





ELEMENTOS PARA EL ANÁLISIS DE LOS PROGRAMAS DE AJUSTE

Helena Villamizar

Los planteamientos aquí expresados
son responsabilidad exclusiva del autor
y no comprometen
a la entidad a la cual pertenece.

Resumen

Villamizar, Helena, "Elementos para el análisis de los programas de ajuste", Cuadernos de Economía, Vol. XI, Número 16, Bogotá, 1991, pp. 43-78

La aplicación de las políticas generales, preconizadas por los programas de ajuste en América Latina, en la mayoría de los casos no dieron los resultados deseados. Su éxito necesariamente requería del cumplimiento de ciertos supuestos y condiciones que permitieran que las políticas de "gestión de demanda" no generaran efectos negativos sobre el crecimiento en el largo plazo.

Al no cumplirse algunos de los supuestos teóricos básicos, y al no contar los países con flujos de capitales adecuados y con un entorno externo abierto, la aplicación de estos programas se tradujo en grandes sacrificios en el crecimiento y muchas veces en la perpetuación de situaciones recesivas.

Puesto que la región aún no ha encontrado una verdadera vía de solución, se hace imperioso abordar la construcción de una nueva perspectiva teórica, basada en supuestos realistas, que permita abordar los apremiantes problemas del desarrollo latinoamericano.

Abstract

The application of the general policies recommended by the adjustment programs in Latin America did not present the expected results in the majority of cases. Its success necessarily required meeting certain assumptions and conditions in order that policies of "demand management" would not generate negative effects on long run economic growth.

Given that some of the basic theoretical assumptions were not met and, furthermore, that the countries enjoyed neither adequate capital flows nor an open foreign context, the application of these programs resulted in great sacrifices in economic growth and often in the perpetuation of recessive situations. Since the region has yet to encounter an adequate solution, it is imperative to begin the construction of a new theoretical perspective, based on realistic assumptions, that will permit a better treatment of the tremendous problems of Latin American development.



La evidencia empírica en América Latina y el Caribe en la década de los ochenta, caracterizada como la "década perdida", permite plantear dudas sobre el tipo de modelo que se ha venido aplicando. En efecto, entre 1981-1989, el PIB per cápita de la región (excluido Cuba) declinó en 8.3%, la inflación pasó de 56.9% promedio entre 1980-1981 a 342% promedio anual entre 1982-1989, habiendo alcanzado tasas de 773.8 y 1.023.2 en los dos últimos años del período; por su parte, la deuda externa prácticamente se duplicó al pasar de US\$243 mil millones en 1980 a US\$422 mil millones y, lo que es más grave aún, en un contexto interno de caída de la inversión; ésta última en efecto se redujo de un promedio de 22.6% del PIB en 1980-1981 a 16.9% entre 1982-1989, revistiendo dicha caída características dramáticas en algunos países¹.

Lo anterior viene acompañado de un cambio radical en las transferencias netas de recursos al exterior de un promedio de 1.5 entre 1980-

1 Véase Cepal, *Transformación productiva con equidad*, Santiago de Chile, Naciones Unidas, mimeo, mayo, 1990. Los resultados para 1990 muestran que hubo empeoramiento en la situación de América Latina.

1981 a -4.0 del PIB entre 1982-1988, es decir, significó una pérdida neta para América Latina de 5.5 puntos del PIB.

Es evidente que los problemas de América Latina no surgieron en la década pasada. Existen múltiples factores que los explican, de naturaleza tanto interna como externa. Desde hacía muchos años la región enfrentaba severos desajustes estructurales debidos en parte a la falta de dinamismo del modelo sustitutivo, a la obsolescencia tecnológica y a errores de política como la sobrevaluación de las monedas, que introdujeron graves sesgos antiexportadores y que imprimieron una gran vulnerabilidad a estas economías. Además, su crecimiento se veía obstaculizado por el grave peso de la deuda heredado de la década anterior, por las políticas de protección a sus mercados, adoptadas por los países industrializados y por otras como las monetarias y cambiarias que determinaron la fuerte elevación de la tasa de interés y la inestabilidad entre sus monedas, aspectos que agravaban los costos de la deuda y dificultaban el desarrollo exportador de la región.

A nadie escapa que la situación exigía de grandes correctivos no sólo transitorios sino estructurales. Sin embargo, habiendo transcurrido una década, resulta claro que los remedios aplicados hasta el momento no han permitido a la región retomar una senda de crecimiento con estabilidad, siendo éstos dos de los grandes objetivos planteados por dichos programas².

Por el contrario, América Latina y el Caribe iniciaron la década de los noventa con el grave problema de su deuda, aspecto que contribuye a la perpetuación de una dinámica recesiva en la mayor parte de estos países y a la existencia de muy importantes retrasos tecnológicos que dificultan su inserción a la economía mundial³.

Cabe entonces preguntarse qué ocurrió, por qué razón los remedios aplicados no condujeron a los resultados esperados en términos del crecimiento, y por qué en no pocos casos el problema de la inflación se ha visto severamente agravado. Tan sólo en dos economías, Colombia y Chile, cuyas políticas de ajuste tuvieron características que las

2 Véase Nota 8.

3 Cepal, *op. cit.*

diferencian de las políticas más generales observadas en el área, éstas podrían ser calificadas como "exitosas" en la década pasada⁴.

Si bien cada día es mayor el reconocimiento, por parte de las entidades multilaterales y de los gobiernos de los países industrializados, de los costos existentes en conciliar las metas del ajuste con los objetivos a largo plazo, no es claro que en el marco de la concepción actual de los programas de ajuste, dichos costos sean en todos los casos superables y que las referidas metas resulten al final conciliables; en muchas ocasiones medidas de política orientadas a eliminar distorsiones serias, en presencia de severos problemas estructurales de las economías, generan efectos dinámicos perniciosos que impiden restaurar el crecimiento e incluso, como se ha afirmado, atentan contra la propia estabilidad de precios.

Las siguientes páginas presentan algunos elementos de los programas de ajuste que, a la luz de la experiencia de América Latina, pueden haber introducido fuerzas que fortalecieron la fragilidad de estas economías y que permiten afirmar que la región no ha encontrado una verdadera vía de solución a sus problemas más urgentes. Éstos obviamente requerirán igualmente de soluciones externas y de la comprensión de los factores dinámicos que se desprenden de determinadas políticas, cuyas consecuencias en el corto plazo pueden introducir sesgos y vicios a estas economías y ser capaces de determinar una trayectoria negativa en el largo plazo.

4 Aun cuando algunos analistas presentan el caso de México y Bolivia como ejemplos exitosos de la política de ajuste, es claro que la vulnerabilidad de dichas economías y su bajo crecimiento en la década pasada los excluyen de este grupo de países. Por lo demás, la especificidad de la economía mexicana y su muy particular relación con los Estados Unidos, que seguramente le permitirá obtener altas tasas de crecimiento futuro, no hacen su modelo claramente generalizable al resto de países en desarrollo. Dado que el objetivo de las siguientes líneas es el de discutir algunos supuestos básicos que condicionan los programas de ajuste, escapa al marco de este trabajo el sustentar dichos puntos; por consiguiente y tan sólo a título de ilustración se harán contadas referencias a algunos casos de países. Para un análisis de estas diferencias, véanse José María Fanelli, Roberto Frenkel y Guillermo Rozenwurcel, *Growth and Structural Reform in Latin America, Where we Stand?*, Buenos Aires, mimeo, Cedes, 1990.

FUNDAMENTOS BÁSICOS DE LOS PROGRAMAS DE AJUSTE

El punto de partida de los programas de ajuste del FMI es el que se desprende de la identidad macroeconómica o concepto **contable** que define el producto y del enfoque monetario de la balanza de pagos. Según la primera, todo desequilibrio externo corresponde a una situación de exceso de gasto o de "absorción" de la economía sobre el ingreso o producción⁵, exceso que se manifiesta en una caída de reservas por la vía monetaria bajo la forma de un exceso de oferta de dinero (enfoque monetario). Además, para esta entidad por lo general "el sector estatal o, en términos más amplios, el sector público, (es) la fuente del exceso de demanda interna..."⁶(aun cuando el "exceso" final bien podría ser del sector privado).

Siendo entonces el diagnóstico el de un exceso de gasto sobre la oferta, resulta evidente que la eliminación del desequilibrio puede darse bien por aumentos en la producción o bien por reducción de la absorción o gasto en bienes internos y externos. Sin embargo, el remedio por excelencia preconizado por este modelo para la reducción del déficit exterior que de dicho exceso de gasto se deriva, consiste básicamente en acciones de "gestión de la demanda". "Si bien las medidas de reducción del gasto no es probable que sean totalmente neutrales en cuanto a sus efectos sobre la distribución del ingreso, los efectos distributivos de las políticas de desplazamiento del gasto son más visibles y tienden a crear mayores dificultades políticas, haciendo que los gobiernos vacilen en aplicarlas...". "Por lo general, es más fácil reducir la absorción que aumentar la producción. Por ese motivo, las medidas

$$5 \quad Y = C + I + G + X - M$$

$$A = C + I + G$$

$$Y = A + (X - M)$$

$$Y - A = X - M$$

Lo que significa que existe superávit en la cuenta corriente cuando el ingreso supera a la absorción o, dicho de otra forma, cuando la inversión supera el ahorro interno

$$S - I = X - M$$

- 6 Al respecto véase FMI, *Aspectos teóricos del diseño de los programas de ajuste respaldados por el FMI*, Documento SM/861/62(s), julio, 1986, pp. 13 y 64. En adelante se citará como FMI (1) y todas las negrillas son nuestras.

que afectan a la absorción suelen aplicarse en primer lugar cuando es de rigor lograr una acelerada disminución del déficit en cuenta corriente⁷. En consecuencia, las siguientes medidas constituyen pilares de la política de ajuste.

- Reducción del gasto público.
- Control de la oferta de dinero.
- Reducción de salarios reales.
- Elevación de la tasa de interés.
- Devaluación.
- Supresión de subsidios y de controles de precios.

Estos elementos, además de tener efectos de reducción sobre la demanda, tendrían el beneficio de corregir el sistema de precios permitiendo así una apropiada orientación de los recursos en la economía y por consiguiente mejoras en la oferta. Dicho programa supone, además, un desplazamiento de la demanda hacia bienes producidos nacionalmente y de la producción hacia el exterior, aspecto que permite a sus defensores obviar las posibles contradicciones esenciales entre los objetivos a corto y largo plazo⁸.

Si bien en los últimos años se ha venido dando un mayor reconocimiento del conflicto existente entre dichas políticas y metas por parte del FMI, especialmente en el corto plazo, en esencia la concepción teórica de base sigue incólume, constituyendo las políticas de restricción de demanda, según esta concepción, la base de la estabilización necesaria para emprender las reformas estructurales a largo plazo y crear condiciones estables para el crecimiento.

No obstante, la realidad ha mostrado una faceta bien diferente, habiéndose presentado grandes sacrificios en crecimiento durante períodos

7 FMI (1).

8 A largo plazo las metas, según el FMI, serían el logro de una posición en cuenta corriente sostenible con un nivel manejable de deuda externa; una tasa de inflación baja y un crecimiento económico alto y estable. Los objetivos de gestión de demanda serían: a) reducir la inflación o evitar la recesión en el corto plazo; b) mejorar la cuenta corriente o mantener una tasa de cambio apropiada; c) crear condiciones estables para el crecimiento. Véase FMI, IMF Institute, *Interrelations Between Demand Management and Structural Adjustment Policies*, Documento INST/89-XV/1-B-3(a). En adelante se citará como FMI (2).

prolongados en diversos países donde se ha aplicado este programa⁹. Se trata entonces no de un simple problema de desfases, de "estimar el tiempo que ha de transcurrir para que la evolución de las variables exógenas, incluidos los instrumentos de política económica, influyan sobre las variables endógenas", sino de la posibilidad de que algunas de esas medidas introduzcan elementos viciosos que perpetúen situaciones recesivas. Conviene entonces aclarar algunos de los supuestos básicos que permiten que exista tal comunidad de intereses a largo plazo en los programas de ajuste.

Independencia de la oferta y de la demanda agregadas

En la recomendación básica de reducción del gasto o absorción existe el supuesto de que la oferta y la demanda son independientes, es decir, que los factores que afectan un agregado probablemente son distintos a los que afectan al otro. Sin embargo, en la práctica la oferta y la demanda global están estrechamente vinculadas por la determinación de la demanda efectiva. Como es sabido, en el sistema keynesiano la curva del "precio de la demanda global" es el costo de la producción más la ganancia. El vínculo entre las dos curvas puede visualizarse así: si no existe una previsión de gasto no hay producción y por lo tanto no hay distribución de ingresos bajo la forma de avances a los factores; es decir, no hay la demanda correspondiente. En otras palabras, la decisión de los empresarios de producir o invertir depende de la expectativa de que alguien compre su producción; es decir, de sus expectativas sobre el estado futuro de la demanda¹⁰; pero la demanda se hace efectiva cuando ellos deciden producir, contratan los factores de producción para hacer posible el volumen de rendimiento donde aspiran

9 Adicionalmente a los resultados de América Latina y el Caribe, es el caso de varios países del África como Ghana, Nigeria y Zaire, donde se ha llegado a aceptar la inviabilidad "política" de continuar aplicando ajustes de esa naturaleza.

10 Véase Alain Barrère, "La Progression Instable", en *Controverses sur le Système*, París, Económica, 1975, citado en Mauricio Nieto, "Notas para una política de promoción industrial con énfasis en bienes de capital", en *Revista de comercio exterior*, Cooperativa de Empleados de Incomex, julio-agosto, 1986

maximizar su ingreso de acuerdo con las posibilidades, es decir, el punto de la demanda efectiva.

El Gráfico 1, tomado de Barrère, ilustra esta relación. La curva **ZZ'** representa el "precio de oferta global" la cual está compuesta del costo y de la ganancia, es decir, de los ingresos suficientes para llevar a los empresarios a producir un volumen dado de producto, que implica un determinado nivel de empleo representado sobre la abscisa. La curva **DD'** representa el "precio de la demanda global" es decir el ingreso que los empresarios **esperarían** recibir de la venta de sus productos. La demanda efectiva está representada por el punto **E**, donde las dos curvas se cortan. Éste representa el nivel de producción que según las expectativas reporta las mayores ganancias al empresario. A la derecha de este punto, el "precio de oferta" supera al "precio de demanda". A la izquierda de **E** ocurre lo opuesto, los ingresos esperados son superiores al costo de la producción más la ganancia, luego la comunidad estaría dispuesta a gastar un monto superior al precio de la producción que será ofrecida. **Pero este gasto es potencial pues él no es más que el resultado de una previsión la cual no puede ser realizada, puesto que en la comunidad no se ha distribuido más que un monto de ingreso igual al monto del precio de la oferta global (gastos de la producción más las ganancias) es decir e ; y e es menor que e' . Así, **DD'** representa la curva de un gasto que permanece potencial, hasta tanto la curva **ZZ'** no se le reúna para volverla efectiva, es decir para atribuir al gasto para la producción correspondiente (incluida la ganancia), un monto de ingresos igual a aquel que la comunidad se supone está dispuesta a gastar¹¹.**

La curva **DD'** es una curva de demanda prevista, descontada, anticipada, no es una curva de demanda revelada o realizada. Pero, además, esta curva no puede trazarse sin tener en cuenta el "precio de oferta", es decir los costos de producción más la ganancia de cada volumen de producción. El punto **E** que reúne las dos curvas convierte en efectiva una demanda que hasta el momento era potencial. Así, las curvas de oferta y demanda global no existen independientemente la una de la otra.

11 El subrayado es nuestro.

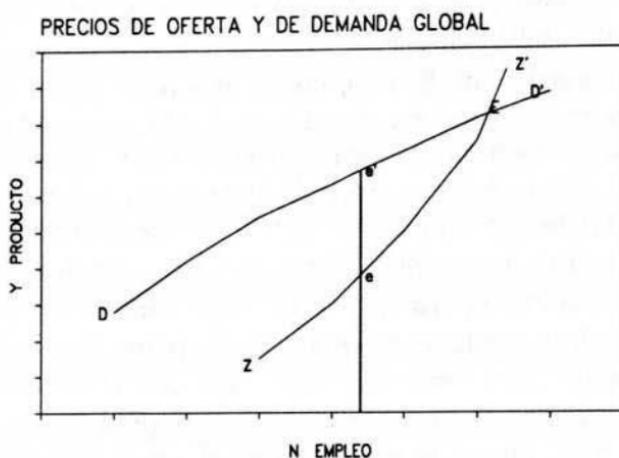


GRÁFICO 1

Lo anterior significa que el esfuerzo de reducir la demanda puede conducir a disminuciones en la oferta y, en consecuencia, a ampliaciones del desequilibrio, a problemas inflacionarios e incluso podría determinar mayores deterioros del sector externo, entre otras vías, a través de las fugas de capitales incentivadas por el deterioro del clima de inversión y por consiguiente de las condiciones de oferta y de crecimiento a largo plazo. Esto es, el sacrificio a corto plazo para reiniciar una senda de elevado crecimiento en unos pocos años encuentra serios obstáculos en los vínculos existentes entre oferta y demanda.

Dicho aspecto al parecer es obviado en los programas de ajuste al suponer que en la práctica se independizan la oferta y la demanda, al hacer que esta última dependa cada vez más del sector externo mediante políticas de desplazamiento del gasto. Sin embargo, el éxito de tales políticas exige diversas condiciones tanto institucionales y de oferta interna en los países como exógenas a ellos que, en caso de no cumplirse, invalidarían las bondades generales de la aplicación de dichos programas. Tal es, por ejemplo, el caso de economías altamente endeudadas, en las cuales la ausencia de flujos de financiamiento externo importantes y las abruptas devaluaciones masivas de sus monedas (uno de los remedios aplicados para la reasignación del gasto) tuvieron consecuencias negativas sobre las finanzas públicas y por esta vía sobre la economía.

El impacto inflacionario de la devaluación y de la ampliación del desequilibrio fiscal, generado por el mayor costo de la deuda externa,

determinó una tendencia a la dolarización de dichas economías, dadas, por supuesto, unas condiciones de vulnerabilidad iniciales, las cuales sin embargo fueron reforzadas por las políticas aplicadas. En efecto, la debilidad de las finanzas del sector público, en el marco de una carencia de financiamiento externo, generó una presión por recursos de endeudamiento interno que se tradujo en una mayor fragilidad financiera y en importantes desequilibrios entre los flujos de oferta y demanda de activos financieros. La restauración del equilibrio, que por lo demás resultó extremadamente frágil al ser afectado por perturbaciones de orden externo e interno, entre ellas por la misma aceleración de la inflación, requirió de elevadas tasas de interés en estas economías con problemas conocidos de desestímulo a la inversión y al crecimiento, y con efectos amplificadores sobre el desequilibrio fiscal y de incertidumbre que determinaron caídas en la demanda de dinero y sustitución por divisas o por activos denominados en moneda extranjera. Estas condiciones, a su vez, contribuyeron a la caída del ahorro disponible por fugas de capitales, dificultándose así, cada vez más, el logro de la estabilización con crecimiento¹².

Tales efectos sobre el crecimiento fueron además reforzados por lo que ha sido llamado la "financiarización" de las empresas; dado el marco recesivo de estas economías, aquellas empresas que no cuentan con posibilidades de venta de sus productos en el sector externo y sí (aun cuando no necesariamente) con obligaciones de deuda externa, intentan cubrir parte de sus pérdidas o derivar beneficios de las sobrevaluaciones de la moneda, mediante la tendencia a ampliar cada vez más sus activos en divisas o en títulos indexados al dólar; es decir, dichos capitales en vez de invertirse se convierten en capital de préstamo¹³.

Resulta claro, entonces, que estrategias de reducción de la demanda interna sin unos claros condicionantes externos coadyuvantes al desarrollo, como sería un elevado grado de apertura en el exterior,

12 Véase Pierre Salama, *La Dollarisation*, París, Editions La Découverte, 1989, y Fanelli, *et al.*, *op. cit.*

13 Pierre Salama, *op. cit.*, alguien podría discutir que dicho capital, a su vez, será demandado por otros empresarios para inversión, pero tal probabilidad resulta remota ante las elevadas tasas de interés que las presiones del endeudamiento público generan en las economías deudoras. La fuerte caída en la inversión en la década pasada ilustra esta realidad.

soluciones efectivas al problema de la deuda y acceso a tecnología, aunados a cambios institucionales y estructurales internos a las economías en cuestión, hacen que la estrategia propuesta pueda conducir a severos descalabros ya que los esfuerzos internos dependen de manera significativa del entorno externo. Los impulsos internos aislados, con miras a mejorar las condiciones para que ingresen capitales o para remover los obstáculos que impiden la libre asignación de recursos por las fuerzas del mercado, son insuficientes; ellos claramente requieren de soluciones externas y de acciones internas de intervención del Estado que remuevan obstáculos y que permitan superar no sólo la carencia de una magnitud de ahorros suficientes (problema smithiano), sino, además, las tendencias a la dolarización y a las fugas de capitales y en general los problemas de fragilidad financiera, es decir, lo que se ha llamado el "problema keynesiano" consistente en asegurar que la parte no consumida del flujo de ingreso sea **invertida**, y con altos grados de eficiencia (enfoque neoclásico)¹⁴.

Supuestos con relación a la moneda

Aumentos en el crédito interno¹⁵ se traducen en caída de las **reservas internacionales**. Esta conclusión es derivada del denominado enfoque monetario, instrumento básico utilizado por el FMI para sus programas de ajuste. Si bien esta entidad aclara que **dicho enfoque no constituye una teoría**, en la práctica se ha utilizado como si de hecho existiesen causalidades muy claras y de un sentido entre las variables económicas referidas. Conviene entonces dejar en claro cuáles son los principales supuestos implícitos en el referido instrumental¹⁶.

14 Fanelli, *et al.*, *op. cit.*

15 Entendido como crédito del Banco Central o como oferta monetaria.

16 Si bien existen trabajos de profesionales del Fondo que difieren ampliamente en sus supuestos de los que se exponen a continuación, el marco general en que se apoyan las políticas de ajuste recomendadas por esta entidad, supone el tipo de relaciones o la inexistencia de relaciones entre determinadas variables que se exponen en estas páginas, véase FMI (1).

Algunos de ellos son: se considera el ingreso como variable exógena¹⁷; la demanda de dinero es independiente de la variación del crédito interno, lo que permite que todo aumento de la oferta monetaria se traduzca o en precio o en caída de reservas; pero, dado además el supuesto de la "ley del precio único", es decir, del cumplimiento de la teoría de la paridad del poder adquisitivo¹⁸, la ecuación del enfoque monetario así especificada deriva entonces en la conclusión de que "todos los aumentos del nivel del crédito interno que superen el aumento deseado del dinero¹⁹ se verán contrarrestados, uno a uno, por disminuciones en los activos externos netos"²⁰.

En otras palabras, los supuestos implícitos en el modelo de ajuste planteado significan, ni más ni menos, que **cambios en la oferta de dinero no modifican ni la demanda de dinero ni el producto**. Es importante dilucidar cómo se deriva esta conclusión.

En primer lugar, vale la pena aclarar que el FMI acepta que "si bien es fácil admitir la opinión de que la demanda de dinero sigue una trayectoria empíricamente predecible, por lo cual resulta útil, es mucho menos probable que se verifique en la práctica el supuesto de que **la variación del crédito interno sólo provoca la variación de las reservas**. Las condiciones en que se basa esa hipótesis son sumamente restrictivas"²¹. En efecto, en el documento citado se considera la posibilidad de existencia de distintos mecanismos de transmisión del efecto de cambios en el crédito interno que conducen al ajuste, contemplándose, por ejemplo, las situaciones de una economía cerrada, economía abierta, de tipo de cam-

17 Para una crítica a los programas de ajuste y a este enfoque véase Richard Lynn Ground, "Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina", en *Revista de la Cepal*, No. 23, ONU, Santiago de Chile, agosto, 1984.

18 Esta teoría tiene muchos supuestos; es aceptado que al menos en el corto plazo ella no se cumple.

19 Como se verá, de antemano se parte del supuesto de que no hay cambios en el aumento deseado del dinero en el largo plazo, que es donde tienen aplicación dichas relaciones, es decir, después de ocurridos todos los ajustes.

20 FMI, *op. cit.* (1), p. 27. Además de los supuestos anotados, desde el punto de vista econométrico, la ecuación del enfoque monetario en su forma más conocida presenta sesgos de simultaneidad y problemas de identificación. Algunos de estos problemas, como se verá, se minimizan al suponer independencia de ciertas variables a largo plazo.

21 *Ibid.*, p. 30.

bio fijo, de tipo de cambio flexible, etc.". "De hecho, ese enfoque puede considerarse la expresión de una doctrina de alcance relativamente general acerca del comportamiento a **largo plazo**"²². Éstos pueden derivarse de una concepción teórica monetarista, keynesiana, o, en fin, de una amplia gama de modelos que combinen distintos supuestos sobre el comportamiento de la economía.

Es muy importante resaltar que las consideraciones sobre los mecanismos de transmisión se refieren sin embargo al **corto plazo** donde, como ya se ha señalado, el FMI acepta que "el producto puede verse influido por la variación del crédito interno, lo que hará variar la demanda de dinero". Luego, "la ecuación fundamental que enuncia una relación entre la balanza de pagos y los factores determinantes de la demanda de dinero y la tasa de expansión del crédito interno constituye, pues, una consecuencia del proceso de ajuste y no una descripción de las causas a través de las cuales las variables de política económica influyen sobre la variación del activo externo neto"²³. Esto es, la ecuación que establece los vínculos entre balanza de pagos y crédito interno refleja una situación de **largo plazo** donde todos los ajustes se han realizado²⁴.

22 Véase FMI (1), pp. 37-43. El documento menciona, entre otros, los modelos de Polak, Robichek, Khan y Knight de mecanismos de transmisión a corto plazo, donde "a largo plazo seguirá cumpliéndose la ecuación monetaria".

23 FMI (1), p. 37. Pero recuérdese que para el FMI los ajustes se dan en el corto plazo, y que en el largo plazo la demanda de dinero se ha ajustado haciendo independientes crecimiento y oferta de dinero.

24 En la programación financiera la situación de exceso de oferta de dinero y caída de reservas es un resultado que se deriva de la producción y de determinadas condiciones de financiamiento interno y externo de la misma, en los cuales ya está contemplado el efecto de la emisión y de sus efectos en el lado de la demanda de dinero.

$$E y D = Fbp + Fbg + RINT$$

donde *E*: efectivo; *D*: depósitos; *Fbp*: financiamiento bancario al sector privado; *Fbg*: financiamiento bancario al sector gobierno; *RINT*: reservas internacionales, entendidas como cambio.

Si $E y D < Fbp + Fbg$, las *RINT* caen; esto es si la captación bancaria o el aumento de los pasivos del sistema bancario es inferior al financiamiento, las reservas internacionales caen.

Pero es claro que en esas relaciones *ex-post* ya se han dado todos los efectos indirectos sobre la demanda de liquidez, y no que éstos no existan, que no haya relación entre ellos.

En resumen, si bien el FMI admite que "no se puede suponer que las variables que influyen sobre la demanda de dinero -en especial el ingreso real- sean independientes de la variación del crédito interno, **a menos que el período considerado se refiera al largo plazo**"²⁵, obvia el problema que le representa la no independencia de la moneda y del producto, suponiendo que el período contemplado en su ajuste es el largo plazo²⁶. "De hecho, el período de largo plazo al cual es aplicable ese enfoque bien puede consistir en apenas un año. Se trata de una cuestión empírica"²⁷. Pero es evidente que dicha solución se basa en otro **supuesto** donde "de acuerdo con la doctrina monetaria normal, a largo plazo la tasa de crecimiento del producto es independiente de la tasa de expansión monetaria". Tal aseveración sólo puede surgir de considerar el producto como dado, es decir, en situación de pleno empleo o, lo que es lo mismo, bajo condiciones de inelasticidad de la oferta²⁸. Además, otro supuesto esencial que sustenta la derivación de causalidad de la fórmula del enfoque monetario es la existencia de una demanda de dinero estable. Éste, cabe insistir, no es más que otro supuesto, sobre el cual existe una gran discusión teórica y muy distintos resultados empíricos²⁹. Por lo demás, en su exposición teórica el FMI supone implícitamente que la tasa de interés se determina en el mercado del ahorro y la inversión y no en el de dinero.

25 El subrayado es nuestro.

26 Aun así es difícil aprehender tal conclusión. Si se advierte que en el corto plazo sí existe una relación entre el producto y el crédito, que fuertes restricciones en esta variable afectan a determinadas empresas produciendo quiebras y, en consecuencia, menores ingresos para la economía y no sólo un simple traslado de recursos hacia otros sectores, el sentido común indicaría que estos efectos generan acciones acumulativas que pueden afectar así el largo plazo. Los efectos a corto plazo producen pérdidas de mercado, **destrucción de capital** y pérdidas de ahorros y de producción general para la economía que habrían podido potenciar el crecimiento a largo plazo.

27 FMI (1), p. 43.

28 De hecho, en su exposición sobre los efectos de una devaluación se dice que "como el modelo es estático y en él **no se tiene en cuenta la acumulación de capital**, se supone que la curva de oferta a largo plazo es vertical". Es difícil comprender entonces cómo existiendo tal inelasticidad se producen efectos sobre la producción nacional que compensen y superen los efectos de caída de demanda.

29 El Cuadro Anexo 1, tomado de Fedesarrollo, ilustra cómo en el caso de Colombia no podría aceptarse el supuesto de velocidad estable a largo plazo.

Ello igualmente le permite romper el vínculo entre moneda e ingreso ya señalado.

Los anteriores supuestos implícitos, es decir la exogeneidad del ingreso, o independencia de la moneda y el producto y la estabilidad de la demanda por dinero, conducen a la bien conocida tesis de existencia de relaciones de causalidad entre déficit fiscal y caída de reservas³⁰. Es claro que bajo tales condiciones de inelasticidad de oferta o de pleno empleo, la financiación del desequilibrio en el sector público, vía emisión, se traduce en precios (puesto que como se vio el producto no responde) o en caída de reservas, que significan la absorción de una sobreoferta de dinero que el excesivo gasto público generó.

El vínculo de causalidad establecido entre el desequilibrio fiscal y la caída de reservas ignora causas de naturaleza externa, ajenas a las decisiones de los países. Tales, por ejemplo, los movimientos en las tasas de interés internacional, la caída en los precios de productos básicos, la inestabilidad de los tipos de cambio, y el mismo crecimiento de los países industrializados, etc., factores estos que tienen una gran capacidad de afectar a los países en desarrollo por distintas vías, inclusive la fiscal, y a cuya acción no se concede la debida importancia en los programas de ajuste. En efecto, un déficit fiscal derivado de tales causas no surge por un exceso de demanda, por un aumento del gasto, sino por reducción en el ingreso, que de ser compensado por otras políticas bien podría llevar a que el resultado final no fuese el de un "exceso de demanda", o bien, que dicho "exceso" fuese inferior al que se desprende de una política de reducción de la demanda, es decir, procíclica. Es probable que una ampliación del déficit derivada de cambios en las condiciones externas, seguida de políticas de rápida reducción del mismo, entrañe el peligro de acrecentarlo ante los efectos recesivos que tal política puede generar. Por lo general los programas en cuestión no profundizan en los aspectos dinámicos de las reducciones rápidas del desequilibrio fiscal. Algunos de estos elementos dinámicos se señalan en la siguiente sección.

30 Puede aceptarse que en algunos casos existe dicha causalidad; por ejemplo, si el sector público tiene una elevada propensión a importar, o bien si realmente existen excesos de demanda en la economía y la oferta es inelástica. Pero de ninguna manera existe tal automaticidad en la relación.

Las reducciones abruptas del déficit fiscal y los problemas de largo plazo

Ya se ha señalado cómo en virtud de la relación de causalidad que se atribuye al desequilibrio fiscal y al desequilibrio externo la reducción rápida del primero constituye el elemento central de los programas de ajuste³¹.

Sin perjuicio del reconocimiento de la existencia de problemas en el sector público en muchos países y de la necesidad de soluciones, vale la pena hacer algunos comentarios en relación con las políticas preconizadas en esta materia y las posibles contradicciones que en este campo se dan entre los objetivos de corto y largo plazo.

El FMI supone que el gasto privado es más eficiente que el gasto público. "Las propias medidas de reducción del gasto pueden contribuir a la mejora estructural, por ejemplo, favoreciendo un desplazamiento de recursos del sector público al privado"³². Este es un principio que no puede ser tomado como de aplicación general; derivar conclusiones al respecto requiere de un análisis pragmático caso por caso. Para tomar sólo un ejemplo, las economías latinoamericanas conocieron grandes crisis financieras en la década pasada, en que los protagonistas de primer orden fueron agentes privados.

La experiencia ha mostrado que la eliminación rápida del déficit fiscal ha significado en primer término reducciones de la inversión pública con graves efectos sobre el crecimiento a largo plazo. Ello, dado que la inversión privada por lo general, aun cuando no siempre, está asociada positivamente con la inversión pública, introduce elementos que refuerzan y profundizan la situación recesiva. En efecto, las caídas en la inversión pública, al disminuir la demanda y las condiciones generales del clima económico, por lo general reducen los proyectos de inversión del sector privado. Aun cuando el FMI en términos generales argumenta que

31 Al respecto merece llamar la atención sobre cómo mientras las políticas de reducción del amplio déficit de Estados Unidos fueron concebidas como un proceso muy gradual, a las economías latinoamericanas se las obligó a efectuar ajustes drásticos en este agregado.

32 FMI, *op. cit.*, p. 57.

existe un desplazamiento de la inversión privada por la pública³³, reconoce sin embargo que ambas magnitudes son en muchos aspectos complementarias, como es el caso, por ejemplo, de la construcción de infraestructura que conduce a mejoras en la productividad del capital. En sentido inverso, se reconoce igualmente cómo las políticas de restricción de la demanda tienen efectos adversos sobre la educación, la salud y los niveles de nutrición de la población que determinan desmejoras en la calidad de capital humano, y por ende derivan en el estancamiento o pérdida en la productividad laboral y de la misma eficiencia del capital físico³⁴.

De nuevo, la experiencia de América Latina en la década pasada desvirtúa la tesis general que establece una relación de mayor eficiencia y productividad de la economía a menor compromiso del sector público. En efecto, un rasgo distintivo que facilitó el ajuste en Colombia y Chile, los dos países más exitosos en lograr estabilización con crecimiento en la región³⁵, fue, además de los créditos externos en el caso chileno, el hecho de que el Estado fuese propietario de importantes recursos naturales cuyas rentas facilitaron el ajuste fiscal³⁶. Ello contribuyó sustancialmente a que en estos dos países el sector público no se convirtiese en importante factor desestabilizador interno al inducir una mayor fragilidad financiera.

Otro rasgo distintivo de estos dos países a diferencia de México, Argentina y Brasil, por ejemplo, es que la inversión pública como proporción del PIB en un caso no cayó, y en el otro no lo hizo en la forma dramática en que ocurrió en las demás economías. En Colombia, el

33 Esto es la conocida tesis de "crowding out" a causa de la competencia por recursos de expansión primaria. Véase FMI (1), p. 67. Sobre una crítica a este respecto véase Helena Villamizar, "Implicaciones del déficit fiscal, contradicción de la ortodoxia", en *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo, Bogotá, abril, 1985.

34 FMI (2), p. 12.

35 En el caso de Colombia, podría argumentarse que partió de condiciones de vulnerabilidad externa muy diferentes a las del resto de la región, pero no es el caso de Chile.

36 En Chile las exportaciones de cobre, propiedad del Estado, pasaron de 5.2% del PIB en 1984 a 14.1% en 1987. En Colombia, por su parte, las exportaciones de petróleo y carbón y el superávit del Fondo Nacional del Café contribuyeron a la reducción del desequilibrio fiscal. Fanelli *et al.*, *op. cit.*

nivel más alto de inversión pública fue el del año 1984, 9.6% del PIB, y si bien cayó en el período 1984-1988, lo hizo a niveles no muy lejanos de los prevalecientes en la época de precrisis. En el caso chileno, por su parte, los gastos del Gobierno diferentes al pago de intereses no cayeron en el período de crisis y la inversión pública acusó un considerable incremento entre los períodos 1982-1984 y 1985-1987; además, la participación de la inversión pública prácticamente se duplicó entre 1975-1981 y 1985-1987 en este país³⁷.

Las presiones por fondos prestables para el financiamiento del sector público que ocurrieron en otras economías fueron así moderadas en los casos de estos dos países. Desde luego, paralelamente éstos hicieron reformas importantes en su política de tributación y en Chile igualmente la privatización de algunas empresas públicas y el importante apoyo financiero de la banca multilateral contribuyeron a la superación del desequilibrio fiscal y a reducir las necesidades de endeudamiento interno.

Endogeneidad de los ingresos tributarios

La inducción de un clima recesivo además puede generar efectos perversos sobre el déficit fiscal aumentándolo, debido a que los ingresos tributarios dependen de la actividad económica³⁸. La inestabilidad macroeconómica también afecta negativamente los recaudos por otras vías, como es el caso de la inflación, debido al lapso existente entre la generación del impuesto y el recaudo (efecto Olivera Tanzi), y de los incentivos que dicha inestabilidad macroeconómica produce para la evasión fiscal³⁹.

Adicionalmente, como se ha señalado, la devaluación y la elevación de la tasa de interés aumentan el déficit fiscal generando un círculo vicioso de financiamiento mediante deuda interna o emisión con efectos monetarios

37 *Ibid.*

38 En el caso de Venezuela, por ejemplo, se ha estimado que, como consecuencia de la severa caída del producto, los ingresos tributarios para el año 1989 cayeron en varios puntos del PIB.

39 Fanelli *et al.*, *op. cit.*

y de fragilidad financiera. La consecuente elevación de la tasa de interés y la ampliación del déficit por dicha carga, con los efectos indirectos de reducción de la inversión privada, del consumo y por consiguiente del PIB y, en muchos casos, de dolarización de la economía, dificultan considerablemente el logro de la estabilidad a largo plazo.

Efectos de algunos precios del sector público

Otro aspecto de particular importancia en los programas de ajuste fiscal es el del alineamiento de los precios internos de determinados bienes y servicios esenciales con los precios internacionales (*v. gr.* el petróleo). La concepción implícita en esta recomendación de política va mucho más allá de la eliminación de los subsidios con miras a suprimir factores que causen desequilibrio fiscal. Si ésta fuese la razón, bastaría con una **definición de subsidio referida a los costos de producción del sector en cuestión y no a los precios internacionales**. Dicha aplicación del concepto de subsidios permitiría a los países **apropiar las ventajas comparativas de que gozan en determinados sectores**; tal es el caso por ejemplo de países con abundancia de recursos petroleros, donde la elevación del precio de este recurso afecta la estructura de costos de su economía y le resta competitividad frente a una situación en la cual los precios reflejaran los verdaderos costos de producción internos.

Se aduce que la aplicación interna de precios internacionales se orienta a evitar ineficiencias y distorsiones mediante el probable contrabando del producto o el estímulo al consumo interno. La validez del primer argumento se minimiza en situaciones en las cuales los recursos son de propiedad estatal, o bien en casos de bienes no comercializables como serían algunos servicios públicos. En cuanto al consumo interno sería importante considerar el costo-beneficio para la economía de elevar artificialmente los costos, en el caso de bienes que como el petróleo tienen una amplia incidencia en la estructura productiva.

Dicha argumentación podría sin embargo ser aceptada siempre y cuando **su ámbito de aplicación fuese general y no particular a determinados insumos y factores de la producción**. Hay un rompimiento lógico en la defensa de dicha igualación a nivel internacional de todos los precios y remuneración de factores incluido el capital (al

cual se recomienda incluso premiar con mayores tasas de interés a las internacionales como ya se vio), exceptuando la mano de obra. ¿Por qué razón para este último factor sí se busca preservar la "ventaja comparativa" de precios bajos y no existen recomendaciones de política en el sentido de llevarlos a niveles "internacionales"? ¿Es la razón quizá la real ausencia de movilidad en el factor trabajo que permitiría aislar este factor? Pero, como se ha señalado, existen otros insumos y sectores donde la falta de movilidad internacional tendría igual aplicación.

Existe, pues, una gran incongruencia con respecto a las recomendaciones prácticas de política en materia de precios en dichos programas. No tiene mucho sentido que países con niveles de ingreso sustancialmente inferiores a los de las naciones industrializadas apliquen los mismos precios a sus servicios públicos o a sus recursos energéticos a los vigentes en el mercado internacional, máxime cuando no existe subsidio medido con relación a los precios de producción. En algunos casos, aun existiendo subsidio así definido, es posible que la situación de ingresos justifique la existencia del subsidio para determinados estratos.

Supuestos con relación a la tasa de interés

Elemento esencial en el vínculo entre el ajuste presente y el crecimiento futuro lo constituye la política de tasas de interés y la eliminación de subsidios y controles de precios. "En los programas del Fondo se consideró que la política de tipos de interés es uno de los factores más influyentes, no sólo en lo relativo al ajuste a corto plazo del gasto, la inflación y los pagos externos, sino también en lo que concierne a la acumulación de recursos financieros a más largo plazo y al nivel y composición de la inversión"⁴⁰. Algunos supuestos implícitos en dicha argumentación son:

Existe una relación positiva entre tasa de ahorro y tasa de interés real

Desde el punto de vista teórico, como es ampliamente conocido, este aspecto ha sido una de las diferencias esenciales en las escuelas eco-

40 FMI (1), p. 11.

nómicas. Para Keynes, por ejemplo, el equilibrio ahorro-inversión resulta de un proceso de ajuste, que a través del multiplicador lleva a un ingreso dado. En esa medida la relación del ahorro con la tasa de interés sería más bien de sentido inverso; elevaciones de ésta pueden reducir la inversión y a través de efectos multiplicadores, el ingreso y en consecuencia el ahorro. "Es el nivel de ingresos y no la tasa de interés el que asegura la igualdad entre el ahorro y la inversión"⁴¹.

Aun cuando el FMI reconoce que teóricamente pueden darse argumentos a favor y en contra de esta relación y que ella continúa siendo un aspecto de comprobación empírica, sus programas terminan por aceptar dicha vinculación positiva, basados, se dice, en resultados de trabajos empíricos⁴². Sin embargo, connotados economistas neoclásicos como Dornbusch, con base igualmente en resultados empíricos, niegan la existencia de dicho vínculo entre ambas variables⁴³.

Ahora bien, aun cuando no se acepte la existencia de la referida relación tasas de interés-ahorro, el FMI adjudica a la política de elevación de la tasa de interés el beneficio de contribuir al saneamiento del sistema monetario y financiero y de propiciar una eficiente localización de recursos entre proyectos de inversión alternativos ya que altas tasas de interés reflejarían apropiadamente el "costo de oportunidad del capital". No obstante, la experiencia de varios países en América Latina en el pasado constituye evidencia en contrario; las elevadas tasas de interés que se dieron en muchos países no garantizaron inversiones eficientes, sino más bien condujeron a una desviación de recursos hacia actividades especulativas⁴⁴ y, como se vio, en la década pasada coincidieron con caídas en la inversión.

41 Keynes, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, 1968.

42 Véase FMI (2), p. 8.

43 Dornbusch, "exposición en el foro en honor de Lauchlin Currie", Bogotá, diciembre, 1990. Véase también José Antonio Ocampo, "Determinantes del ahorro y la inversión en Colombia", ponencia presentada en el XI Simposio sobre Mercado de Capitales, Asociación Bancaria de Colombia, Cali, noviembre, 1982.

44 Véase Eduardo Sarmiento Palacio, "El ahorro y la inversión en el desarrollo económico de América Latina", en *Hacia un nuevo modelo de desarrollo*, Bogotá, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo y Uniandes, diciembre, 1987, y Cepal, *op. cit.*

Otra de las bondades atribuidas al ajuste de la tasa de interés es que ella evitaría la fuga de capitales o alternatively "la economía podría obtener una mayor proporción de ahorro externo, con lo cual aumentaría el ahorro total"⁴⁵. Ésta constituye una verdad relativa pues si bien es cierto que la independencia de los mercados de capitales tiene límites y que tasas de interés muy bajas incentivan la fuga de recursos, es claro que no existe simetría alguna entre el efecto de la tasa de interés sobre los flujos de entrada y de salida de capitales. La experiencia de América Latina en la década pasada demostró cómo este supuesto no es de fácil ocurrencia en la realidad⁴⁶.

También son conocidos los efectos perniciosos de la elevación del nivel de esta variable sobre la inversión y el producto y aun sobre los mismos flujos de capitales. En efecto, el deterioro del clima de inversión ocasionado, entre otros factores, por las políticas depresivas que acompañan los programas de ajuste puede más que compensar los incentivos de precios implícitos en las tasas de interés y conducir a fugas masivas de recursos hacia economías con mejores condiciones y sobre las cuales exista un mayor grado de confianza y de estabilidad en sus monedas. En otras palabras, en sus decisiones sobre movimientos de capitales los agentes de las economías en desarrollo por lo general privilegian, más que el premio en precio, otros factores; es decir, que bajo condiciones de dificultades externas de un país los ingresos de capitales son altamente inelásticos a la tasa de interés. El premio en tasa de interés ha de ser considerable para que se produzcan dichas entradas; pero, en tal caso, los resultados indirectos sobre otras variables de la economía hacen que ésta se vuelva altamente vulnerable a las acciones de dichos capitales, por cuya gran volatilidad han sido denominados "capitales golondrinas".

Por su parte, la elevación del tipo de interés se traduce en aumento del costo del servicio de la deuda generando efectos perversos en los logros del ajuste. Este aspecto adquiere importancia capital en las economías que se vieron obligadas a sustituir sus fuentes de financiamiento

45 FMI (1), p. 65.

46 Se acepta por ejemplo que en México durante varios años del período de ajuste se dio una seria fuga de capitales y tan sólo a finales de la década se revirtió esta tendencia.

por crédito interno ante la escasez de financiamiento externo⁴⁷. Por fortuna, este tipo de problemas está siendo cada vez más reconocido. El Fondo por ejemplo ha llegado a la conclusión de que "hasta que puedan controlarse las cuentas fiscales lo mejor puede ser postergar las reformas financieras de gran envergadura"⁴⁸.

En resumen, las ventajas de la elevación de la tasa de interés a niveles reales excesivamente altos resultan cuestionables desde el punto de vista del ahorro, de la eficiencia de la inversión y aun de la misma estabilidad del sector externo. Además, tasas de corto plazo muy elevadas que incentivan ingresos de capitales contemplan riesgos de flujos de divisas importantes e inestables que perturban el equilibrio monetario y cuyo ajuste finalmente tiene grandes costos para las economías en desarrollo⁴⁹. Los aspectos señalados tienen efectos dinámicos que hacen que las consecuencias de una elevación inmoderada de las tasas de interés no se concentren únicamente en el corto plazo. Además de los costos fiscales y sus efectos, puede mencionarse, por ejemplo, la revaluación del tipo de cambio a que conducirían los flujos especulativos de capital, en detrimento del desarrollo exportador a largo plazo⁵⁰.

Desde luego, los anteriores elementos no son desconocidos para el FMI. En efecto, esta entidad admite que, en países con estructuras financieras oligopólicas, el dismantelamiento de los controles a la tasa de interés puede ocasionar una pronunciada elevación de esta variable que, al aumentar el costo del capital, deprimiría la inversión, provocaría

47 En México, por ejemplo, aun cuando las cuentas fiscales han arrojado un superávit primario es decir (excluyendo pagos e ingresos de intereses) de 5.0%, 5.9% y 8.3% del PIB en 1987, 1988 y 1989, respectivamente, el creciente peso de los intereses no ha permitido cerrar la brecha fiscal, siendo el déficit global, aun cuando decreciente, muy importante en los mismos años: 15%, 11% y 5.4% en términos del PIB (cifras del Banco de México).

48 FMI (1), p. 68.

49 Véase FMI (1). En Colombia, por ejemplo, el financiamiento de la política monetaria a través de operaciones de mercado abierto con elevadas tasas de interés puede tener efectos perversos sobre las cuentas fiscales o cuasifiscales. Para el presente año se estima que los costos de interés por OMAS alcanzarán los US\$350.000 millones.

50 Sebastián Edwards, "El orden sucesivo en la liberación económica en países en desarrollo", en FMI, *Industria, finanzas y desarrollo*, marzo, 1987.

un aumento del servicio de la deuda pública y podría contribuir desfavorablemente a la distribución del ingreso.

Así, el Fondo ha llegado a aceptar que en casos de aumento excesivo de la tasa de interés podría "resultar útil efectuar el ajuste del tipo de interés en función de la tasa de inflación que se prevea para el período de afianzamiento de las nuevas medidas de estabilización y reforma financiera, y no en función de la tasa de inflación corriente. No obstante, para que este procedimiento dé resultado, el público tiene que creer que las autoridades están decididas a llevar un programa basado en objetivos 'realistas' "⁵¹.

Sin embargo, los argumentos de distorsión en la asignación de recursos al parecer pesan más en las recomendaciones de esta entidad y en su concepto; probablemente tal condición de "credibilidad" no se ha dado, pues las tasas de interés por lo general han sido elevadas aun en relación con la inflación corriente. De hecho, el Fondo considera que en algunos casos no basta con eliminar el exceso inicial de gasto agregado y que se requiere de un prolongado período de contracción económica para que la inflación se reduzca⁵². En esa medida la tasa de interés no podría reducirse al poco tiempo de iniciarse ese programa.

La existencia de una relación directa entre ahorro financiero y ahorro en el sentido económico y negativa entre ahorro e inflación

Es otro de los supuestos que subyacen en el marco teórico de base de los programas de ajuste. Respecto a la primera relación, es claro que la existencia de canales eficientes de intermediación, que permitan acceso al financiamiento a tasas de interés moderadas, **facilita** la inversión cuando existen otra serie de condiciones macroeconómicas dadas, particularmente una demanda favorable. Pero, de allí a derivar una relación positiva directa entre ahorro financiero y ahorro en el sentido económico, hay mucho trecho⁵³. Existe evidencia de países

51 FMI, *op. cit.* (1), pp. 66 y 69.

52 *Ibid.*, p. 18.

53 Véanse los Gráficos 2, 3 y 4. Un dato muy interesante en relación con los elevados montos de capital acumulado por varios países industrializados en la posguerra, que desvirtúa la automaticidad de dicha relación, es que en ellos el autofinanciamiento adquirió una participación creciente. Véase Alain Barrère, *Controverses sur le Système Keynesien*, París, Económica, 1985.

AHORRO FINANCIERO Y AHORRO PRIVADO COMO PROPORCIÓN DEL PIB 1970-1987

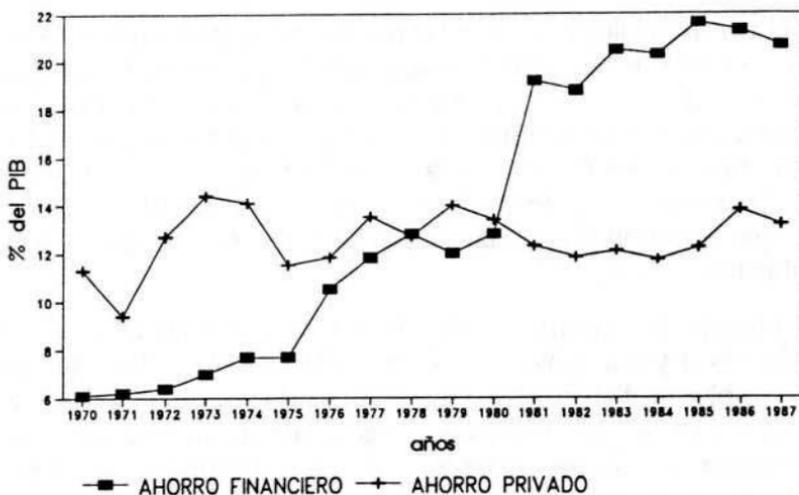


GRÁFICO 2

AHORRO FINANCIERO Y AHORRO PÚBLICO COMO PROPORCIÓN DEL PIB 1970-1987



GRÁFICO 3

AHORRO FINANCIERO Y AHORRO TOTAL COMO PROPORCIÓN DEL PIB 1970-1987



GRÁFICO 4

con elevación de sus coeficientes de profundización financiera y caída del ahorro con relación al PIB⁵⁴. Luego, son las condiciones de ese ahorro financiero, entre ellas **tasas de interés favorables a la inversión** y de la economía en general, las que permitirían establecer tal vínculo, el cual no es de manera alguna directo ni dependiente de elevadas tasas de interés reales como suponen los programas de ajuste comentados.

En cuanto al segundo aspecto, es evidente que en economías con muy elevadas tasas de inflación éstas estimulan actividades especulativas y la dolarización en contra del ahorro; pero en casos de inflación moderada y relativamente estable no hay razón *a priori* para esperar que la inflación desestime el ahorro. De hecho, en el caso de la economía

⁵⁴ En Colombia, por ejemplo, el Cuadro Anexo 2 y los Gráficos 2, 3 y 4 ilustran cómo a pesar de haber ocurrido un importante incremento del índice de profundización financiera según distintas definiciones (columnas 1 a 2) entre el período 1976-1980 y 1981-1987, el ahorro ya sea privado o total (columnas 3 y 5) registró un decrecimiento con relación al PIB.

de Estados Unidos se ha encontrado una relación positiva entre inflación y ahorro, como lo reconoce el propio FMI⁵⁵. Sin embargo, según esta entidad, en las economías en desarrollo ocurre una relación inversa entre estas dos variables debido a la coexistencia de represión del ahorro financiero mediante bajas tasas de interés y elevada inflación. A este respecto vale la pena agregar que no se encuentran en la exposición teórica de los programas del FMI alusiones claras a los **efectos que tiene la tasa de interés sobre los precios** y, por esa vía, según su propio discurso, a las consecuencias negativas que podría tener sobre el ahorro y sobre las exportaciones al elevar los costos al productor.

Otros supuestos implícitos en la exposición teórica de los programas de ajuste

Otro de los supuestos base de los programas de estabilización plantea que existe una relación estable entre ingreso e importaciones, de tal manera que la reducción del ingreso, dada una propensión a importar, disminuirá las importaciones. Sin embargo, es claro que no existe un coeficiente único de propensión marginal a importar. Este parámetro bien puede modificarse con políticas económicas que conduzcan a resultados positivos en el corto plazo y que permitan fortalecer los sectores externos e internos de las economías a largo plazo, sin los elevados costos que supone la vía del ajuste por reducción en las importaciones a través de caídas en el ingreso o en su tasa de crecimiento⁵⁶.

El desplazamiento del gasto minimiza los efectos recesivos de la gestión de demanda

Otro de los supuestos subyacentes en dichos programas –que ya ha sido mencionado– es el que las consecuencias depresivas sobre la demanda, por efecto de la devaluación, son compensadas por los efectos

55 FMI (2), p. 9.

56 Por ejemplo, modificando la estructura del gasto público hacia bienes nacionales o la estructura de las importaciones y del gasto en general.

de desplazamiento del gasto que tal medida provoca. En otras palabras, el cambio en la relación de precios internos y externos que implica la devaluación hace que la demanda se reoriente hacia bienes internos y los productores a su vez se beneficien de la producción de bienes transables. Ello, desde luego, supone que hay un mundo exterior a cuyos mercados se tiene pleno acceso y que existe cierta elasticidad de oferta interna que permite que la devaluación compense los efectos recesivos que ella misma tiene sobre la demanda⁵⁷. Sin embargo, la realidad es bien distinta y en algunos casos los intentos de buscar cambios estructurales mediante ajustes drásticos en el sistema de precios han sido infructuosos a causa de inelasticidades en la oferta y sólo han conducido a severos problemas inflacionarios⁵⁸.

Por otra parte, dicha percepción de los efectos de la devaluación desconoce la paradoja de que lo que es bueno para uno no lo es para todos; así, la aplicación de una política igual en todos los países, en el caso de productores de bienes primarios que enfrentan una demanda inelástica, puede llevar a aumentos en la producción mundial y a caídas en el precio del producto con efectos perversos en términos de ingreso externo para ese grupo de países⁵⁹.

COMENTARIOS FINALES

Los resultados de los programas de ajuste en lo que respecta a la conciliación de las metas de corto y largo plazo han mostrado una realidad bien distinta a la expuesta por sus defensores. Algunos de los elementos que hacen que exista conflicto de intereses entre los objetivos de corto y mediano plazo podrían sintetizarse en los siguientes puntos:

La oferta y la demanda no son independientes. Luego la introducción de políticas recesivas de "gestión de la demanda" puede conducir a

57 FMI (1), p. 74.

58 Es bien conocido que el ajuste del sector externo en América Latina recayó principalmente en la contracción de las importaciones, en tanto que la participación del crecimiento en las exportaciones fue menor.

59 Esto es particularmente cierto para el África. Véase Jean Marc Fontaine, "Diagnostics remèdes proposés par le FMI pour L'Afrique", en *Revue Tiers Monde*, Iedes, Francia, enero-marzo de 1989.

severos efectos negativos sobre el crecimiento a largo plazo. Para que una política de este estilo sea exitosa se requiere de condiciones muy particulares en los mercados externos y en las estructuras internas de producción de los países, que permitan un verdadero desarrollo exportador. De lo contrario, se corre el riesgo de aumentar los desequilibrios futuros y frenar seriamente el crecimiento si el país enfrenta inelasticidad de oferta o dificultades de acceso a mercados externos y serios problemas de fragilidad financiera.

En este orden de ideas, diversas políticas de precios, tendientes a reorientar el gasto en las economías en desarrollo, pueden causar efectos indeseados por problemas estructurales de oferta, derivando así en simples resultados inflacionarios. En particular, los intentos de aumentar el ahorro y la inversión, mediante políticas de elevación de la tasa de interés y de gestión de la demanda, corren el riesgo de reducir finalmente el ahorro en el sentido económico, debido a que éste es el resultado del proceso de producción y acumulación que deriva en un ingreso determinado y no depende, sino sólo de manera indirecta, de la tasa de interés.

No hay que olvidar que las condiciones de la ecuación macroeconómica y del enfoque monetario no traducen causalidad alguna según reconoce tan sólo en apariencia el propio FMI⁶⁰. Ellas reflejan el resultado de un proceso que bien puede haber sido ocasionado por causas diferentes a las que se expresan en el **resultado final**. Así, por ejemplo, un déficit en cuenta corriente si bien obviamente traduce una situación **final** de exceso de gasto sobre la producción en una economía, el punto inicial del proceso puede haber surgido de una deficiencia de demanda que llevó a reducir el producto o de una política de importaciones que reorientó el gasto de sectores de producción nacional hacia bienes del exterior y tuvo el efecto de reducir la oferta interna, o, en fin, lo que es muy común, por modificaciones exógenas en los términos de intercambio que al significar pérdidas de ingreso reducen la demanda y en consecuencia la oferta.

En este orden de ideas, no es cierto que bajo cualquier circunstancia el financiamiento del déficit fiscal mediante emisión resulte nocivo.

60 Véase FMI (1), p. 37, citado en la p. 16.

Derivar leyes generales en el sentido de que expansiones monetarias causadas por déficit fiscal se traducen en pérdida de reservas sólo es válido si se aceptan diversos supuestos, entre ellos la existencia de exceso de demanda en la economía y de independencia de la moneda y el producto a largo plazo, o bien si el Estado tiene una fuerte propensión importadora, en cuyo caso el remedio sería distinto.

Si la demanda y la oferta no son de manera alguna independientes, bajo un diagnóstico equivocado de exceso de demanda, se corre el riesgo de disminuir el producto con efectos amplificadores del déficit fiscal, de expansión monetaria, de inflación y devaluación, estableciéndose círculos viciosos en la política económica.

Las anteriores líneas bajo ningún motivo significan que el diagnóstico sea exactamente el opuesto al contenido en los programas del FMI; es decir, que en lugar de considerar que los problemas siempre surgen de un exceso de demanda, se parta del supuesto de que la situación se caracteriza siempre por deficiencia de demanda y, en consecuencia, las políticas a seguir deban ser de estímulo a la misma. Tampoco significa que algunos de los conceptos y las medidas adoptadas en el marco de los programas de ajuste y estabilización de las economías no sean válidos ni necesarios. Cada situación exige un examen particular y si bien en algunos casos pueden existir coincidencias en el diagnóstico, las soluciones, como se ha señalado, no son únicas⁶¹.

Ahora bien, es claro que las economías en desarrollo se encuentran muy lejos del pleno empleo, pero en materia de divisas y de financiamiento las restricciones que esta condición impone podrían asociarse a una situación de pleno empleo. Es decir, que políticas de expansión de la demanda podrían enfrentar dichas limitaciones y conducir en consecuencia a severos problemas inflacionarios. Pero, de nuevo, los remedios tendrían que dirigirse entonces a solucionar los cuellos de botella, las grandes restricciones y no aplicarse sólo remedios de naturaleza general de depresión de la demanda en todos los casos, cuyas

61 Por ejemplo, la corrección de un déficit comercial puede darse por la vía del ingreso o por políticas de precios en conjunto con acciones administrativas. En algunos casos se requerirán devaluaciones masivas, eliminación de subsidios, reducciones importantes del déficit fiscal, etc., y en otros ajustes graduales.

consecuencias, como se ha señalado, pueden ser viciosas. Además, la experiencia ha mostrado que muchas veces el esfuerzo de eliminar ciertas "distorsiones significativas" si persisten otras también de importancia, en lugar de generar mejoras en la eficiencia puede conducir a resultados perniciosos sobre la economía.

El problema crucial es cómo lograr conciliar el ajuste y el crecimiento, entender el proceso dinámico que lleva a un determinado resultado en términos de las identidades macroeconómicas, de manera que se alcancen condiciones de estabilidad externa. No hay que olvidar que el equilibrio externo puede lograrse a niveles muy bajos o elevados del producto no siendo indiferentes las dos situaciones.

Es evidente que la vía adoptada no puede ser la que ha prevalecido en el pasado; las políticas de ajuste emprendidas, en su gran mayoría, han significado grandes sacrificios y han dejado de lado los problemas del crecimiento. De hecho, la preocupación central de los programas de ajuste fue mejorar la posición externa de esos países con el fin de que pudieran hacer frente a sus obligaciones externas⁶². No se trata entonces simplemente de un problema de rezagos, de la espera de un tiempo para que los frutos del ajuste se cosechen con grandes mejoras en productividad, sino de las limitaciones que algunas de esas medidas generan sobre el crecimiento a largo plazo.

Quizás el resultado más favorable que pueda adjudicársele a los programas de ajuste fue la producción de excedentes para el pago de la deuda, aun cuando es bien conocido que el problema de la deuda está

62 "Al fondo le corresponde asegurarse de que la utilización de sus recursos por parte de los países miembros esté condicionada a la adopción de un programa de política económica que dentro de un período razonable conduzca a una posición de balanza de pagos viable y, por lo tanto, al reembolso puntual de los recursos otorgados por el Fondo". FMI (1), p. 7. Y más adelante, refiriéndose al caso de países con graves desequilibrios de balanza de pagos a raíz de la crisis de la deuda de 1982, se dice: "En esos casos, resulta necesario, en cambio, emprender una estrategia de mediano plazo cuyo aspecto esencial es lograr el aumento de la capacidad de servicio de la deuda de la economía y al mismo tiempo mantener estrictamente controlados el gasto interno y la balanza de pagos y procurar reestructurar las obligaciones con acreedores privados y públicos externos a fin de lograr un 'respiro' que permita aplicar las medidas de ajuste necesarias". FMI (1), p. 14 (el subrayado es nuestro).

aún muy lejos de haber encontrado soluciones. A partir de este reconocimiento, el FMI y el Banco Mundial han llegado a la conclusión de que se requieren ajustes estructurales en las economías con dificultades del sector externo. Sin embargo, continúa vigente la pregunta de si las vías adoptadas contradicen las metas de corto y largo plazo y si el entorno internacional resulta congruente con las orientaciones de dichos programas. A la luz del fracaso de la reunión ministerial del GATT en diciembre pasado, fácilmente podría concluirse que no existe congruencia entre los objetivos planteados y el supuesto de "país pequeño" que enfrenta un mercado mundial abierto y transparente y la existencia de una "demanda externa de producción nacional infinitamente elástica en el nivel de precios (p)"⁶³.

La cuestión entre estabilización de corto plazo y reforma estructural no ha sido resuelta y la teoría no da luces acerca de cuál ha de ser el orden a seguir y, lo que es más importante aún, no da cuenta de si la dinámica del proceso lo hace explosivo, por los cambios de la inflación, las finanzas públicas, el sistema financiero y la deuda externa pública, como fue el caso en varios países de la región. Las recomendaciones emanadas del modelo de ajuste del FMI suponen que las reformas políticas internas van acompañadas de financiamiento externo, supuesto que a la luz de la experiencia vivida por América Latina en la década pasada resulta falso. Tan sólo en el caso de Chile, uno de los dos países exitosos, ocurrió un importante apoyo financiero de la banca multilateral, que fue disponible desde los inicios del proceso de ajuste⁶⁴.

Lo anterior no desconoce la imperiosa necesidad de efectuar ajustes para los países con problemas en su sector externo y grandes esfuerzos en la modernización de sus economías; lo que sí resulta cuestionable, a la luz de la experiencia empírica de la última década, es la forma como se hicieron, debido a que ellos no evaluaron con la debida ponderación las propias debilidades estructurales de las economías en cuestión y los factores de inestabilidad presentes en las mismas. Éstos, en el marco de aplicación de algunas de las políticas de ajuste, condujeron a la generación de factores dinámicos perniciosos que impidieron una ver-

63 El que correspondería a la devaluación instrumentada en los programas de ajuste. FMI (1), p. 74.

64 Fanelli et al., *op. cit.*

dadera superación de los problemas y el logro conjunto de las metas planteadas por dichos programas de ajuste, de estabilización con crecimiento y, lo que es peor aún, con graves costos sociales para dichos países.

Por último, no sobra agregar que la gran asimetría que existe en la capacidad de aplicación de las reglas entre países desarrollados y países en desarrollo ha permitido que, siendo los primeros causantes de no pocos factores de desequilibrio en el mundo en desarrollo, haya sido la visión de los primeros, su propia interpretación de la realidad, la que predomine y la que finalmente se haya impuesto en la aplicación de los programas de ajuste, sin que ellos paralelamente hubiesen adoptado los correctivos necesarios⁶⁵. En este, como en muchos otros casos, es evidente que la doctrina contradice la realidad; al respecto cabe recordar que no fueron precisamente políticas "neutrales", como las que hoy se propugnan para los países en desarrollo, las que permitieron al mundo industrializado alcanzar sus actuales niveles de producto y bienestar⁶⁶. En este sentido algunos autores han cuestionado si la hipótesis fundamental de la política propuesta, cual es la libre actuación de las fuerzas del mercado, puede resolver los desequilibrios que los países latinoamericanos están experimentando. Si dichas políticas pueden llevar a superar lo que ha sido llamado el "problema keynesiano", de asegurar que los ahorros internos sean efectivamente invertidos en activos reales en los países, o si para ello se requiere reasignar un papel al Estado en el proceso de ahorro-inversión de estas economías⁶⁷.

65 Tal es el caso, por ejemplo, del déficit fiscal de Estados Unidos cuyo financiamiento absorbió capitales del resto del mundo, entre ellos del mundo en desarrollo.

66 Lo acontecido en el GATT para los productos agrícolas ilustra cómo estos hechos no son sólo cosa del pasado.

67 Al respecto véase Fanelli *et al.*, *op. cit.*

ANEXO 1
 VARIABLES MONETARIAS
 (Tasas de Crecimiento Anual)

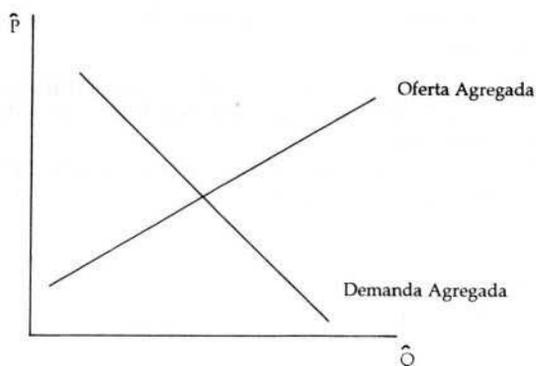
	PIB nominal	PIB real	M1 dic/dic	M1 Prom.	M2 dic/dic	M2 Prom.	Velo- cidad dic/dic	Velo- cidad dic/dic	Inflación	
1980	32.83	4.09	27.83	24.31	46.73	34.80	0.11	0.11	---	---
1981	25.56	2.28	21.20	25.15	38.51	44.68	4.36	-12.95	27.49	26.45
1982	25.95	0.95	25.41	22.78	24.53	32.29	0.54	1.42	24.57	24.05
1983	22.30	1.57	25.55	21.06	35.95	30.66	-3.26	-13.65	19.73	16.63
1984	26.27	3.35	23.20	20.73	24.23	24.91	3.07	2.04	16.16	18.26
1985	28.76	3.11	27.47	23.48	34.42	31.47	1.29	-5.66	24.04	22.45
1986	36.69	5.82	22.78	32.97	28.80	34.21	13.91	7.90	18.87	20.95
1987	30.00	5.37	32.95	28.79	28.01	28.49	-2.95	1.99	23.31	24.02
1988	31.81	3.71	25.78	26.45	23.37	23.36	6.03	8.44	28.10	28.12
1989	29.72	3.24	29.09	25.50	31.57	29.47	0.63	-1.84	25.86	26.12
1990	36.79	3.69	25.78	27.17	29.72	28.09	11.01	7.07	29.00	32.37

a/ PIB nominal - M1

b/ PIB nominal - M2

Fuente: Banco de la República, DANE y cálculos de Fedesarrollo.

$$\hat{M} + \hat{V} = \hat{Y} = \hat{P} + \hat{Q}$$



Fuente: Tomado de Fedesarrollo, exposición de Patricia Correa en el seminario del día 14 de febrero de 1990.

ANEXO 2

PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA Y AHORRO CON RELACIÓN AL PIB

	AHORRO FINANCIERO		AHORRO TOTAL	AHORRO PRIVADO	AHORRO PÚBLICO
	1	2			
1970	6.1		16.3	11.3	5.0
1971	6.2		13.3	9.4	3.9
1972	6.4		16.2	12.7	3.5
1973	7.0		18.3	14.4	3.9
1974	7.7	7.9	18.9	14.1	4.8
1975	7.7	8.0	17.1	11.5	5.6
1976	10.5	10.7	19.0	11.8	7.2
1977	11.8	12.2	21.6	13.5	8.1
1978	12.8	13.2	20.4	12.7	7.7
1979	12.0	12.6	19.8	14.0	5.8
1980	12.8	14.2	19.6	13.4	6.2
1981	19.2	20.3	16.9	12.3	4.7
1982	18.8	20.1	15.1	11.8	3.2
1983	20.5	20.9	14.7	12.1	2.5
1984	20.3	20.4	15.5	11.7	3.8
1985	21.6	21.6	17.1	12.2	4.9
1986	21.3	22.5	22.0	13.8	8.2
1987	20.7	22.2	21.0	13.2	7.8

1 Incluye cuasidineros, cédulas hipotecarias, bonos cafeteros, TAC y pagarés de CFC.

2 Igual a 1 más OMAS voluntarias.

Fuente: Para columnas 1 y 2, Santiago Herrera, "Evolución, situación actual y perspectivas del mercado de capitales en Colombia", ponencia presentada al XI Simposio sobre mercado de capitales, Cali, noviembre de 1988.

Para columnas 3, 4 y 5, cifras suministradas por la División de Cuentas Financieras del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República.