarización en sentido estricto es importante. De allí que la dolarización —en sentido amplio— exista igualmente. En el otro caso, la dolarización en sentido amplio es aumentada a pesar de un crecimiento poco sustancial de la dolarización en sentido estricto. Las consecuencias son diferentes. En el segundo caso el dólar sirve raramente como intermediario en los cambios. El origen del aumento del endeudamiento es diferente. En el primer caso la deuda se acrecienta, sobre todo a causa de la fuga de capitales y del conjunto de los otros factores citados arriba. Estas fugas tienen una menor virtud heurística en el segundo caso.

#### **IV. LA HETERODOXIA DE LOS PLANES DE AJUSTE: LOS CASOS DEL AUSTRAL Y EL CRUZADO**

Los planes Austral y Cruzado han sido presentados como heterodoxos: se oponen no sólo a las políticas preconizadas por el Fondo Monetario Internacional sino también a las políticas de austeridad tradicionales adoptadas antes de estos planes, lo cual discutiremos rápidamente en un primer punto. La eficacia de estos planes depende de su capacidad para resolver de ma-

nera durable los obstáculos financieros, disminuyendo el ritmo de inflación sin que ello provoque una desindustrialización irremediable. La posibilidad de reducir la dolarización, al mismo tiempo que se mantiene la inflación a un nivel débil y se estimula el crecimiento, depende de la situación económica que atravesaron estos países antes del anuncio de esos planes; esto lo trataremos en un segundo punto. Todo esto nos conducirá a discutir la posibilidad de suprimir la indexación interna pero conservando la indexación externa (Austral contra dólar y Cruzado contra dólar) y el servicio de la deuda.

Dos consideraciones preliminares deben ser hechas: no trataremos aquí del monetarismo en general<sup>35</sup>, pues éste no es el objeto de nuestro artículo. Únicamente enumeraremos los aspectos ortodoxos y heterodoxos de estos planes. Esta opción no significa que consideremos aquel aspecto como secundario. Generalmente detrás de los planes se encuentran proyectos de sociedad diferentes.

Según Lemgruger, la heterodoxia del Plan Cruzado, moderada de todas maneras, vendría del congelamiento del conjunto de los precios: "de resto el programa anti-inflacionario podría perfectamente ser considerado como ortodoxo"<sup>36</sup>. Según este autor, habría habido verdaderamente heterodoxia si el Plan hubiera propuesto un cambio radical en el pago de la deuda, o al menos una moratoria. Esta observación contiene muchos aspectos que nos parecen pertinentes sin que por eso compartamos todos los puntos de vista del autor.

Reducir el déficit público, los gastos públicos, controlar las empresas públicas, privatizarlas (sobre todo en Argentina), debilitar la intervención del Estado, controlar la masa monetaria (Argentina), elevar las tarifas públicas (Argentina), hacer una devaluación (Argentina), etc. constituyen un conjunto de medidas bastante ortodoxas por lo menos. Considerar que la inflación "por inercia" pueda ser borrada por un simple congelamiento del conjunto de los precios es una concepción original. Tiene la ventaja de ofrecer el mayor consenso aparente, pero ella permite suponer, si se profundiza en la cues-

---

35 Para ello remitimos al lector a *Critique de l'Economie Politique*. No. 18. Paris. Maspero; Neil, S. (ED). "Free Market Conservatism: A Critique of Theory and Practice". Allen and Unwin, 1984 y Hahn, Frank. *Monnaie et inflation economica*, 1984.

36 Lemgruger: "Anotações sobre o Plan Cruzado". *Coyuntura Económica*. Vol. 40, No. 2. 1986.

ción, que la responsabilidad de la inflación estaría ligada a la voluntad de los asalariados de mantener invariable su poder de compra. En efecto, la inflación sería el resultado de una inflación “normal” —del tipo de aquella que existe en los países capitalistas desarrollados—<sup>37</sup> y de una inflación “por inercia” que proviene de la indexación.

Esta concepción es evidentemente criticable. La inflación “por inercia” no contribuye con mucho. La supresión de la indexación no permite llegar a la inflación normal. Dicho de otra manera: el choque heterodoxo —más precisamente la congelación de precios— puede tener un efecto —aún durable— sobre la inflación, pero por razones diferentes. No se trata de una simple querrela entre escuelas. Todos los mecanismos, y sobre todo a nivel de la acumulación, se afectan y la operación no debe considerarse como neutra. Su éxito depende de las medidas complementarias que tomen los gobiernos. Es lo que algunos también han entendido, a nivel de los sindicatos ciertamente, pero también otros, a pesar de tener posiciones diferentes. De esta manera, algunos sugieren que se prevengan los efectos negativos que podría tener el Plan sobre la rentabilidad de las empresas, dejando degradar los salarios. Los precios relativos en vísperas del anuncio del Plan no eran los de equilibrio, se agrega, y por lo tanto no deberían servir de referencia para la política de distribución de los ingresos.

En Israel, donde un plan análogo había sido adoptado para detener la inflación y reducir la dolarización de la economía<sup>38</sup>, los salarios reales bajaron; igualmente en Argentina, desde la instauración del Plan. No han bajado todavía en Brasil y no es seguro que bajen. El gobierno parece haber preferido frenar la demanda por medio de un ahorro forzoso<sup>39</sup>.

---

37 Véanse las declaraciones de Funaro en la *Folha de Sao Paulo* del 9 de marzo de 1986. Según él, la inflación estructural corresponde a una fase de la industrialización que estaría ya superada. Existen numerosas divergencias sobre la interpretación de la inflación. Véanse en *Revista de Economía Política*. No. 9, 1985, los artículos de Brener Pereira y de Nobarro.

38 Véase: “Israel’s Economy: Inflation Is Down, But Not Quite out”. *The Economist*. Julio 12 de 1986, y los estudios presentados por Arida, P. *Brasil, Argentina, Israel: Inflação zero*. Paz e Terra, 1986.

39 El presidente Sarney tomó una serie de medidas para frenar la demanda de consumo durable y no durable que, ya fuerte en 1985, se aceleró aún más luego del anuncio del Plan Cruzado. La remonetización, y, por lo tanto, el desarrollo (los títulos pier-

La insistencia con la que algunos presentan el Plan Cruzado como un plan neutro a nivel de la distribución de ingresos traduce una concepción heterodoxa del ajuste. Ciertamente la heterodoxia iría más lejos si se previera una redistribución de ingresos, como otros lo proponen. La neutralidad deseada parece tener varios objetivos: prevenir el temor de aquellos que podrían suponer que el congelamiento de los precios ocasionaría una disminución del poder de compra, logrando así ganar su adhesión global al Plan; considerar como un logro los aumentos recientes de salarios; confirmar el virage "keynesiano" tomado por el Ministro Funaro después de la gestión más ortodoxa del Ministro Dornelles: asegurar que se trata hoy de la única vía posible y que cualquiera otra podría provocar graves perturbaciones en un momento en el que el nivel alcanzado por la inflación se había convertido en algo muy peligroso; finalmente, y sobre todo, reforzar la legitimidad amenazada, oponiéndose —de manera nacionalista— a los planes de ajuste propuestos por el Fondo Monetario Internacional.

La dolarización en sentido estricto es sólo una de las causas, más o menos importante, del endeudamiento. Las políticas monetarias y cambiarias han acelerado, y en algunos casos frenado, la dolarización en sentido amplio pero no la han podido disminuir. ¿Es válido entonces pensar que la supresión de la indexación interna puede permanecer sin alterar la indexación externa (conservar las paridades) y el pago de la deuda externa? Dicho en otras palabras: ¿la permanencia de la indexación externa y el pago de la deuda constituyen una barrera para el logro de la des-indexación y facilitar la dolarización estricta y/o amplia? El éxito de estos planes de ajuste depende de su capacidad para resolver estos problemas y en eso reside su heterodoxia. Sabemos lo que es la dolarización estricta ya que hemos analizado en detalle su importancia, sus causas y sus consecuencias; igualmente, conocemos sobre la dolarización en sentido amplio<sup>40</sup>. Un sucinto recuento es útil para aportar algunos elementos de respuesta al interrogante planteado.

---

den su atractivo puesto que ya no preservan el poder de compra de la moneda al ser también desindexados con el Plan) son, en parte, responsables de la penuria observada en varios mercados. Este desahorro conduce a una oferta insuficiente de fondos prestables. Las medidas complementarias tienen como objetivo remediar de manera heterodoxa esta situación, encontrar fuentes de financiamiento para los programas del gobierno, principalmente para los sociales, y estimular la inversión por medio de un ahorro forzoso reembolsable a término. Véase: *Financial Times*, Julio 24 de 1986.

40 Véase: Salama, Pierre: "Dettes et dollarisation". *Op. cit.*

La dolarización en sentido amplio se define por el abandono de una de las funciones del dinero, la de unidad de cuenta, en beneficio de otra moneda o de una seudomoneda ligada al tipo de cambio del dólar. No es el producto, entonces, de una sustitución de monedas sino el resultado de la degeneración de una de las funciones del dinero y constituye un excelente fermento para el desarrollo de una dolarización en sentido estricto. A partir de ciertos límites, los especuladores pueden, de hecho, intentar violar la ley de control de cambios. Cuando existe libertad de cambios las dos formas de dolarización se autoalimentan. La dolarización en sentido amplio se manifiesta, también, por lo que se ha convenido en llamar la dolarización de una parte del balance de las empresas y de una parte del presupuesto del Estado. Cuando las empresas se endeudan en dólares y asumen el riesgo de la paridad del cambio, su pasivo se dolariza en parte. Esa deuda es pagada en dólares —vía banco central— y, por lo tanto, es indexada al tipo de cambio. La deuda de las empresas, calculada en moneda local, evoluciona al ritmo de las devaluaciones (y de las tasas de interés, desde luego). Si las tasas de devaluación se corresponden con las tasas de aumento en los precios —más exactamente el diferencial de precios— no hay agravación de la situación financiera de las empresas. Pero si la deuda se contrató en el momento en que la moneda estaba sobrevaluada y si ella debe ser pagada en el momento en que ella está subvaluada, existe entonces una agravación de la situación financiera<sup>41</sup>.

La agravación de la situación de las empresas puede conducir a tres tipos de comportamiento: aumentar los precios y precipitar la inflación; bajar los salarios reales; acrecentar la dolarización, esta vez, de una parte del activo, ya sea por la compra de seudodólares (títulos indexados al tipo de cambio del dólar), ya sea por la compra de dólares, si ello es posible. Sin embargo, se trata de comportamientos microeconómicos. En el nivel macroeconómico una medida de reactivación por la demanda puede ser pensada para tratar de mejorar la rentabilidad de las empresas, y disminuir la carga de la deuda en relación con la cifra de negocios; no obstante, el riesgo de una aceleración de la inflación es grande. Esta fue la política económica escogida en Brasil en 1985.

---

41 La evolución, en términos reales, de las cargas financieras de las empresas públicas de Brasil fue de 145.22% entre 1980 y 1984; la de sus inversiones fue de -34.15%; y la de sus gastos globales (menos las cargas financieras) fue de 15% entre esas mismas fechas. Véase: "Le Plan Cruzado et les Finances Publiques brésiliennes". *Agence Financière pour le Brésil et le Cone Sud d'Amérique Latine*.

La indexación de la deuda interna de las empresas conduce a una grave situación, difícilmente superable, si se siguen las directivas del Fondo Monetario Internacional. Cuando la devaluación se sitúa más allá de lo que es necesario para compensar el diferencial de inflación, ésta agrava la situación financiera de las empresas, aumenta la inflación y conduce a nuevas devaluaciones. La baja del poder de compra ejerce un efecto depresivo sobre la actividad económica. La dedicación exagerada a las actividades financieras se convierte en una actividad más rentable que la actividad productiva misma de las empresas; la desindustrialización se desarrolla y la hiperinflación se agrava. Probablemente podemos encontrar en eso una de las razones que condujeron a detener en 1984 el proceso de subvaluación de las monedas en el cual se habían comprometido el conjunto de las economías latinoamericanas. Se puede igualmente pensar que esa fue una de las principales razones que condujeron al gobierno brasileño a permitir, en vísperas del anuncio del Plan, una situación caracterizada por un ligero retardo del diferencial de cambio con respecto al diferencial de precios y a no corregirlo posteriormente.

Esta indexación tiene efectos análogos a nivel del presupuesto del Estado. Si el gobierno emite títulos indexados al tipo de cambio del dólar, las cargas de la deuda interna son, en parte, dolarizadas. Si la tasa de devaluación es superior al alza de los precios, si el déficit presupuestal debe ser igualmente reducido, entonces aquellos gastos diferentes a la carga para la deuda interna se reducen más fuertemente que el total de gastos públicos (salvo si los ingresos aumentan suficientemente rápido). Tal situación hace difícil la obtención o el desarrollo de una política social y la permanencia de las inversiones públicas.

Las medidas radicales que se tomaron para reducir el déficit fueron más eficaces en Argentina y Brasil que en México. El déficit del sector público no financiero se redujo considerablemente en Argentina: 10.65% del Producto Interno Bruto en 1983, 8.3% en 1984, y 4.8% en 1985, gracias a un aumento importante de los ingresos y a una disminución de los gastos. La reducción del déficit del presupuesto en Brasil fue igualmente importante. La presentación del presupuesto hace difícil la evaluación exacta del déficit: hasta muy recientemente existía un presupuesto fiscal y un presupuesto monetario; el primero incluía sólo el 40% de las cargas de la deuda interna; el resto estaba a cargo del segundo presupuesto. Las cargas incluidas en el presupuesto monetario (22.3 mil millones de Cruzados) son apenas superiores al excedente del presupuesto fiscal (20.7 mil millo-

nes), lo que corresponde a un saneamiento considerable de las finanzas públicas, que pudo obtenerse por una reducción de las inversiones públicas y un aumento de los ingresos. Sin embargo, la deuda interna, indexada a los precios y/o al dólar progresó fuertemente: 12<sup>o</sup>/o del Producto Interno Bruto en 1981, 22.3<sup>o</sup>/o en 1983 y 29<sup>o</sup>/o en 1985. Las cargas de la deuda interna se elevan a 35.8<sup>o</sup>/o del presupuesto de la Unión, cifra que debería mantenerse en 1986<sup>42</sup>.

La situación se agravó más en México donde, ciertamente, se redujo el déficit con respecto al Producto Interno Bruto: 12.4<sup>o</sup>/o en 1981, 15<sup>o</sup>/o en 1982, 7.8<sup>o</sup>/o en 1983, 5<sup>o</sup>/o en 1984 y 7.5<sup>o</sup>/o en 1985, pero el servicio de la deuda interna adquirió un peso considerable. Si no se tienen en cuenta las cargas financieras, el presupuesto está en superávit desde 1983: 7.4<sup>o</sup>/o en 1981, 5.9<sup>o</sup>/o en 1982, luego -6.3<sup>o</sup>/o en 1983, 6.6<sup>o</sup>/o en 1984 y 5<sup>o</sup>/o en 1985. Los intereses de la deuda se multiplicaron por treinta de 1979 a 1984<sup>43</sup>.

Las desindexación debería romper el mecanismo de agravación de las cargas de la deuda de las empresas y del Estado. Sin embargo, dos condiciones son necesarias.

La primera, la más evidente, concierne al alza de los precios: es necesario que sea disminuida. Si tal objetivo es alcanzado, el retorno a la indexación ya no es necesaria. La indexación externa mantiene las paridades, las corrige al ritmo débil del diferencial de precios observado. El efecto de la indexación externa se anula, la dolarización en sentido amplio es profundamente atenuada, las nuevas monedas (Cruzado y Austral) encuentran su función de unidad de cuenta.

Pero la disminución durable del alza de precios no puede ser obtenida sino por medio de su congelación. Ello constituye un obstáculo que se puede superar cuando los problemas ligados a la acumulación y a la distribución de los ingresos no encuentran solución. En Argentina ya se asiste a una reno-

---

42 Véase: Agencia financiera para los países del Cono Sur de América Latina. "Argentina: situación económica y financiera en el cuarto trimestre de 1985"; "Brasil: balance del año 1985".

43 Informe del Banco de México.

vación del alza de precios. La recuperación de los salarios respecto a los precios, y viceversa, plantea la necesidad de una nueva indexación: el ciclo descrito precedentemente reaparece . . . Esa es la razón para que una segunda condición sea necesaria.

La desindexación no puede conducir a una desdolarización, en sentido amplio y en sentido estricto, sino cuando medidas complementarias de carácter estructural sean tomadas. El tipo de medidas a tomar depende del estado de la situación económica heredada de las dictaduras: pueden ir hasta una moratoria del principal de la deuda y/o de sus intereses, lo que conduciría, ipso facto, a una desindexación de la moneda con respecto al dólar.

El servicio de la deuda no reviste la misma significación y no tiene las mismas consecuencias en una economía con tendencia a la desindustrialización (Argentina) que en una economía que presenta un crecimiento vivo (Brasil). En Argentina, la relación entre desembolso y valor agregado de las empresas es del siguiente orden: 1.8% en 1980, 4.8% en 1981, 8.9% en 1982, 8.8% en 1983 y 8.1% en 1984, lo cual es considerable. La tasa de ahorro de las empresas decrece fuertemente: 0.8% en 1980, -3.3% en 1981, -6.2% en 1982, -7.3% en 1983, y -5.9% en 1984. La consecuencia inmediata es una caída brutal de la formación bruta de capital fijo: -17.2% en 1981, -24.6% en 1982, -1.8% en 1983 y -11.5% en 1984. El Producto Interno Bruto no siguió la misma evolución: después de haber bajado, aumentó ligeramente en 1983 y en 1984 gracias a un desahorro importante y a un aumento ligero del empleo, los cuales trajeron un aumento del consumo y de la producción. Esta desindustrialización no es nueva en Argentina; el desembolso a causa de la deuda la agrava. En 1985 bajó de nuevo la producción mientras que el alza de precios se aceleró otra vez a comienzos de 1986.

No se puede decir que la agravación de la situación sea hoy irreversible<sup>44</sup>. De todas maneras, al pago de la deuda (con crecimiento sostenido) y el

---

44 La producción de bienes de capital aumentó fuertemente al final de 1985; las cargas financieras disminuyeron ligeramente gracias a la baja en las tasas reales de interés y la dolarización en sentido estricto disminuyó puesto que los agentes disminuyeron sus saldos en dólares a favor del Austral, con el fin de beneficiarse de las tasas de interés más elevadas. Para ampliar esta información véase: Agente Financière pour les pays du Cone Sud de l'Amérique Latine. "Situation économique et financière de l'Argentine".



control de la inflación, a un ritmo bajo, parecen ser un desafío imposible de ganar hasta tanto no se tomen medidas más heterodoxas que las que están definidas en el Plan Austral: la dolarización puede, por tanto, desarrollarse de nuevo.

El control de la inflación, es decir, el éxito de la desindexación depende de la capacidad para resolver el problema de la deuda externa sin provocar desindustrialización. Si el crecimiento se obtiene a pesar del desembolso y si la dinámica de las importaciones de bienes de equipo necesarios a este crecimiento no reducen sustancialmente el excedente comercial, entonces debería ser posible que la desindexación conduzca a una desdolarización (en sentido estricto y en sentido amplio). Tal posibilidad parece existir hoy en Brasil a condición, sin embargo, de que sea confirmada, y aún acentuada, la política de reactivación por la demanda practicada en 1985, acompañada de una situación de importaciones de bienes. El éxito depende, entonces, de la disminución de las desigualdades y del fomento de la demanda de bienes de consumo. Pero esto, ¿no es, acaso, el fordismo . . .? ¿Y no constituiría eso la heterodoxia más eficaz con relación a los planes ortodoxos del Fondo Monetario Internacional?