



ENFOQUES ORTODOJOS PARA EL AJUSTE ECONOMICO
DE CORTO PLAZO: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA Y
TEMAS DE INVESTIGACION (*)

Alejandro Foxley

Working Paper #1 - December 1983

Alejandro Foxley holds the Helen Kellogg Institute Chair of International Development and is a professor of economics. He is also associate editor of the Journal of Development Economics and of El Trimestre Economico, Mexico, and is a member of the Executive Committee, Latin American Council of the Social Sciences (CLACSO). His most recent book, Latin American Experiments in Neoconservative Economics, was published in June 1983 by the University of California Press. Appointed member Executive Committee International Economic Association (IEA) for period 1983-1986. The Committee will be presided by Professor Kenneth Arrow, a Nobel Laureate in Economics from Stanford University.

ABSTRACT

This paper deals with short-term macro-economic adjustment policies in countries with high rates of inflation. It concentrates on one type of adjustment policies, identified as "orthodox" or "monetarist" stabilization policies, and focuses on Latin American Southern Cone type of economies. Although we describe a stylized case in the paper, we make clear in the Appendix that this stylized case is based on empirical facts observed in post-1973 Chile and post-1976 Argentina.

The first section of the paper identifies the theoretical framework and three principal phases observed in current orthodox adjustment policies in Latin America. Phase One is characterized by deregulation of prices, monetary contraction, and exchange rate devaluation. The theoretical reference for this phase is the so-called "closed economy monetarism." Phase Two corresponds to price de-indexation and reflects an attempt to rapidly reduce the rate of inflation, which proved unfeasible under Phase One policies. The nominal exchange rate and public utilities rate lag behind inflation, causing a real deterioration in the value of these variables, which is reinforced by a drastic reduction in tariffs. Phase Three is achieved once the domestic rate of inflation approaches international inflationary rates. Then, the nominal exchange rate is fixed and, under the assumption of the small open economy model, full automatic adjustment of the economy is expected. The theoretical basis for this phase is the so-called monetary approach to the balance of payments, or open economy monetarism.

The second section of the paper examines the behavior of our stylized economy vis-à-vis these various policy approaches. Phase One proves successful in turning around the deficitary balance of payments but fails in bringing the rate of inflation down significantly. Contractionary demand policies result in severe reduction in output and employment levels rather than in a deceleration of inflation. Excess supply in the goods and labor markets induce imbalance in other markets as well. Interest rates go up, typically four or five times the international rate in real terms, as a result of monetary contraction and sustained demand for credit on the part of firms in order to finance their stocks during what they perceive as a short-lived recession. This phase ends with generalized disequilibrium in the economy.

Phase Two, "price de-indexation", may lead to a successful outcome in terms of reducing inflation and in this case, it leads to Phase Three. An alternative scenario is possible, however, in which the rate of domestic inflation does not converge to the international one.

Phase Three begins with positive signs. Fixing the exchange rate has an immediate effect on domestic prices and inflation goes down to an "acceptable" two-digit level. Given slightly expansionary monetary policy in nominal terms and nominal wage readjustment geared to past inflation, real cash balances and real wages go up. Output picks up and the economy shows signs of coming out of the recession. Financial de-regulation and opening up to external credit produce a massive inflow of short and medium term financial capital that provides an additional stimulus to effective demand in the economy. But the real exchange rate deteriorates sharply due to a persistent divergence between domestic and international rates of inflation, and the economy runs a large

deficit in the current account, matched by a surplus in the capital account. The process continues until the size of the current account deficit makes the fixed exchange rate policy not credible. Debt indicators also deteriorate sharply. These factors first induce a slowing down in the inflow of foreign funds and eventually a net outflow. The government is then forced to devalue, but the devaluation comes too late and is perceived by economic agents as insufficient. A run against the Peso is now underway, which shows in an accelerating loss of foreign exchange reserves. In order to stop the process, the government decides on drastic contractionary measures that inaugurate a new and deeper recession. In desperation, the government also resorts to the same type of controls that the monetarist, free-market policy had been designed to eliminate in the first place.

Some lessons from this experience are drawn in the third section of this paper, where we also indicate some of the themes of high priority on a research agenda on the subject.

An appendix presents an empirical study of the Chilean and Argentine cases that served as background for this paper.

ENFOQUES ORTODOJOS PARA EL AJUSTE ECONOMICO DE CORTO PLAZO:

LECCIONES DE LA EXPERIENCIA Y TEMAS DE INVESTIGACION (*)

Alejandro Foxley

I. CONCEPCIONES DE LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION ORTODOJAS

Bajo la denominación genérica de políticas de estabilización ortodoxas se esconden tres concepciones relacionadas pero distintas, que corresponden en rasgos generales a variantes teóricas del monetarismo: el monetarismo de economía cerrada que se identifica con la teoría cuantitativa del dinero, que Tobin ha llamado "Monetarismo I" 1/; el "Monetarismo II" que constituye un intento de desarrollar integralmente un enfoque de ajuste automático de la economía, a través del mecanismo de las expectativas racionales. Como se sabe, éstas suponen la capacidad de los agentes económicos de predecir anticipada y racionalmente el curso de las principales variables en la economía. De este modo, su comportamiento se ajustaría a los requerimientos del equilibrio de largo plazo. Un tercer enfoque extrapola los supuestos básicos de los dos enfoques anteriores --flexibilidad de precios, transparencia y homogeneidad de mercados-- al plano de la economía internacional, asumiendo que estos supuestos también rigen la interacción de la economía nacional con el resto del mundo. Esta variante del monetarismo para la economía abierta cristaliza en el llamado Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos (EMBP).

(*) Este trabajo ha sido preparado para el Programa Regional del Empleo para América Latina y el Caribe (PREALC) de la OIT. El autor desea agradecer comentarios de René Cortázar y de Victor Tokman.

Esta versión se elaboró en el Kellogg Institute of International Studies, University of Notre Dame. Agradezco los comentarios recibidos de varios profesores de esa universidad, donde el trabajo fué presentado en el Seminario de Desarrollo Económico.

En este trabajo nos concentramos en el análisis de la trayectoria desde el Monetarismo I (de economía cerrada), al monetarismo de economía abierta, sin prestar mayor atención al enfoque de expectativas racionales. La razón para ello se encuentra en las características, empíricamente observadas, de estos procesos de estabilización en algunos países de América Latina, especialmente del Cono Sur. Son estas experiencias las que sirven de fundamentos para la descripción de un "caso tipo" que se desarrolla en las páginas siguientes.

Desde el punto de vista teórico, el monetarismo de economía cerrada se basa en la teoría cuantitativa del dinero, en la que se establece una relación de causalidad entre aumentos en la cantidad de dinero y las consecuentes alzas en el nivel de precios. Por ello el instrumento clave de la política de estabilización es el control de la expansión monetaria y de los factores que la inducen. Entre éstos usualmente se destaca el nivel de los gastos públicos, los que se procura reducir. Si el exceso de dinero ha generado un desajuste en la balanza de pagos, éste se corrige mediante una devaluación del tipo de cambio.

Estas medidas usualmente se complementan con la liberación de precios, paso necesario para restaurar el libre juego del mercado como asignador de recursos, y con la reducción de salarios reales por la vía administrativa. Esta última acción, que representa una intervención directa del gobierno en el mercado de trabajo, tiene por objeto "ayudar" al mercado a producir un equilibrio más rápido entre oferta y demanda de mano de obra y, de paso, reducir presiones de costos y un "excesivo" gasto en consumo originados en el sector asalariado.

Lo que este enfoque estabilizador persigue es la restauración de un equilibrio de largo plazo en la economía, en el que los precios, incluyendo

por cierto la tasa de interés y el tipo de cambio, reflejen adecuadamente las escaseces relativas de factores y productos, y en el que ingresos y gastos encuentren un equilibrio estable.

Dados los supuestos de mercados flexibles, transparentes y competitivos, el ajuste debería ser rápido, fluído y relativamente neutral en términos de la distribución de sus costos.

Los resultados en la práctica reciente en América Latina muestran sin embargo que frente a políticas de este tipo, la economía reacciona ajustándose lentamente, que el ajuste se manifiesta primero en fuertes caídas de producción y empleo y sólo gradualmente en reducciones en la tasa de inflación; que los precios buscan su equilibrio luego de una fuerte sobre-expansión inicial, lo que a su vez genera una sucesión de desequilibrios en otros sectores; y que es precisamente el desequilibrio generalizado lo que mejor caracteriza a la economía al ser sometida a estas políticas 2/.

El monetarismo de economía abierta invierte la relación de causalidad entre dinero y precios. Los precios son ahora una variable exógena. Ellos son determinados por los precios externos, debidamente corregidos por el tipo de cambio y los aranceles (se acepta la vigencia de la llamada "ley de un solo precio" entre los mercados nacional e internacionales). De esta manera los precios internos se autonomizan respecto de la cantidad de dinero. Y si hay alguna relación entre estas variables en el corto plazo, ella es la inversa a la postulada en el monetarismo de economía cerrada. Ahora los precios determinan indirectamente la cantidad de dinero. El mecanismo es el siguiente. Supongamos que los precios internos suben, transitoriamente, a una tasa superior a la inflación externa. Ello reducirá la competitiv-

dad de la producción nacional, generará un déficit de balanza de pagos con pérdida de reservas, lo que contraerá la cantidad de dinero en la economía. Esta se convierte ahora en una variable endógena. Responde a los cambios en las reservas internacionales. La cantidad de dinero ya no es más un instrumento de la política de estabilización.

El enfoque monetario de economía abierta incorpora una formulación explícita del proceso de ajuste de la economía. El mecanismo de ajuste es automático. Este opera a través de cambios en la tasa de interés y en el nivel de reservas internacionales. Estas dos variables regulan en forma automática la relación entre oferta y demanda de dinero, así como entre ingreso y gasto en la economía en su conjunto.

Como ya se ha señalado, el enfoque en una versión más rigurosa, que Whitman designa como "Monetarismo Global", supone la vigencia de la ley de un sólo precio 3/. Esto sería válido tanto para el precio de los bienes comercializables internacionalmente como para las tasas de interés internas que tenderían a converger con las internacionales.

El enfoque admite, por cierto, la existencia de bienes no comercializables internacionalmente cuyos precios pueden divergir de los precios de bienes equivalentes en otros países. Pero el movimiento de estos precios, bajo condiciones de competitividad, homogeneidad de mercados y flexibilidad de precios, tendería a seguir el de los bienes comercializables, excepto desajustes transitorios que tenderían a corregirse automáticamente en un breve lapso de tiempo 4/

En estas condiciones, son las modificaciones de tipo de cambio las que determinan la tasa de inflación interna, que no es sino el resultado de la inflación externa más la tasa de devaluación. De allí que un camino rela5/

tivamente obvio para controlar la inflación interna sea el de abrir la economía al exterior y procurar estabilizar el tipo de cambio hasta que la tasa de devaluación sea cero. En ese momento, la tasa de inflación interna sería idéntica a la internacional.

El principal requisito para que el ajuste funcione es que el crédito interno se expanda a una tasa compatible con el nivel de reservas disponibles. Si esta tasa es muy alta, las reservas podrían agotarse antes que se lograra el ajuste. Por otra parte, dentro de este enfoque, el lado real de la economía no está afectado ni por la política monetaria, ni por la política fiscal. En efecto, el nivel de producción e ingreso están determinados por la dotación de factores y de la tecnología disponibles y por los precios de los factores. Dentro de éstos, la tasa de interés se determina exógenamente en función de la tasa internacional. Sólo los salarios reales se convierten en una variable de política. Bajo el supuesto neoclásico, si éstos son muy altos debido a rigideces institucionales, el nivel de producción se encontrará por debajo del pleno empleo. La solución para restablecer el equilibrio es corregir los salarios, más que la política monetaria o fiscal. La expansión monetaria sólo genera una pérdida de reservas internacionales y transitorios movimientos en los precios internos. El dinero es neutro, en lo que se refiere a los niveles de actividad y empleo en la economía.

Los enfoques que muy esquemáticamente hemos descrito, se dan en forma sucesiva en la experiencia reciente de algunos países como en Argentina desde 1976 y en Chile en el período que se inicia en Septiembre de 1973. Comenzando por el enfoque tradicional de economía cerrada, se intenta transitar hacia la fase de ajuste automático del Monetarismo Global. Cambios estructurales, como la liberación de mercados y la reducción de aranceles, tie

nen como objetivo el hacer posible esa transición.

El paso de un tipo de políticas a la otra puede complicarse por varios factores que discutiremos más en detalle en la próxima sección. Cuando ello ocurre, se intenta un tercer tipo de políticas que tienen por objeto facilitar la transición del monetarismo de economía cerrada al monetarismo global. Esta política de transición consiste en la desindexación de los precios claves. Se incluye entre éstos el tipo de cambio, las tarifas públicas y la tasa de expansión de la oferta monetaria. Se traza una trayectoria futura decreciente para estas variables de política, la que es anunciada como objetivo prioritario por el gobierno. Se espera de esta manera alterar las expectativas, provocando una reducción en la tasa de inflación efectiva 5/.

Un supuesto detrás de estas políticas de transición es que, si hay credibilidad por parte del público en las metas anunciadas, los precios se comportarán de forma tal que la tasa de inflación efectivamente se reducirá, en un plazo razonable, a los niveles esperados. Un supuesto adicional es que las otras políticas, la política fiscal por ejemplo, son compatibles con la meta de desaceleración inflacionaria fijada por el gobierno. Las condiciones bajo las cuales estos supuestos se dan, serán discutidas en la sección siguiente de este trabajo. Baste señalar aquí que el desenlace en esta fase de la estabilización, es crítico para determinar si la fase de monetarismo global y ajuste automático será factible o no.

II. COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMIA FRENTE A LAS DIVERSAS FASES DE LA POLITICA DE ESTABILIZACION

Las tres fases de las políticas de estabilización ortodoxa han sido observadas en la experiencia reciente de algunos países, como se ha señalado en la sección anterior. En esta sección, sin embargo, no se intentará describir esos casos específicos. Nos interesa más bien construir un caso "tipo" estilizado que, como tal, no se atiene estrictamente a un país determinado. A través de este caso tipo, intentaremos aprender acerca de la evolución de los paradigmas monetaristas, en términos más generales que los de cada caso particular.

Fase 1: Liberación de mercados, control monetario y devaluación

Las políticas descritas como correspondientes al enfoque tradicional monetarista de economía cerrada, generan procesos de ajuste cuyas características han sido descritas en detalle en otros trabajos 6/. Pero una breve reseña descriptiva de esta fase debiera destacar los siguientes aspectos.

La liberación de precios, con la que se inicia la fase monetarista de economía cerrada, lleva a una sobreexpansión en los precios de los bienes, la que al ser acompañada por restricción del gasto, induce una recesión, caracterizada por significativas caídas en los niveles de producción y empleo. A partir de este punto, que se alcanza a escasas semanas de la implantación de la política de estabilización, el mercado de bienes queda sumido en un agudo desequilibrio. Este se mantiene por un largo período, del orden de tres años, plazo durante el cual los precios de los bienes reaccionan lentamente a la baja. Es esta insuficiente flexibilidad a la baja en los precios, además de

su sobreexpansión inicial, que es responsable de la prolongación del desajuste recesivo mucho más allá de las predicciones de la teoría.

Los sectores productivos se ven afectados en esta fase por la caída vertical de la demanda, con lo que acumulan inventarios, reducen la producción y el empleo más que los precios. La fuerte devaluación del tipo de cambio les ofrece, particularmente al sector industrial, una válvula de escape a través de las exportaciones. Estas crecen significativamente. La fase se caracteriza entonces por un marcado repunte en las exportaciones no tradicionales.

El ajuste fiscal se inicia reduciendo los gastos, mejorando la recaudación tributaria e imponiendo nuevos impuestos. El déficit sin embargo no puede hacerse desaparecer instantáneamente. La gradualidad está impuesta por la necesidad de mantener las empresas públicas en funcionamiento, y por los rezagos inevitables en la implementación de una "racionalización administrativa" del aparato del Estado, que permita reducir su tamaño y consecuentemente el empleo público. El déficit público se mantiene por varios años aun que su magnitud tiende a decrecer.

Lo que cambia significativamente es su forma de financiamiento. En lugar de recurrir solamente a la emisión, se financia un porcentaje creciente de éste mediante endeudamiento en el mercado de capitales. Esta nueva política de financiamiento refuerza las tendencias al alza de la tasa de interés, las que se originan en la política de contracción monetaria. La política fiscal, en particular las normas de financiamiento de las empresas públicas, inducen por tanto algún grado de "crowding out" de la inversión privada. En la medida que éste no es acompañado por mayor inversión real del sector público, la política refuerza las tendencias recesivas y debilita el po

tencial de crecimiento de la economía, al generar una caída en su tasa de inversión.

En el mercado de trabajo se observa una caída drástica en los salarios reales, inducida tanto por medidas administrativas (la política de reajustes), como por la sobreexpansión de precios en el mercado de los bienes y la fuerte devaluación del tipo de cambio. Ello no hace, sin embargo, aumentar el empleo, como prediría el enfoque ortodoxo tradicional. Predominan el efecto de caída de la demanda y los intentos de las empresas de deshacerse de mano de obra redundantes para así enfrentar en mejores condiciones el anunciado proceso de apertura de la economía. Como consecuencia de la suma de estos factores, aumenta rápida y fuertemente el desempleo, tendencia que es reforzada por reducciones sustanciales de puestos de trabajo en la administración pública. Junto con caer el empleo globalmente, se producen cambios importantes en la composición de la ocupación. Cae el empleo industrial y del sector público, pero se expande el número de ocupados en los servicios y en el sector informal.

La esperada convergencia de precios hacia sus niveles de equilibrio no se alcanza en esta fase. La etapa más bien se caracteriza por precios de los bienes que siguen creciendo a altas tasas, prolongando el período de alta inflación. Los salarios caen a niveles que no pueden sino afectar la demanda agregada. Y las tasas de interés reales suben fuertemente, lo que acompañando a la caída en las ventas, fuerza a muchas empresas a terminar sus operaciones, liquidar activos o ser transferidas integralmente a precios bajo el equilibrio de largo plazo. Este período se caracteriza, por tanto, por significativas transferencias de activos. En suma, durante esta fase los precios relativos no se alinean ni convergen hacia precios de equilibrio. Los mercados se mantienen fuertemente desajustados y la tasa de inflación se re-

siste a bajar significativamente.

Segunda fase: Desindexación de precios claves

La fase de desindexación del tipo de cambio y de la cantidad de dinero implica una alteración importante con respecto a la política precedente. El valor del tipo de cambio se preanuncia, ya sea precedido de una revaluación de la moneda local o implicando de hecho una apreciación de la moneda nacional a través del tiempo.

El desenlace de esta fase de precios "guiados" depende de la velocidad con que se modere la tasa de inflación interna. Si la velocidad de reducción en la tasa de inflación es tal que supera el eventual impacto recesivo de la pérdida de competitividad en el sector externo la economía puede entrar en una etapa de recuperación. En efecto, la reducción rápida ahora, en la inflación aumenta los saldos monetarios reales y expande los salarios reales (que están usualmente indexados a la más alta inflación precedente). La demanda interna comienza a recuperarse, lo que se traduce en tasas positivas de aumento de la producción y en disminución gradual del desempleo. La inflación baja sostenidamente.

La apertura financiera significa la entrada creciente de créditos externos que ayudan a moderar las tasas de interés domésticas, lo que estimula la inversión, que comienza a recuperarse. El hasta ahora deprimido sector de bienes no comercializables, en particular la industria de la construcción, sienten también el impacto positivo de la reactivación de demanda. Por otra parte, la disciplina de precios y salarios que resulta de la apertura comercial, fija aparentemente un techo a la tasa de inflación interna. Las condiciones están dadas para pasar a la fase siguiente, en la que los ajustes de

la economía estarán sujetos a mecanismos automáticos y autocorrectivos.

Otro desenlace es posible en esta fase, sin embargo. Imaginemos que el ajuste fiscal no se ha producido, que el mercado de trabajo se encuentra cercano al pleno empleo por política deliberada del gobierno y que la apertura financiera ha ido a un ritmo más rápido que la apertura comercial, de tal modo que el influjo de capitales externos resulta en expansiones concomitantes en la cantidad de dinero y en los precios, sin el techo impuesto por los precios externos. En estas condiciones, los niveles de demanda en la economía se mantienen altos y la expansión del dinero impide la reducción en la tasa de inflación. Notemos, además, que el tipo de cambio está ya rezagado respecto a la inflación. Este, de hecho, es un resultado buscado de la política de desindexación. El atraso cambiario abarata las importaciones y empuja hacia abajo la tasa de interés nominal al reducirse las expectativas de devaluación. Esta tendencia de la tasa de interés se acentúa por la eliminación de restricciones al influjo de capitales externos, los que aumentan rápidamente.

Debido a la persistencia de la alta inflación, la tasa de interés real cae entonces por dos causas: la disminución en la tasa nominal y por el (excesivo) crecimiento en los precios internos. Dadas estas condiciones, ella puede incluso llegar a ser negativa en algunos períodos durante esta fase, lo que se constituye en un factor reactivador adicional. La inversión aumenta en todos los sectores. El crédito barato y la reducción en el precio relativo de los bienes transables incentiva el consumo, particularmente de bienes durables. Si la importancia relativa de los bienes transables en la canasta de consumo es significativa, la reducción de los precios de estos bienes genera adicionalmente un efecto ingreso que se traduce también en mayor demanda

por bienes no comercializables. En síntesis, la fase se caracteriza por reactivación de la demanda y recuperación de la producción, sin convergencia de precios internos y externos. Es debido a esto último que el tipo de cambio real va sufriendo un deterioro acumulativo.

La pérdida de competitividad resultante lleva eventualmente a la economía a una aguda situación de pérdida de reservas, lo que debilita la credibilidad en la mantención de la política cambiaria. Las expectativas de devaluación adquieren más fuerza y esto hace simultáneamente subir la tasa de interés nominal y reduce el influjo de capital externo. La pérdida de competitividad en los sectores productivos ha forzado a éstos a sobreendeudarse. Las alzas en las tasas de interés y el ahora más difícil acceso al crédito externo precipitan una crisis financiera que se superpone a la crisis productiva.

La economía se encuentra repentinamente sumida en una recesión. Los bancos extranjeros se muestran reticentes a seguir prestando en las negativas condiciones que prevalecen en la economía. Después de una larga trayectoria, con altos costos para asalariados y productores, la economía ha regresado al punto de partida sin logros de significación que mostrar. Quien conozca la experiencia argentina post 1976 reconocerá rasgos del escenario recién descrito.

En síntesis, la clave del éxito en esta fase de desindexación está dada por la velocidad con que se consiga reducir la tasa de inflación. Si ésta baja rápidamente, induce un efecto reactivador de la demanda que tiende a predominar por sobre otros impactos negativos de la desindexación. Entre éstos el principal se debe al atraso cambiario. El genera una pérdida de competitividad de la producción nacional que se traduce en caída de exportaciones y crecimiento explosivo de las importaciones.

¿Qué factores facilitan la rápida caída en la tasa de inflación durante esta fase? Por un lado es necesario que se haya eliminado el exceso de demanda que existía al comenzar el programa de estabilización. Pero, mucho más importante si la experiencia de Chile es indicativa, la desindexación tiene más probabilidades de éxito en la medida que va acompañada por una acción directa de la autoridad económica sobre los precios. En el caso de Chile ella se tradujo en una subestimación de la tasa efectiva de inflación 6/. Al continuar los salarios indexados a la inflación pasada, la reducción de ésta induce una menor expansión de salarios. La tasa de inflación cae ahora porque se reducen los costos de producción al bajar los salarios.

El mecanismo usado equivale al que habría estado presente durante la aplicación de una política de ingresos eficaz. En efecto, la tasa de inflación crece más lentamente porque hay un mecanismo institucional (la oficina de estadística o más propiamente en una política de ingresos, un acuerdo entre gobierno, empresarios y trabajadores) que pone un techo al ritmo de expansión en los precios. La lección es de indudable interés porque enfatiza la importancia de un instrumento de política que no forma parte del bagaje instrumental ortodoxo 7/.

Tercera fase: Monetarismo global y ajuste automático

Esta fase se inaugura con la fijación del tipo de cambio. Esta se produce en un momento en que la diferencia entre las tasas de inflación externas e internas comienzan a aproximarse a la tasa de devaluación de la moneda local. Se supone, en este punto, que los mecanismos de la competencia externa están

surtiendo efecto y que el arbitraje en el mercado de bienes y financiero, respecto de los mercados externos, funciona ahora eficazmente. No hay razones, si estos supuestos son válidos, para postergar la fijación del tipo de cambio, puesto que cualquier diferencia que todavía exista entre precios internos y externos desaparecerá rápidamente como consecuencia de la tendencia a la igulación entre ambos precios.

La fijación del tipo de cambio acelera el proceso de reducción en la tasa de inflación doméstica, con lo que estimula también la demanda, por el efecto ya discutido de la menor inflación sobre salarios reales (indexados a la inflación pasada) y sobre los saldos monetarios. No habiendo expectativas de devaluación, y dados los indicadores generalmente favorables, el influjo de capital externo aumenta, haciendo posible una mayor reactivación de la demanda y el financiamiento de un déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El resto de la historia no es muy diferente, excepto que se presenta más gradualmente, que el escenario ya descrito para la versión no exitosa de la fase dos. La fijación del tipo de cambio se constituye en el talón de Aquiles del esquema. La razón es que una vez más el supuesto de flexibilidad a la baja en los precios, en ausencia de una política de ingresos no se materializa a la velocidad esperada. La convergencia de la inflación interna hacia la tasa internacional no toma varios meses, como implícitamente se suponía, sino varios años, período en el cual la moneda local se aprecia respecto de otras monedas en forma constante.

Esto repercute inicialmente sobre los niveles de producción de los sectores que producen bienes comercializables internacionalmente. La paralización productiva en estos sectores afecta las exportaciones y repercute ne

gativamente en la balanza de pagos, acelerando el endeudamiento con el exterior. Los bajos precios de los bienes transables y el abundante crédito perpetúan la tendencia al exceso de gasto sobre ingreso en la economía, que es la contrapartida del déficit creciente en la cuenta corriente.

En este punto entra a funcionar el mecanismo de ajuste automático. El exceso de gasto resulta en pérdida de reservas, que contrae la oferta monetaria, alzando de paso las tasas de interés real. Ello induce una contracción de la demanda que afecta principalmente a los bienes no transables. Se entra en una recesión, caracterizada por tasas inesperadamente altas de desocupación.

La mantención del tipo de cambio no se hace creíble. Los niveles tolerables de endeudamiento externo se han traspasado. Las primas de riesgo e incertidumbre hacen subir las tasas de interés real a niveles impensados, lo que sume a la economía en una crisis financiera de proporciones. La situación es agravada por una política fiscal procíclica. Siguiendo la pauta ortodoxa de eliminación del déficit fiscal, el gobierno reacciona ante la recesión reduciendo gastos y aumentando impuesto.

Las alternativas en este punto son o abandonar el tipo de cambio fijo, devaluando o, la persistencia en la política, centrando ahora los esfuerzos en el logro, indispensable dentro del esquema, de una flexibilización mayor de precios y salarios a la baja. Para lograr esto es necesario provocar una deflación generalizada, instrumentalizada a través de un aumento del desempleo y de quiebras de empresas hasta el punto que sea necesario con el objeto de eliminar la resistencia a la baja en precios y salarios.

El resto del proceso depende de la velocidad con que se produzca la caída en precios y en salarios nominales. La caída de salarios está influi-

da por la efectividad y extensión de los mecanismos de indexación prevalcientes y por la sensibilidad de los salarios frente a la tasa de desempleo.

Del comportamiento de los salarios y de la tasa de interés depende el éxito de la política de deflación de precios. Hay que hacer notar que ésta debe ser tan intensa y prolongada como sea necesario para recuperar la nada trivial pérdida acumulada en el tipo de cambio real sufrida desde el momento de la fijación del tipo de cambio. El proceso es necesariamente inestable. Los flujos de capital externo están cayendo, las expectativas de devaluación han aumentado, la crisis financiera se ha acentuado. No hay factores que puedan normalizar las tasas de interés internas en un plazo corto. La deflación de precios tiende más bien a elevarlas. Ante este cuadro, el peso del ajuste recae sobre empresas sobreendeudadas y desprotegidas, y sobre una fuerza de trabajo cuyos salarios recién recuperaban los niveles anteriores vigentes al comienzo del experimento monetarista.

Al generalizarse la crisis productiva y financiera, la autoridad económica cede a las presiones. Se devalúa el tipo de cambio pero ya es muy tarde para frenar con la velocidad requerida la caída en las reservas internacionales. El temor a la insolvencia externa fuerza a una política monetaria restrictiva. La economía cae más hondo en la recesión, mientras todos los indicadores siguen deteriorándose: producción, desempleo, inflación y desempeño de las variables financieras. Las condiciones están maduras para un abandono radical del enfoque ortodoxo.

III. RECAPITULACION DE TEMAS: INTERROGANTES Y SUGERENCIAS DE INVESTIGACION

Los escenarios descritos precedentemente y su evolución en el tiempo son ricos en sugerencias, interrogantes y problemas. Considerando lo reciente de las experiencias y los indudables vacíos en la teoría, se ofrece una amplia agenda de temas a investigar más en profundidad. Aquí hemos escogido algunos que nos parecen especialmente pertinentes.

1. Liberación de precios y estados de desequilibrio

Las políticas de estabilización económica se aplican en situaciones en que la economía ha acumulado desajustes y presiones en los mercados, que hacen imprescindibles rectificaciones en el uso de los instrumentos de política.

Generalmente, al aplicarse la política de estabilización, algunos precios claves se encuentran fuertemente desajustados. En el escenario más tradicional en América Latina, son los precios de los bienes los que están sometidos a alguna forma de control. La inflación reprimida a que da lugar el esquema, hace necesario rectificar liberando precios, con el objeto de eliminar distorsiones e ineficiencias en la asignación de recursos.

En otro escenario, identifiquémoslo con la situación post-enfoque monetario de la balanza de pagos, es el tipo de cambio el que se encuentra controlado, dando lugar a similares distorsiones en la asignación de

recursos y generando también un tipo de inflación reprimida 8/. La rectificación en este caso consiste en el reajuste, generalmente sustancial (puede ser drástico o gradual), en el tipo de cambio nominal, seguido de una política monetaria y fiscal activas, que buscan recuperar el equilibrio interno, simultáneamente con el ajuste externo de la economía.

En ambos casos, al pasar de inflación reprimida a inflación abierta en un esquema de precios básicamente libres, se produce el fenómeno al que hicimos mención anteriormente de una sobreexpansión de precios, que entraba y alarga el proceso de estabilización. Sin entrar a discutir aquí el porqué se produce este fenómeno, el hecho es que, una vez producido, la economía entra en una fase de desequilibrio generalizado en los mercados. Este se origina en un exceso de oferta en el mercado de bienes que rápidamente se transmite al mercado de trabajo en la forma de alta desocupación y que finalmente repercute también en el mercado financiero, al que recurren las empresas para financiar los inesperadamente altos niveles de stocks que acumulan como efecto de la recesión.

El tema del desequilibrio y su impacto sobre la flexibilidad de precios ha sido tratado teóricamente por muchos autores, pero estos aportes teóricos no han sido seguidos por un número suficiente de estudios empíricos que permitan precisar los órdenes de magnitud de los efectos involucrados. El primer aspecto que se hace necesario estudiar es el que dice relación con los procesos de formación de precios por parte de las empresas enfrentadas a mercados donde el desequilibrio es un fenómeno prolongado y persistente y, en particular, la evolución de los "mark ups" sobre costos durante la fase de ajuste cíclico, caracterizada por alta in-

flación, información imperfecta, expectativas inciertas y caída de ventas e ingresos, condiciones que presumiblemente alteran significativamente el proceso de fijación de precios por parte de las empresas, incluso de aquellas situadas en mercados competitivos.

El tema es fundamental para entender mejor el proceso de ajuste, su probable velocidad y su impacto sobre los niveles de producción y empleo el que, según se describió en la sección anterior, alcanza niveles sorpresivamente altos, al menos en los esquemas de liberación no guiada de precios que se observa en los experimentos ortodoxos.

Un aspecto relacionado con éste se refiere al de la secuencia de las políticas rectificadoras de precios. Se observa en las experiencias ortodoxas una tendencia a liberar precios, simultáneamente con devaluación del tipo de cambio y con rectificaciones alcistas en la tasa de interés. El efecto acumulado de estas medidas es el de generar presiones de costo que complican adicionalmente el proceso de estabilización. Un estudio de las trayectorias alternativas de la tasa de inflación frente a distintas secuencias e intensidades en el proceso de "sinceramiento de precios", como se le llamó en Argentina, arrojaría luces sobre esta crítica primera fase del programa de estabilización.

2. Tipo de cambio

La política cambiaria en las experiencias ortodoxas sufre diversas y sucesivas modificaciones. Algunas de estas modificaciones corresponden a la necesidad de ajustar el sector externo a cambios en la estructura de la economía, tales como la reducción de aranceles o la liberación de la cuenta de capital. Otras reflejan modificaciones en la eco-

nomía internacional. Estas pueden representar alteraciones más o menos permanentes en los términos de intercambio (por alzas en precios de materias primas, como el petróleo), o cambios en el acceso a los mercados, por acentuación de prácticas proteccionistas en los países industriales. Alteraciones de la política cambiaria para ajustar la economía a estos cambios, no constituyen, sin embargo, una alteración en el rol asignador de recursos del tipo de cambio y como tal se atienen al enfoque ortodoxo original.

Otras alteraciones en la trayectoria del tipo de cambio responden, por otra parte, a un cambio en el papel que se asigna a esta variable dentro del programa estabilizador. Así, por ejemplo, una política inicial de mantener el valor real del tipo de cambio puede ceder el paso a una fase de revaluaciones sucesivas de éste. En este caso, el tipo de cambio está jugando un papel como elemento moderador de presiones de costos o de expectativas inflacionarias. Por último, en algunas etapas, se le deja fluctuar con el exclusivo objeto de acomodar una entrada excesiva de capitales de corto plazo, sacrificando su función de asignación eficiente de recursos en el largo plazo.

Cualesquiera sea la racionalización para estos cambios, lo que se observa empíricamente son fluctuaciones marcadas, tanto en el tipo de cambio nominal, como en el tipo de cambio real. Acentúa las fluctuaciones de este último la volatilidad en la tasa de inflación interna. Uno de los efectos de estas fuertes fluctuaciones, es el de inhibir los planes de inversión de las empresas, particularmente de aquéllas en el sector de bienes transables. El impacto negativo no se limita a ellas, sin embargo. En efecto, las frecuentes alteraciones en el tipo de cambio aumentan la incertidumbre respecto

del curso futuro de esta variable, lo que se refleja en más altas tasas de interés internas. Estas, a su vez, afectan los niveles de inversión también en el sector de bienes no comercializables internacionalmente.

Para remediar esta situación, se hace necesario diseñar una política que permita estabilizar el tipo de cambio real dentro de un rango tal que disminuya la incertidumbre de las empresas. Cómo conciliar este objetivo con la necesidad de absorber frecuentes "shocks" externos, o de influir expectativas inflacionarias o de costos en coyunturas difíciles del programa de estabilización, no es una pregunta trivial.

Generalizando el problema, se hace necesario relacionar la trayectoria del tipo de cambio con la de los principales factores de costos. A través de la interacción de ambos, se determina la trayectoria de las ganancias esperadas por las empresas, factor fundamental detrás de las decisiones de inversión. Si suponemos estables, por un momento, otros factores de costos como la tasa de interés, la rentabilidad esperada por las empresas en el sector de bienes transables dependerá críticamente de la relación tipo de cambio-salarios. Estos últimos, a su vez tienden a sufrir significativas variaciones en el período de estabilización. Estas variaciones están influenciadas por múltiples factores: cláusulas de indexación de salarios, normas sobre contratos de trabajo, forma y frecuencia de las negociaciones colectivas, poder sindical y tasas esperadas de inflación y desempleo.

En la medida en que los niveles de protección en la economía

han bajado significativamente, la tolerancia de las empresas para absorber fluctuaciones en el tipo de cambio y los salarios o, más precisamente, en el precio relativo entre ambos sin sacrificar la tasa de ganancias considerada aceptable para abordar nuevas inversiones, disminuye. Este punto ha sido destacado recientemente por Canitrot y plantea una seria disyuntiva a los programas de estabilización 9/0 se mantienen niveles elevados de protección y entonces el programa puede tolerar fluctuaciones mayores en la relación tipo de cambio-salarios (o tipo de cambio-tasa de interés) sin que se afecte significativamente la inversión, o se opta por menores niveles de protección con las consiguientes ventajas potenciales de incrementos de productividad en el sector de bienes transables, pero, en este caso, el margen tolerable de fluctuaciones en dicha relación se hace mucho menor. ¿Qué forma debe tomar la política cambiaria y de salarios para hacer posible una cierta estabilización de la relación entre ambas variables?

Esta es una cuestión técnica que involucra un análisis cuidadoso de fórmulas de reajuste de los valores nominales de ambos factores y de la frecuencia, intensidad y secuencia deseada en esos reajustes. Pero implica también aspectos más amplios de carácter institucional. Si las fuerzas del mercado tienden a desestabilizar un precio relativo que es crítico para el éxito del programa, ¿es posible aminorar estos efectos a través de acuerdos consensuales de los agentes económicos respectivos (gobierno, trabajadores, empresas), dentro del marco de una política de ingresos? ¿Qué podemos aprender del estudio comparativo de este tipo de mecanismos, utilizados ampliamente por las economías euro

Por otra parte, si la tasa de cambio se está utilizando para reducir costos o expectativas, nuevamente se hace imprescindible el movimiento ordenado de otros precios a la baja, con el objeto de impedir distorsiones, tales como el deterioro del tipo de cambio real, por resistencia o lentitud de ajuste de los precios a la baja. Nuevamente, guías de precios pueden ser útiles para acelerar la transición a una menor tasa de inflación. Institucionalmente ello puede aplicarse a través de controles de precios o a través de acuerdos de precios. Las condiciones en que los primeros funcionan eficazmente deben ser estudiadas, antes de concluir apresuradamente que todo control de precios es nefasto, como sostienen los economistas ortodoxos. Y las experiencias en esquemas de acuerdos voluntarios merecen ser examinados, como un mecanismo institucional alternativo para lograr igual propósito. A partir de estos estudios podría avanzarse en la clarificación de las condiciones bajo las cuales un esquema se muestra más efectivo que el otro, en el logro de la desindexación gradual de los precios claves.

Finalmente, un tema que ha recibido escasa atención es el de los impactos distributivos de la devaluación. Esta constituye un mecanismo de reducción de salarios reales y utilidades que se distribuye entre factores según sea el gasto de éstos en bienes transables. El camino alternativo para reducir costos y ganar en competitividad, plantado por la ortodoxia, consiste en la deflación generalizada de precios y salarios. Naturalmente, para evaluar correctamente el impacto distributivo del último tipo de política frente al primero, se hace necesario incorporar en el análisis imperfecciones tales como segmentación de mercados, rigidez de salarios frente a cambios en el empleo, y otras características observadas empíricamente en el funcionamiento de los mercados de tra-

bajo en América Latina. Una evaluación comparativa de quién paga (y en qué proporción) el costo del ajuste en uno y otro caso, puede proveer de un criterio adicional para escoger entre ambas alternativas en la práctica.

3. La tasa de interés y los mercados financieros

Uno de los aspectos que más perplejidad han causado en las experiencias recientes de estabilización han sido los muy altos niveles alcanzados por las tasas de interés internas, las que han superado largamente, considerando la devaluación esperada, los niveles de las tasas externas.

Demasiadas explicaciones alternativas han surgido para explicar este fenómeno. Una de ellas sostiene que el mercado es básicamente competitivo, pero que las altas tasas se deben a un exceso de demanda por crédito, resultado de la contracción monetaria y de la necesidad de las empresas de financiar su capital de trabajo (y eventualmente sus pérdidas) mientras persiste la recesión. Otras añaden a este marco analítico simple, el factor de riesgo e incertidumbre que durante el período de inestabilidad haría que las instituciones cobren una prima por riesgo, la que aumenta con las expectativas de devaluación y con el deterioro de la situación financiera general. Dentro de esta versión sería la tasa de interés externa la tasa de referencia sobre la cual se aplicarían las expectativas de devaluación y la prima de riesgo, para determinar la tasa interna.

Una tercera explicación destaca los elementos no competitivos en el sector financiero y sostiene que éstos pueden resultar en tasas persistentemente altas por la naturaleza de las curvas de oferta y demanda de créditos durante el período de estabilización. Ambas serían altamente inelásticas. La primera por la restricción en la oferta monetaria. La segunda por la falta de liquidez que enfrentan las empre-

sas a partir de la caída de ventas que la recesión genera. Si ambas curvas son altamente inelásticas, es posible que se dé un equilibrio del mercado a un sinnúmero de precios diferentes. El nivel a que és te se fije dependerá del poder oligopólico de la empresa financiera y de la evaluación que ésta haga de cada cliente en particular. Aquí pesarían factores de confianza y riesgo, y a partir de ellos se daría una multiplicidad de tasas cobradas según la naturaleza del cliente. Finalmente, una cuarta hipótesis enfatiza el carácter altamente segmentado del mercado de capitales, siendo el clivaje mercado externo-mercado interno tal vez el más pronunciado, aunque también sería importante entre sector urbano y rural. A partir de esta realidad, co existirían mercados crediticios con escasez permanente de crédito y tasas altas, con otras en que la situación es la inversa.

Todas estas explicaciones arrojan probablemente una luz parcial sobre los factores que determinan la tasa de interés nominal. Pero aún no se dispone de una teoría satisfactoria que integre estos diversos elementos en un todo coherente y comprobable empíricamente.

Tampoco se ha analizado suficientemente la alta variabilidad observada en las tasas reales de interés. Como se describió en la sección anterior, a una fase de altas tasas nominales y reales, suce dió otra en que las tasas nominales bajan, principalmente por efecto del aumento en la oferta de créditos externos. Pero como la tasa de inflación muestra una mayor inercia y queda rezagada en su ritmo de disminución respecto de la tasa de interés nominal, esto resulta aún en tasas reales negativas durante largos pasajes del programa estabil

lizador, situación paradójica ya que la reforma financiera se realiza precisamente con el objetivo de eliminar las tasas negativas que prevalecían en el período de inflación reprimida y controles.

Otro fenómeno interesante se relaciona con la fase de ajuste automático. Cuando ésta se pone en marcha la tasa nominal de interés sube. Pero la deflación inducida por el ajuste automático frena el aumento de precios. Como consecuencia, las tasas reales nuevamente sufren un alza causando pérdidas adicionales de producción, así como la paralización de las inversiones. ¿Cómo pueden evitarse o moderarse estos saltos y caídas tan marcados en la tasa de interés real? ¿Cuáles son los elementos claves para impedir alzas excesivas en las tasas nominales y cómo pueden ajustarse éstas más rápidamente a caídas en los precios?

Parece indispensable examinar cuidadosamente las opciones de política, con sus respectivos costos y efectos probables. Esto incluye desde el control indirecto de las tasas mediante una política monetaria activa, la regulación a través de algunas tasas fijadas por la autoridad monetaria (tasas de redescuento, tasas de colocación de las entidades financieras públicas), hasta una intervención directa del mercado, fijando tasas nominales e indexando éstas a la inflación de modo de mantener las tasas reales a niveles razonables. Hay experiencias múltiples dentro de cada una de estas alternativas y parece prioritario hacer un análisis cuidadoso y exhaustivo de las lecciones que puedan extraerse.

4. Comportamiento del mercado de trabajo durante el programa de estabilización

La forma de funcionamiento del mercado de trabajo constituye un factor clave que influye decisivamente el resultado del programa de estabilización. Es especialmente importante en la distribución del costo del ajuste y

de la velocidad con que éste se produce. Es por ello que una de las primeras medidas ortodoxas consiste en intervenir este mercado, disolviendo las organizaciones sindicales, modificando las disposiciones sobre reajustes de remuneraciones y reduciendo los salarios reales. Estas medidas se toman bajo la presunción de que éste es un mercado que funcionaba muy imperfectamente y que se hace necesario corregir sus distorsiones mediante la intervención directa del Estado.

En fases posteriores, sin embargo, particularmente cuando el ajuste automático se encuentra vigente, los supuestos bajo los cuales éste funciona son los de un mercado del trabajo competitivo (se han efectuado reformas para lograr este objetivo), homogéneo y con salarios flexibles hacia arriba y hacia abajo. Considerando estos supuestos, es que se espera que el ajuste automático funcione rápidamente y con bajo desempleo, para restaurar el equilibrio en la economía.

Las generalmente desastrosas experiencias con el ajuste automático, en particular la extrema lentitud con que opera y el elevado desempleo a que da lugar, crean un margen más que razonable de duda acerca de la validez de estos supuestos. De allí que parezca esencial examinar detalladamente el funcionamiento del mercado del trabajo durante los programas de estabilización. Un primer aspecto de interés teórico y empírico se refiere al grado de flexibilidad que exhiben los salarios durante las varias fases del programa. ¿Cuán sensibles son éstos a las fluctuaciones de demanda y variaciones en el empleo? ¿Hasta dónde permanecen vigentes los contratos de trabajo? ¿Cuál es el papel de sectores líderes en la determinación de salarios relativos durante la fase recesiva que genera la política ortodoxa? De permanecer vigentes, estos

factores institucionales introducen elementos de inflexibilidad en el ajuste, los que pueden ser responsables de su prolongación y de su alto costo.

La respuesta ortodoxa a estas inflexibilidades es hacer más de lo mismo: acentuar el ajuste recesivo, elevando el desempleo hasta quebrar la resistencia a la baja de los salarios. Cuando se llega a este punto y a qué tasa de desempleo, dependerá de los arreglos institucionales existentes. Pero es probable que para que ello ocurra, deberá someterse a la economía a un "shock" recesivo impensadamente alto.

¿Qué alternativas de ajuste existirían, que respetaran los mecanismos institucionales que a su vez usualmente reflejan normas de equidad implícita? Es importante estudiar en este contexto las distintas fórmulas de negociación, cláusulas de reajustabilidad, etc. que harían más regulable el impacto de los aumentos salariales sobre el nivel de precios.

Considerando, por otra parte, que en una política alternativa las organizaciones representando a distintos sectores de los trabajadores jugarían un papel activo en la negociación se hace inevitable plantearse la cuestión más amplia de la inserción de estos sectores dentro del marco institucional: cómo y en qué participan. Ello sin duda influye en los grados de libertad existentes para ajustar con cierta flexibilidad los salarios cuando las presiones inflacionarias excesivas así lo requieran. Este es más propiamente un tema de la economía política del proceso de estabilización, pero obviamente muy significativo en el diseño de alternativas.

5. Efectos permanentes del ajuste: la desindustrialización

El desempleo es una consecuencia inevitable de las políticas ortod_ojas. Este aumenta ya en los primeros meses de aplicación de la política con

tractiva y permanece como una característica del proceso de ajuste mientras éste dura. Se resiente particularmente el empleo en las actividades industriales y en la construcción, desplazándose mano de obra a los sectores informal y de comercio y servicios.

Además de la interrogante básica, central en las discusiones macroeconómicas, de si ese desempleo es evitable mediante otro tipo de políticas y del costo social implicado por un desempleo alto y permanente, hay otros temas que parecen especialmente pertinentes. Destacaremos por el momento dos de estos temas: el de la calidad de los empleos que se pierden en el prolongado ciclo recesivo, comparado con la calidad de las nuevas ocupaciones que presumiblemente surgen en las fases de recuperación y expansión. Y un segundo aspecto, relacionado con éste, se refiere a la capacidad de recuperar puestos de trabajo que desaparecen y que tienden a concentrarse en el sector manufacturero.

El tema es de gran importancia para evaluar las repercusiones de largo plazo que se originan en el ajuste recesivo. En concreto, algunos autores han sostenido la tesis de la desindustrialización, la que sería una consecuencia directa del tipo de políticas de corto plazo emprendidas. La pérdida de importancia relativa de la industria en el producto y el empleo sería negativa, según este enfoque, por cuanto es en el sector manufacturero donde es posible aprovechar mejor economías de escala y progreso técnico, los que resultarían en aumentos de productividad, mayores ingresos, mejores y más empleos.

Aceptando, por el momento, el argumento de la necesidad del desarrollo de la industria para un proceso dinámico de crecimiento, cabe preguntar se por qué es éste el sector donde parecen perderse más puestos de trabajo,

como consecuencia de las políticas ortodoxas de estabilización.

Los factores en juego son múltiples y deben ser estudiados detalladamente para extraer conclusiones de validez más general. No cabe duda que la apertura de la economía induce un cambio en las ventajas comparativas, el que afecta también al sector industrial. Hay actividades que desaparecen (y que deben desaparecer) mientras otras se expanden. ¿Por qué el efecto es negativo? Ello puede deberse a un sinnúmero de factores: caída generalizada de demanda interna, reducción de aranceles excesivos o muy rápida, políticas cambiarias equivocadas, tasas de interés altas y erráticas. Los factores pueden encontrarse también en insuficiencias por el lado de la oferta: baja capacidad de la producción, costos no competitivos por conflictos laborales o por salarios muy altos y rígidos a la baja.

Es imprescindible estudiar este proceso de desindustrialización, que se ha observado tanto en países industriales sometidos a este tipo de políticas de estabilización, como en el Cono Sur de América Latina. A partir de una identificación más precisa de los factores causales, será posible sacar implicaciones para las políticas de estabilización y para el desempeño del sector industrial. Ello proveerá de un criterio adicional, para decidir las políticas óptimas referentes a aranceles (nivel, grado de uniformidad en el arancel), política cambiaria y políticas de incentivos industriales).

ANEXO

En este trabajo hemos analizado las fases de evolución del enfoque ortodoxo de estabilización en un caso "tipo".

En este anexo se identifican empíricamente experiencias de estabilización que se aproximan a la descripción estilizada de las varias fases.

Fase 1: Monetarismo de economía cerrada

Nuestra descripción del "caso tipo" en esta fase, sigue de cerca la experiencia chilena entre el último trimestre de 1973 y el segundo trimestre de 1976. El programa económico argentino, en un período equivalente (1976-1977), es similar en su enfoque teórico pero difiere en aspectos importantes de su implementación 10/.

En el Cuadro 1 se aprecia el curso seguido por algunas variables claves en el caso de Chile. Al liberarse los precios previamente controlados, se produce una sobre-expansión de precios en el último trimestre de 1973. El gasto se comprime fuertemente. Puede apreciarse la marcada caída de salarios. Así mismo en el Cuadro 3 se aprecia la drástica reducción del déficit fiscal entre 1973 y 1976. Como consecuencia se induce una fuerte recesión. Cae la producción industrial significativamente durante 1975 y el desempleo sube a tasas cercanas al 20%. La liberación de la tasa de interés a comienzos de 1975 duplica su valor entre el primer y tercer trimestre de ese año. Ello refuerza las tendencias recesivas, al representar un incremento en la tasa real de interés anual desde -49,3% en el primer trimestre de 1975 a 178% durante el tercer trimestre de ese año. Por otra parte, luego de la sobre-expansión inicial de precios, la tasa de inflación se estabi-

liza alrededor de 40% por trimestre.

Las políticas que sigue Argentina en esta fase tienen un enfoque general coincidente pero difieren en algunos aspectos importantes, como puede apreciarse en los Cuadros 2 y 3. No se aplica una política tan contractiva del gasto público y se mantiene deliberadamente alto el nivel de empleo. Sin embargo, también se contraen los salarios reales al comienzo, como se vé en el Cuadro 2. Pero, la política de estabilización más suave resulta en una recesión menos pronunciada y más corta. Ya a comienzos de 1977, la producción industrial ha recuperado los niveles de comienzos de 1976, según puede observarse en el Cuadro 2. Consecuentemente, el desempleo se mantiene bajo.

Fase de desindexación

Nuestro caso tipo "exitoso" se acerca más a la trayectoria seguida por la economía chilena entre 1976 y 1979, según se muestra más abajo, mientras el caso no exitoso se asemeja más al de Argentina en un período equivalente, 1978-1981.

En los Cuadros 4 y 5 identificamos algunas variables claves en la fase de desindexación para ambos países. En los dos casos la desindexación se aplica al tipo de cambio. En la situación chilena, ella se refuerza por la subestimación del índice de precios (llamemos a esto, la "política de ingresos"), el que se reduce significativamente respecto de la inflación efectiva, como puede observarse al comparar las columnas (1) y (2) del Cuadro 4.

Por otra parte, como lo ha demostrado Cortázar, el efecto de esta

"sui generis" política de ingresos se mide no sólo en función de la inflación efectivamente registrada comparada con la que dan los índices oficiales. En efecto, el impacto más importante se relaciona con lo que la inflación habría sido, de no haberse subestimado el índice de precios. Como en el período todavía los salarios estaban indexados a la tasa de inflación oficial, resultó que éstos fueron reajustados en proporción inferior a los de la inflación efectiva. Ello a su vez repercutió en menores presiones de costos. Fué éste un factor clave que hizo posible la reducción en la tasa de inflación. Cortázar ha calculado que de no haberse incurrido en esta subestimación la inflación efectiva habría superado a la inflación observada en porcentajes que varían entre un 15% para 1976, un 40% para 1977 y un 100% para 1978.

En el caso de Argentina, la desindexación del tipo de cambio se refuerza con la de las tarifas públicas. Se hace, además, un intento fallido de "desindexar" la oferta monetaria, esto es, programar su expansión a una tasa menor a la de la inflación esperada.

Como se puede apreciar en el Cuadro 4, la desindexación y la "política de ingresos" se aplican, en el caso de Chile, cuando hay una fuerte capacidad ociosa en la economía: el desempleo abierto en Santiago bordea el 20% de la fuerza de trabajo. Ello facilita la "deflación".

La rápida reducción de la tasa de inflación en Chile hace posible la reactivación antes que se manifieste la pérdida de competitividad por el atraso cambiario. De hecho la producción industrial crece sostenidamente a partir del comienzo de esta fase (2° trimestre 1976) y hasta el final de ella (segundo trimestre 1979), como puede verse en el Cuadro 4. Este proceso es ayudado por la fuerte entrada de capitales externos que hacen caer la tasa de interés real, como también se aprecia en el Cuadro 4. La caída rápida en

la inflación hace posible un aumento en los salarios reales, factor que también apoya la reactivación (ver última columna Cuadro 4).

El contraste con el caso argentino se hace evidente al comparar las cifras de los Cuadros 4 y 5. En este último caso, la economía mantiene al comenzar la fase (2º trimestre 1978) un nivel de actividad relativamente normal. La tasa de desocupación en Buenos Aires es casi un décimo de la observada en Chile en un período equivalente. No hay "política de ingresos" ni contracción monetaria en términos reales. Pero el hecho de que el tipo de cambio sea pre-anunciado, con reajustes inferiores a la inflación esperada, atrae grandes sumas de créditos externos. Ello ayuda a aumentar el ya relativamente alto nivel de la demanda agregada. La producción industrial crece durante 1978 y 1979.

Pero la convergencia de precios no se produce en Argentina. La desindexación del tipo de cambio y de las tarifas públicas no son suficientes para contrarrestar un alto nivel de demanda y de expectativas inflacionarias. Al mantenerse la tasa de inflación relativamente constante (entre 20 y 30% por trimestre), el tipo de cambio real efectivo cae mucho más que el esperado, puesto que la tasa de inflación efectiva supera con creces a la inflación planeada por las autoridades.

La violenta caída del tipo de cambio real en Argentina, que se observa en la columna 4 del Cuadro 5, no afecta inicialmente la producción industrial. Pero al continuar deteriorándose el precio de la divisa, las expectativas de devaluación aumentan. Ello se traduce en una disminución en el flujo de capitales externos y en un alza en las tasas de interés. Ambos factores provocan una rápida caída en la demanda que se refleja en reducciones en la producción industrial. Se inicia un ciclo recesivo.

Por otra parte, la pérdida de competitividad como consecuencia del atraso cambiario refuerza las dificultades del sector productivo porque no sólo cae la demanda interna, sino aumentan las importaciones competitivas y se resienten las exportaciones. La recesión se agudiza y sorprende a los agentes económicos fuertemente endeudados. A la crisis productiva se agrega una crisis financiera. De allí para adelante el proceso de deterioro de los principales indicadores continúa sin tregua.

Fase 3: de "Monetarismo Global"

Nuestro caso tipo se aproxima nuevamente al caso chileno después de Junio 1979. En esa fecha se fija el tipo de cambio, lo que ayuda a una reducción en la tasa de inflación, como se observa en el Cuadro 6. La velocidad a que esto ocurre es, sin embargo, insuficiente. La inflación interna supera a la externa hasta mediados de 1981. El tipo de cambio real se deteriora sistemáticamente (ver columna 2 en Cuadro 6).

Pero la economía sigue absorbiendo una enorme cantidad de recursos externos. Hay una acumulación positiva de reservas hasta fines de 1980. Durante este tiempo el nivel de demanda está alto. Sube la producción industrial y lentamente cae el desempleo. La situación se invierte en 1981. La pérdida de competitividad genera un fuerte déficit en la cuenta comercial de Ba-lanza de Pagos. El atraso cambiario sube las expectativas de devaluación. Se eleva la tasa de interés real y se inicia la recesión. El resto del escenario es en todo similar al ya descrito para Argentina en la Fase 2.

Cuadro 1. CHILE, INDICADORES MACROECONOMICOS EN FASE 1

		IPC	Desempleo	IPI	Salarios	Tasa interés
1973	III	64,3	(3,1)	101,2		
	IV	128,5	7,0	122,5		
1974	I	45,3	9,2	109,8	63,4	
	II	46,6	10,3	113,8	64,5	
	III	46,8	9,4	111,0	63,7	
	IV	44,7	9,7	109,7	68,5	9,6
1975	I	46,5	13,3	93,1	64,9	9,6
	II	67,8	16,1	88,8	60,4	16,5
	III	41,4	16,6	73,5	63,2	19,7
	IV	29,4	18,7	85,2	63,1	12,8
1976	I	36,4	19,8	90,4	62,1	14,6
	II	38,8	18,0	93,5	63,0	14,7

Definición de Variables y Fuentes:

IPC: Variaciones trimestrales en el Índice de Precios al Consumidor corregido por Cortázar y Marshall. Fuente: Cortázar y Marshall (1980).

Desempleo: Tasa de desocupación en el Gran Santiago. Fuente: Depto. de Economía U. de Chile.

IPI: Índice de producción industrial desestacionalizado. Fuente: Sociedad de Fomento Fabril.

Salarios: Índice de sueldos y salarios reales: deflacionados por IPC corregido. Base 1970=100. Fuentes: Índice de Sueldos y Salarios, INE. Índice de Precios al Consumidor corregido, Cortázar y Marshall (1980).

Tasa de Interés: Tasa de interés de colocación a 30 días del sistema bancario. Fuente: Banco Central.

Cuadro 2. ARGENTINA, INDICADORES MACROECONOMICOS EN FASE 1

		IPC	Desempleo	IPI	Salarios
1976	I	59,9	3,1	111,9	134,7
	II	87,2	4,6	109,5	97,2
	III	18,2	4,2	104,3	92,7
	IV	30,1	3,9	108,0	95,5
1977	I	30,7	3,5	113,4	90,2
	II	22,0	3,4	116,5	105,8
	III	23,6	2,5	122,5	95,3
	IV	37,1	2,5	144,4	103,0
1978	I	31,2	3,5	96,4	89,1
	II	29,9	3,0	101,8	96,2

Definición de variables y fuentes:

IPC: Variaciones trimestrales en el Índice de Precios al Consumidor. Fuente: INDEC

Desempleo: Tasas de desocupación en el Gran Buenos Aires. Fuentes: Ministerio de Economía de la República Argentina. Informe Económico.

IPI: Índice de producción industrial desestacionalizado. Base Primer Trimestre 1976 = 100. Corresponde al producto interno bruto de la industria manufacturera. Fuente: Boletín "Coyuntura y Desarrollo". FIED, abril 1982.

Salarios: Índice de salario medio industrial deflactado por IPC. Fuente: INDEC.

**Cuadro 3: DEFICIT FISCAL, ARGENTINA Y CHILE
COMO % PGB**

Argentina		Chile	
		1973	27,7
		1974	8,0
1975	14,4	1975	2,9
1976	9,4	1976	2,0
1977	3,1	1977	1,5
1978	3,6	1978	0,8
1979	3,9	1979	-1,7
1980	4,0		
1981	7,0		

Fuentes: Argentina. D. Cavallo "Las políticas económicas en Argentina durante el último decenio". Mimeo Fundación Mediterráneo, Córdoba, 1982.
Chile. Ministerio de Hacienda. Informe sobre el Estado de la Hacienda Pública y ODEPLAN. Cuentas Nacionales de Chile

Cuadro 4. CHILE, INDICADORES MACROECONOMICOS FASE 2, DE DESINDEXACION

	IPC oficial (1)	IPC corregido (2)	IPI (3)	Desocupación (4)	T. cambio real (5)	Salarios reales (6)
1976	I	32,3	36,4	90,4	19,8	44,3
	II	39,1	38,8	93,5	18,0	40,5
	III	28,6	33,1	97,1	15,7	33,6
	IV	18,8	20,0	100,3	13,6	34,2
1977	I	17,5	21,4	98,1	13,9	32,7
	II	15,0	20,8	105,4	13,0	29,0
	III	11,3	13,5	107,9	12,8	29,5
	IV	10,7	12,7	104,9	13,2	31,7
1978	I	7,4	8,7	103,9	14,7	33,1
	II	7,6	9,4	117,1	12,8	34,5
	III	7,6	9,8	119,7	13,7	34,3
	IV	6,2	6,6	117,5	14,8	34,5
1979	I	6,6	6,6	122,1	16,5	33,8
	II	7,7	7,7	123,2	12,5	34,1

Definición de variables y fuentes:

IPC Oficial: Índice de Precios al Consumidor, Instituto Nacional de Estadísticas.

IPC Corregido: Índice de precios al consumidor corregido por Cortázar y Marshall. Fuente: Cortázar y Marshall (1980).

IPI: Índice de producción industrial desestacionalizado base 1969=100. Fuente: SOFOFA.

Desocupación: Tasa de desocupación en el Gran Santiago. Fuente: Depto. de Economía, U. de Chile.

Tipo de Cambio Real medido en pesos de Dic. de 1978. Tipo de cambio nominal deflactado por IPC corregido e inflado por un índice de precios externo, empleando la metodología de French-Davis (1981), donde se consideran los cambios en los precios de exportación de los principales socios comerciales de Chile (Estados Unidos, Francia, Alemania, Japón y Reino Unido) y en los tipos de cambio de esos países:

$$IPE_i = \frac{IVUX_i}{ITC_i} \times 100$$

$$IVUX_i = \left(\sum_{j=1}^n a_j \Delta P_{xj} \right) IVUX_{i-1} : ITC_i = \left(\sum_{j=1}^n a_j \Delta t_{cj} \right) ITC_{i-1}$$

Donde:

 ΔP_{xj} : Cambio en el índice de precios de exportación del país i. a_i : Participación de cada país i en el comercio exterior de Chile. Δt_{cj} : Cambio en el tipo de cambio del país i.

Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Banco Central, Boletín Mensual e INE.

Salarios Reales: Índice de Sueldos y Salarios deflactado por IPC corregido. Fuentes: INE, Cortázar y Marshall (1980).

**Cuadro 5. ARGENTINA, INDICADORES MACROECONOMICOS. FASE 2,
DE DESINDEXACION**

		IPC	IPI	Desocupación	T. Cambio real
		(1)	(2)	(3)	(4)
1978	I	31,2	96,4	3,5	97,9
	II	29,9	101,8	3,0	90,2
	III	22,6	108,1	2,0	80,5
	IV	27,8	110,5	2,1	75,7
1979	I	32,1	112,4	2,8	66,7
	II	24,2	117,5	1,9	62,3
	III	28,2	115,8	1,8	58,0
	IV	18,4	114,3	2,1	55,5
1980	I	18,5	111,1	2,2	56,2
	II	18,7	109,8	2,8	50,6
	III	36,1	113,3	3,7	47,1
	IV	17,0	108,9	4,3	54,8
1981	I	14,4	105,0	4,8	66,9
	II	23,1	95,3	5,0	59,1
	III	29,0	86,5	4,9	62,1
	IV	22,5	87,1		65,9

Definición de variables y fuentes:

IPC: Variaciones trimestrales en el Índice de Precios al Consumidor, INDEC.
IPI: Índice de producto interno bruto, industria manufacturera, Primer Trimestre 1976=100. Fuente: Coyuntura y Desarrollo, FIED, abril, 1982.

Desocupación: Tasa promedio trimestral de desocupación en el Gran Buenos Aires. Fuente: Ministerio de Economía, Informe Económico.

Tipo de Cambio Real: Tipo de cambio nominal corregido según inflación interna (IPC) y externa, esta última calculada con la misma metodología de French-Davis (1980), donde los pasos considerados para la construcción de los índices corresponden a Estados Unidos, Alemania, Japón, Italia y Holanda. Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales e INDEC.

Cuadro 6. CHILE, FASE 3 DE MONETARISMO GLOBAL

	IPC (1)	TC (2)	IPI (3)	Desempleo (4)	Tasa interés real (5)	Cambio de reservas (6)
1979	II	34,1	123,2	12,5	19,6	211
	III	33,7	126,0	12,5	-1,2	289
	IV	31,8	125,2	12,7	23,9	206
1980	I	30,5	126,2	12,8	23,9	411
	II	28,9	128,0	11,7	10,0	150
	III	27,5	131,3	11,8	9,9	228
	IV	26,2	130,8	10,7	6,2	-15
1981	I	25,5	129,7	11,3	37,7	-192
	II	23,9	132,9	9,0	36,1	-207
	III	23,0	134,4	10,5	36,1	-4
	IV	23,2	120,2	13,5	49,4	-169
1982	I	22,9	112,1	19,1	53,4	-306
	II	23,4	108,1	23,2	47,1	-354

Descripción de variables y fuentes:

IPC: Variaciones trimestrales del Índice de Precios al Consumidor. Fuente: INE (el IPC corregido se calculó solo hasta 1978, luego las diferencias respecto del índice oficial desaparecieron, por lo que se adoptó este último).

TC: Tipo de cambio real (\$ de diciembre 1978) calculado según metodología de French-Davis (1981). Fuentes: FMI, IFS, Banco Central e INE.

IPI: Índice de producción industrial desestacionalizado. Base 1969=100. Fuente SOFOFA.
Desempleo: Tasa de desocupación en el Gran Santiago. Fuente: Departamento de Economía Universidad de Chile.
Tasa de interés real: Corresponde al equivalente anual de la tasa de interés de colocación del sistema bancario deflactada de acuerdo al IPC. Fuente: Banco Central e INE.

R E F E R E N C I A S

- 1/ TOBIN, J. "Stabilization Policies: Ten years after", Brookings Papers on Economic Activity, N°1, 1980.
- 2/ FOXLEY, A. "Experimentos neoliberales en América Latina", Colección Estudios CIEPLAN, N°7
- 3/ WHITMAN, M. "Global Monetarism and the monetary approach to the Balance of Payments", Brookings Papers on Economic Activity, N°3, 1975.
- 4/ DORNSBUSCH, R. "Stabilization policy in developing countries: what have we learned?", mimeo Massachusetts Institute of Technology, 1981.
- 5/ Para una descripción de este tipo de políticas "de transición" en las experiencias monetaristas de Argentina y Chile ver R. Frenkel "Inflación y políticas antinflacionaria argentina 1975-1978", CEDES, Buenos Aires, 1980; y A. Foxley, op. cit.
- 6/ CORTAZAR, R. "Wages in the short run: Chile 1964-1981", Mimeo CIEPLAN, Octubre, 1982.
- 7/ Tobin es uno de los más vehementes impulsores de las políticas de ingresos, como ingredientes básicos de un enfoque estabilizador que evite los enormes costos asociados a las políticas de estabilización ortodoxas, Ver Tobin, op. cit.
- 8/ Esta corresponde al impacto precio de la devaluación, requerida para recontrar un tipo de cambio que refleje un cierto equilibrio de largo plazo en la balanza de pagos.
- 9/ A. Canitrot "Teoría y práctica del liberalismo. Política anti-inflacionaria y apertura económica en la Argentina, 1976-1981", Estudios CEDES, Vol. 3, N°10, Buenos Aires, 1981.
- 10/ FRENKEL, R. "La apertura financiera externa: el caso argentino", CEDES, 1982.