

DOCUMENTO CEDES/15

RESTRICCION EXTERNA Y
GENERACION DE RECURSOS PARA EL
CRECIMIENTO EN AMERICA LATINA

Roberto Frenkel
Guillermo Rosenwurcel

Buenos Aires
CEDES

1988

RESTRICCION EXTERNA Y GENERACION DE RECURSOS PARA EL CRECIMIENTO EN AMERICA LATINA.*

Roberto Frenkel
Guillermo Rozenwurcel

RESUMEN

El propósito de este trabajo es doble. Por una parte pretende presentar un marco formal adecuado para analizar no sólo las repercusiones reales, sino también las implicancias distributivas, fiscales y financieras de la severa restricción externa que afecta a las economías latinoamericanas desde comienzos de la década. Se espera que este marco sea lo suficientemente general como para contemplar la diversidad de situaciones que presentan las diferentes economías de la región, y que permite evaluar en particular, la viabilidad de una estrategia de ajuste externo con crecimiento liderado por exportaciones, del tipo de las que actualmente ocupan el centro del debate.

En segundo lugar, el trabajo empleará ese marco formal para desarrollar una serie de simulaciones tendientes a sugerir el orden de magnitud de las diferentes repercusiones de una estrategia de ajuste como la arriba mencionada.

(*) Versión final del trabajo preparado para la conferencia "Beyond the debt crisis: Latin American Growth Strategies for the 1990s", que tuvo lugar en Caracas, Venezuela, entre el 28 y el 30 de junio de 1988, bajo el auspicio de la World Peace Foundation e IESA.

I. Introducción*

Entre 1981 y 1982 el alto nivel de endeudamiento externo alcanzado por numerosas economías del Tercer Mundo desencadenó una severa crisis financiera internacional. La misma prácticamente hizo desaparecer el financiamiento externo voluntario para esas economías, hasta entonces fácilmente disponible. Los países latinoamericanos semiindustrializados se encuentran entre los más afectados por la crisis.

Los cuadros 1 a 4 dan una idea de sus principales efectos macroeconómicos en cinco países de la región: Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela. Dichos países concentran casi el 80% de la actividad económica del área y se cuentan entre los mayores deudores del sistema financiero internacional.

Cuadro 1
Indicadores macroeconómicos seleccionados(**)

País	Período	Servicios financieros (1)	Bza.Com. Bienes y servicios (2)	Cuenta corriente (3)	Tasa de Inversión (4)	Tasa de crecimiento PBI (5)	Tasa de inflación (6)
Argentina	1976-80	1.7	2.0	0.3	22.0	2.0	192.8
	1981-85	7.2	4.0	-3.2	15.0	-2.0	407.8
Brasil	1976-80	4.7	-1.7	-6.4	21.0	6.9	51.2
	1981-85	7.1	2.4	-4.7	18.0	2.2	161.0
Chile	1976-80	5.0	-1.0	-6.0	13.0	7.2	72.1
	1981-85	10.0	-1.0	-11.0	13.0	-1.0	21.6
México	1976-80	5.8	-1.4	-7.2	25.0	6.8	21.3
	1981-85	6.2	6.6	0.4	23.9	2.0	70.6
Venezuela	1976-80	2.0	-2.0	-4.0	36.0	3.0	11.2
	1981-85	8.0	7.0	-1.0	20.0	-1.0	9.8

(**) En las columnas (1) a (4) las magnitudes están expresadas como porcentajes del PBI. La columna (5) registra la tasa porcentual anual promedio de crecimiento del PBI. La columna (6) la tasa promedio de inflación anual medida por los Precios al Consumidor.

Fuente: Elaboración propia en base a información de Estudio Económico de América Latina, CEPAL, (varios números) y Estadísticas Financieras Internacionales, FMI (varios números).

(*) Los autores agradecen la colaboración de Luis Acosta en las tareas de simulación y de Fabián Abadie en la recopilación y elaboración de la información estadística.

Cuadro 2
Indicadores de Endeudamiento Externo(*)

País	Período	Deuda Externa Total (1)	Deuda Externa /Deuda Externa Pública / Total (2)	Deuda Externa/Deuda Externa Privada / Total (3)
Argentina	1976-80	16.0	0.60	0.40
	1981-85	58.0	0.70	0.30
Brasil	1976-80	23.0	0.56	0.44
	1981-85	28.0	0.82	0.18
Chile	1976-80	20.0	0.60	0.40
	1981-85	61.0	0.48	0.52
México	1976-80	29.0	0.76	0.24
	1981-85	52.0	0.76	0.24
Venezuela	1976-80	22.0	0.68	0.32
	1981-85	65.0	0.36	0.64

(*) En la columna (3) las magnitudes están expresadas como porcentajes del PBI.

Fuente: ídem Cuadro 1.

Cuadro 3
Identidad de los excedentes financieros internos y externos (**)

País	Período	Superavit Fiscal	Superavit Privado	Ahorro Externo
Argentina	1976-80	-5.0	3.3	-0.3
	1981-85	-11.0	10.6	3.2
Brasil	1976-80	-0.3	-6.0	6.4
	1981-85	-4.7	0.0	4.7
Chile	1976-80	-1.2	-4.8	6.0
	1981-85	2.5	-13.5	11.0
México	1976-80	-4.4	-2.8	7.2
	1981-85	-5.7	6.1	-0.4
Venezuela	1976-80	-1.7	-2.3	4.0
	1981-85	0.0	-1.0	1.0

(**) Todas las magnitudes están expresadas como porcentajes del PBI.

Fuente: ídem Cuadro 1.

Cuadro 4
Indicadores de liquidez(*)

País	Período	Base Monetaria	NI
Argentina	1976-80	5.9	14.4
	1981-85	5.8	9.8
Brasil	1976-80	4.3	12.4
	1981-85	2.1	7.6
Chile	1976-80	6.1	11.7
	1981-85	3.4	6.2
México	1976-80	6.2	14.0
	1981-85	4.3	9.1
Venezuela	1976-80	5.3	25.0
	1981-85	4.6	22.4

(*) Todas las magnitudes están expresadas como porcentajes del PBI.
Fuente: Ídem Cuadro 1.

En líneas generales, la comparación de los promedios correspondientes a los quinquenios previo y posterior al desencadenamiento de la crisis revela que, prácticamente en todos los casos, al fuerte aumento de los servicios financieros le correspondió una acentuada mejoría en los saldos comerciales, que pasaron a ser significativamente superavitaricos.¹ Como la simple observación de las series de comercio exterior de dichos países permitiría constatar, por otra parte, esa mejora se sustentó mucho más en la caída de las importaciones que en el aumento de exportaciones. No obstante, con la única excepción de México, las cuentas corrientes permanecieron (o se volvieron, como en Argentina) deficitarias. Al mismo tiempo, los indicadores de

¹ Esto es cierto incluso para Chile, si en lugar de tomarse el promedio del quinquenio 1981-85 se considera el período 1982-85, en el cual la balanza comercial arroja un superávit promedio del 1.2% del PBI (en lugar del déficit del 1.0% correspondiente a 1981-85).

solvencia externa (la relación deuda/PBI en particular) empeoraron sensiblemente.

Desde el punto de vista doméstico, los cinco países se ajustaron disminuyendo el producto per cápita. Menos en Chile, el componente de la demanda agregada más afectado fue la inversión, cuya participación en el producto cayó fuertemente.

La otra característica del ajuste común a todos los países fue la desmonetización (al menos desde el punto de vista de las definiciones menos amplias de dinero) asociada a los fuertes incentivos a la dolarización de parte creciente de la riqueza privada presentes en el contexto económico creado a partir de la crisis.³ Obviamente el proceso de desmonetización no se manifestó con la misma intensidad en todos los casos: Venezuela, en particular, aún mantiene un nivel relativamente elevado de monetización a pesar de la disminución registrada desde la crisis.

Ciertos rasgos del proceso de ajuste, en cambio, no fueron semejantes en todos los países. El aumento de los desequilibrios fiscales y la aceleración inflacionaria, en particular, sólo se produjeron en Brasil, Argentina y México, los tres países con la proporción más elevada de deuda externa pública en el total. Incluso en esos tres países la magnitud del problema, asociado a las dificultades para efectivizar las transferencias internas requeridas desde el sector privado al público, no fue la misma. En México, por la significación de la actividad exportadora estatal en los ingresos fiscales, el aumento del déficit y la aceleración inflacionaria producidos por el ajuste fueron mucho menores que en Argentina y Brasil.

Las serias dificultades económicas que, como acabamos de reseñar muy brevemente, afectaron en mayor o menor medida a los países latinoamericanos más endeudados a partir del comienzo de la década son hoy un hecho ampliamente reconocido. Por esta razón, desde hace cierto tiempo circulan diversas propuestas tendientes a compatibilizar la atención de las obligaciones externas con la recuperación del crecimiento económico.

Sin embargo, y a pesar del creciente debate suscitado internacionalmente en torno a estas propuestas, la evaluación de sus principales repercusiones y de su viabilidad ha sido a todas luces insuficiente. En tal sentido, este trabajo tiene un doble

³ El fenómeno de la dolarización se discute en numerosos trabajos recientes, entre otros en Díaz Alejandro (1985), Khan y Ul Haque (1985) y Frenkel y Fanelli (1985).

propósito. Por una parte desarrollar un marco formal suficientemente general como para analizar las repercusiones reales, distributivas, fiscales y financieras del endeudamiento externo en los contextos específicos que presentan las diferentes economías de la región. Por la otra, emplear ese marco para realizar una serie de simulaciones tendientes a evaluar cuantitativamente la viabilidad de una estrategia de ajuste con crecimiento liderado por exportaciones, del tipo de las que actualmente ocupan el centro del debate.

Para ello, después de esta introducción el trabajo cuenta con otras cuatro secciones. En la siguiente se discuten las principales características del ajuste desde el punto de vista macro real. En la tercera y cuarta secciones se hace lo propio con sus consecuencias distributivas y con sus implicaciones fiscales y financieras respectivamente. La última sección es de conclusiones.

II. AJUSTE EXTERNO Y CRECIMIENTO: EL LADO REAL

En esta sección se emplea una versión del modelo de dos brechas para explicitar las repercusiones de una estrategia de ajuste con crecimiento exportador sobre las cuentas externas de la economía y sobre la identidad agregada entre ahorro e inversión.

1. El modelo de dos brechas: un enfoque de programación³

Consideremos las dos identidades macroeconómicas básicas de una economía abierta. La identidad entre oferta y demanda agregada:

$$Y + M = C + I + X \quad (\text{II.1})$$

y la identidad del balance de pagos

$$X - M - \text{re DE}(-1) = -F \quad (\text{II.2})$$

La primera identidad simplemente expresa que la suma del producto interno (Y) y las importaciones de bienes y servicios (M) debe ser igual a la suma de la absorción interna, consumo (C) más inversión (I), y las exportaciones de bienes y servicios (X).

³ Este punto y, en parte, el siguiente, siguen a Sachs (1982).

Por simplicidad, la formulación de la segunda identidad asume que la variación de reservas es nula, que los servicios financieros sólo incluyen el pago de intereses y que no hay inversiones extranjeras directas. De acuerdo a estas hipótesis, la expresión (II.2) indica que el saldo de la cuenta corriente, exportaciones (X) menos importaciones (M) menos pagos netos de intereses (re DE(-1)), debe ser igual al saldo de la cuenta capital (F) con el signo contrario.⁴

Expresando ambas identidades en términos del producto interno y reagrupando convenientemente, se tiene:

$$s - ro g = x - m \quad (II.1')$$

$$(re - fe) de = x - m \quad (II.2')$$

donde

$s = (Y - C)/Y$,	tasa de ahorro interno
$ro = I/\Delta Y$,	relación marginal capital/producto
$g = \Delta Y/Y$,	tasa de crecimiento del producto
$ro g = I/Y$,	tasa de inversión
$x = X/Y$,	coeficiente de exportaciones
$m = M/Y$,	coeficiente de importaciones
$fe = F/DE(-1)$,	tasa de crecimiento de la deuda externa neta
$de = DE(-1)/Y$,	relación entre deuda externa neta y producto interno

⁴ Los pagos netos de intereses surgen de aplicar la tasa de interés externa (re), que se supone uniforme, al stock de deuda externa neta del período precedente DE(-1). Dado que a lo largo del análisis trabajaremos con magnitudes a valores constantes, re es una tasa real. Por otra parte, como hemos asumido la inexistencia de inversiones extranjeras directas, el saldo de la cuenta capital no es más que el flujo del endeudamiento externo neto del período considerado.

De acuerdo a (II.1') la diferencia entre el ahorro interno y la inversión debe igualarse al saldo de la balanza comercial de bienes y servicios. De acuerdo a (II.2') ese saldo, a su vez, debe ser igual a la diferencia entre los intereses externos y el flujo de nuevo endeudamiento externo.

En la tradición estructuralista estas dos identidades han sido utilizadas para explicitar la posibilidad de que la economía se viera limitada, por su capacidad de generar divisas, a crecer a un ritmo inferior al que su capacidad de ahorro le permitiría.

Ahora bien, para analizar las características del ajuste con crecimiento propuesto como solución de la crisis de la deuda, nuestras dos identidades también pueden emplearse con criterio de programación. Para ello basta fijar una tasa de crecimiento objetivo (g^*) y definir cuáles son las dos variables que se ajustan endógenamente para satisfacer en forma simultánea ambas identidades, dados exógenamente los valores de las restantes variables.

Comencemos por explicitar estas últimas. La tasa real de interés externa es, sin dudas, una de ellas, al igual que la relación entre deuda externa neta y producto interno con que se inicia el periodo de análisis. También consideraremos como parámetros representativos del estado de la tecnología a la relación marginal capital/producto y al coeficiente de importaciones. La elección de la variable exógena restante depende del enfoque adoptado para cerrar el balance de pagos.

Una posibilidad es suponer que, dado el racionamiento imperante en los mercados intereses desde la crisis de la deuda, el flujo de nuevo financiamiento externo también se define exógenamente. En este caso, las variables endógenas serían el coeficiente de exportaciones y la tasa de ahorro.

La segunda posibilidad surge de considerar que, descartado el uso de reservas, la transferencia de recursos reales al exterior que una economía realiza está en última instancia limitada por el saldo comercial disponible. Desde esta perspectiva es el nuevo financiamiento externo el que debe acomodarse, voluntariamente o no, al resultado de la cuenta corriente. En este caso, que es el que trataremos aquí, de (II.2') surge el financiamiento externo neto requerido (fe^*):

$$fe^* = re - ((x^* - m)/de) \quad (II.3)$$

donde x^* puede interpretarse como la meta fijada por la programación para el coeficiente de exportaciones. La tasa requerida de ahorro (s^*), por su parte, se define análogamente a partir de (II.1'):

$$s^* = (x^* - m) + r_0 g^* \quad (II.4)$$

2. Ajuste con crecimiento liderado por exportaciones: un ejercicio de simulación.⁵

Consideremos con detalle la trayectoria que deberían seguir las diferentes variables involucradas en una estrategia de este tipo.

Las tasas de crecimiento objetivo del producto y las exportaciones son, respectivamente, g^* y \hat{X}^* . De esta forma, dado el coeficiente de exportaciones inicial, $x(0)$, su trayectoria a través del tiempo puede expresarse como:

$$x^*(t) = \frac{(1 + \hat{X}^*)^t}{(1 + g^*)^t} x(0) \quad (II.5)$$

Obviamente, basta definir los objetivos de modo que $\hat{X}^* > g^*$ para que la trayectoria de $x^*(t)$ sea decreciente.

Conocido el coeficiente de importaciones inicial, por su parte, la trayectoria del mismo depende de la elasticidad-ingreso de las importaciones $E(M, Y)$ (que también es dato) y de g^* :

$$m(t) = (1 + (E(M, Y) - 1) g^*)^t m(0) \quad (II.6)$$

Si es posible combinar el objetivo de crecimiento con un proceso de sustitución de importaciones, de modo que $E(M, Y) < 1$, el coeficiente de importaciones tenderá a disminuir. Si, por el contrario, el proceso de crecimiento es intensivo en importaciones, de modo que $E(M, Y) > 1$, el coeficiente de importaciones tenderá a aumentar. Es obvio que en este último caso, para que el proceso de ajuste sea posible, $m(t)$ debe crecer menos rápidamente que $x^*(t)$.

⁵ El desarrollo de este punto es una variante de la formulación presentada en Setowaty y van der Tak (1986). La principal diferencia con ese trabajo es la variable doméstica explicitada como segundo objetivo de la programación junto al crecimiento del producto. Dichos autores fijan una tasa de crecimiento del consumo inferior a la del producto. En nuestro caso formulamos una tasa de crecimiento de las exportaciones superior a dicha tasa.

Una vez definida la trayectoria de exportaciones e importaciones, y dada exógenamente la tasa real de interés externa, la tasa de crecimiento de la deuda externa (fe^*) y la relación entre deuda externa y producto (de^*) se determinan recursivamente a partir del valor inicial de esta última ($de(0)$):

$$fe^*(t) = re - \frac{(x^*(t) - m(t))}{de^*(t)} \quad (II.7)$$

$$de^*(t+1) = \frac{(1 + fe^*(t))}{(1 + g^*)} de^*(t) \quad (II.8)$$

La evolución temporal requerida de la tasa de ahorro interno, por último, surge de:

$$s^*(t) = (x^*(t) - m(t)) + ro g^* \quad (II.9)$$

y será creciente siempre que la diferencia entre $x^*(t)$ y $m(t)$ esté aumentando.

Teniendo en cuenta las expresiones (II.7) y (II.8), por su parte, es fácil identificar las diferentes fases que puede atravesar el proceso de ajuste externo a partir de la situación de la balanza comercial en cada periodo.⁵

Supongamos que se parte de una situación inicial de déficit comercial. Mientras persiste el déficit, la deuda externa neta y sus correspondientes intereses crecen a un ritmo ($fe^*(t)$) mayor que la tasa real de interés externa (re). Si la trayectoria de exportaciones e importaciones es la prevista, la balanza comercial tiende a equilibrarse primero y a tornarse superavitaria después. Paralelamente $fe^*(t)$ va decreciendo hasta volverse menor que re . De todas formas, en tanto $fe^*(t)$ es mayor que g^* , la relación deuda externa neta/producto y la participación de los intereses externos en el producto siguen aumentando. Esta tendencia persiste hasta que el aumento del superávit comercial hace que $fe^*(t)$ se iguale a g^* . En ese momento ambos indicadores de endeudamiento externo alcanzan su nivel máximo. Sólo superado ese punto el superávit comercial alcanza la dimensión suficiente para permitir que $fe^*(t)$ sea inferior a g^* . Recién entonces dichos indicadores comienzan a disminuir. Eventualmente, si el proceso continúa lo suficiente, el aumento del superávit comercial hará que

⁵ Para fines ilustrativos, supondremos que $re > g^*$.

fe*(t) se vuelva negativa (lo que implica una cuenta corriente también superavitaria) y que la deuda externa neta y los pagos de intereses empiecen a disminuir incluso en términos absolutos.

Evidentemente, las características más concretas del proceso de ajuste y, en particular, el tiempo que demande el restablecimiento de indicadores de endeudamiento externo definidos *a priori* como satisfactorios depende de una serie de factores. En primer lugar, del punto de partida, es decir, de los valores asumidos en el momento inicial por la relación deuda externa/producto y los coeficientes de exportaciones e importaciones. En segundo lugar, de las metas fijadas para el crecimiento del producto y las exportaciones en función de las posibilidades de la economía. En tercer lugar de la elasticidad-ingreso de las importaciones, que determina la trayectoria de estas últimas. En cuarto lugar, de la tasa real de interés externa vigente en el transcurso del período de ajuste. El esfuerzo de ahorro interno requerido, finalmente, dependerá de la eficiencia de la inversión a lo largo de dicho período.

Inmediatamente profundizaremos la consideración de esta cuestión mediante la presentación de un ejercicio de simulación, pero a esta altura el análisis ya permite adelantar dos conclusiones:

1. la viabilidad del ajuste con crecimiento depende simultáneamente de factores domésticos y externos. Con relación a estos últimos, en particular, se requiere que el financiamiento externo neto continúe siendo positivo durante cierto tiempo. Por otra parte, este tiempo será tanto más prolongado cuanto más elevada sea la tasa real de interés externa y mayores sean las limitaciones impuestas por la marcha del comercio internacional al crecimiento de las exportaciones (incluida, obviamente, la evolución de los términos del intercambio). Ambos factores dependen críticamente de las políticas económicas de los países industrializados.

2. en el plano doméstico, por su parte, se requiere que el ahorro interno crezca de manera consistente con los exportaciones. Enfocando la cuestión desde el punto de vista de la política económica, no sólo es preciso encontrar incentivos adecuados para estimular el crecimiento sostenido de la inversión y la expansión de la actividad exportadora. Al mismo tiempo hace

falta garantizar que la evolución del consumo permita concretar el aumento requerido en el ahorro interno.

La dinámica del ajuste puede visualizarse con mayor claridad apelando al análisis numérico. Para ello consideraremos el siguiente escenario:

- i) objetivo de crecimiento del producto $g^* = 0.04$
- ii) objetivo de crecimiento de exportaciones: $\dot{X}^* = 0.09$
- iii) coeficiente inicial de exportaciones: $x(0) = 0.10$
- iv) coeficiente inicial de importaciones: $m(0) = 0.10$
- v) elasticidad-ingreso de importaciones: $E(M,Y) = 1.00$
- vi) relación inicial deuda externa neta/producto: $de(0)=0.70$
- vii) tasa real de interés externa: $re = 0.06$
- viii) eficiencia de la inversión: $ro = 4.5$
- ix) tasa de inversión: $ro\ g^* = 0.18$

Este escenario refleja estilizadamente las características de una economía con un bajo grado inicial de apertura comercial, que comienza el ajuste con una balanza comercial equilibrada y cuyo nivel de endeudamiento externo relativo al producto, si bien elevado, no está entre los más altos de la actualidad.

En cuanto al grado de apertura comercial, el escenario se acerca a la situación de países como Argentina y Brasil. El nivel de endeudamiento relativo al PBI es más o menos el de Argentina, algo superior al de Brasil y México pero sustancialmente inferior al de Chile. La tasa de inversión, por su parte, refleja aproximadamente el promedio histórico de economías como Argentina y Brasil, e incluso es inferior a los valores vigentes en esos países en el quinquenio anterior a la crisis de la deuda.

Obviamente, no es necesario que la tasa de interés externa y la eficiencia de la inversión permanezcan constantes durante todo el período de simulación, pero hemos adoptado ese supuesto para simplificar la presentación. Por su parte, si bien la hipótesis de saldo comercial equilibrado en el momento inicial no se corresponde con la situación superavitaria que tiene hoy prácticamente la totalidad de las economías latinoamericanas, debe tenerse en cuenta que esta situación es en gran medida producto de su estancamiento, por lo que cabría esperar que la recuperación del crecimiento disminuyera inicialmente dicho superávit.

Los resultados obtenidos para una simulación de 15 períodos anuales pueden observarse en el Cuadro 5.

Cuadro 5

periodo (t)	Coef de Esp Gb) (α)	Coef de - Importac (μ)	BCom-SupDm ($x^* - m =$ $st - ra, g^*$)	Intereses D Externa (r, de)	Fctas Ext Neto (f, de)	Coef de D Externa (d)	Tasa Req Inversion (ra, g^*)	Tasa Req Ahorro (sa)
0	0.1000	0.1000	0.0000	0.0420	0.0420	0.7000	0.1000	0.1000
1	0.1048	0.1009	0.0048	0.0426	0.0780	0.7135	0.1000	0.1046
2	0.1090	0.1050	0.0090	0.0434	0.0335	0.7226	0.1000	0.1092
3	0.1151	0.1000	0.0151	0.0436	0.0285	0.7270	0.1000	0.1151
4	0.1267	0.1000	0.0267	0.0436	0.0229	0.7264	0.1000	0.1267
5	0.1265	0.1000	0.0265	0.0432	0.0140	0.7205	0.1000	0.1265
6	0.1325	0.1000	0.0325	0.0425	0.0100	0.7091	0.1000	0.1325
7	0.1389	0.1000	0.0389	0.0415	0.0026	0.6913	0.1000	0.1389
8	0.1456	0.1000	0.0456	0.0400	-0.0056	0.6671	0.1000	0.1456
9	0.1526	0.1000	0.0526	0.0382	-0.0144	0.6761	0.1000	0.1526
10	0.1599	0.1000	0.0599	0.0359	-0.0241	0.6978	0.1000	0.1599
11	0.1676	0.1000	0.0676	0.0331	-0.0345	0.6917	0.1000	0.1676
12	0.1757	0.1000	0.0757	0.0298	-0.0458	0.4973	0.1000	0.1757
13	0.1841	0.1000	0.0841	0.0260	-0.0581	0.4341	0.1000	0.1841
14	0.1930	0.1000	0.0930	0.0217	-0.0713	0.3615	0.1000	0.1930
15	0.2023	0.1000	0.1023	0.0167	-0.0855	0.2791	0.1000	0.2023

La primera columna muestra la evolución de $x^*(t)$ bajo la hipótesis de que las exportaciones crecen al 9% y el producto interno al 4%. La segunda columna registra la evolución de $m(t)$, que permanece constante bajo el supuesto de una elasticidad-ingreso de importaciones unitaria. La trayectoria de la balanza comercial aparece en la tercera columna (que es simplemente la diferencia de las dos primeras) y la de los intereses externos en la cuarta. Las necesidades de financiamiento externo (que surgen como diferencia entre la tercera y cuarta columna) se observan en la quinta columna y en la siguiente se traza la trayectoria de la relación deuda/producto. Finalmente, las últimas dos columnas muestran la tasa de inversión requerida (invariable por la hipótesis de eficiencia de la inversión constante) y la trayectoria requerida de la tasa de ahorro doméstico (igual a la suma de la tercera y la séptima columnas).

Supongamos que el ajuste se propone reducir la relación deuda/producto al 50% del producto interno⁷: el tiempo necesario es de 12 años. Si el objetivo fuera todavía más ambicioso, digamos llegar a una relación de endeudamiento próxima al 35% (equivalente a reducir la participación de los intereses a poco más del 2% del PBI), se necesitarían 14 años. En el primer caso, el coeficiente de exportaciones debería llegar al 17,57% del producto (partiendo del 10% inicial) y la tasa de ahorro interno al 25,27% (partiendo del 18% anual). En el segundo, deberían alcanzar el 19,3% y el 27,3% respectivamente.⁸ De todas maneras, nuevo financiamiento externo sería requerido durante los primeros 7 años por un monto anual promedio de aproximadamente 2 puntos del producto. Durante los primeros tres años además, la deuda y los intereses continuarían creciendo más rápido que el PBI, por lo que durante ese período los indicadores de endeudamiento seguirían empeorando.

En síntesis, por lo tanto, una primera evaluación cuantitativa del ajuste basado en el crecimiento exportador indicaría, en el contexto del escenario utilizado para la simulación, que frente a una tasa real de interés externa del 6% anual, una economía con un grado más bien bajo de apertura comercial (10%) y una relación deuda/producto no excesivamente elevada (70%) demoraría más de una década para llevar los indicadores de solvencia externa a los niveles arriba mencionados (pagos de intereses al 3% y deuda externa al 50% del PBI). Durante todo ese tiempo el valor real de las exportaciones debería crecer a un ritmo muy superior al crecimiento del producto (más del doble en nuestro escenario) y el consumo per cápita debería hacerlo a un ritmo muy inferior al producto per cápita (incluso podría ser negativo en circunstancias perfectamente plausibles). Además, desde el punto de vista externo el ajuste requeriría aportes sustantivos de dinero fresco (del orden de 2 puntos anuales del producto en promedio) durante sus primeros cinco años aproximadamente.

Limitaciones de espacio impiden desarrollar aquí el análisis de sensibilidad de los resultados obtenidos ante cambios

⁷ Como se ve en el Cuadro 5, este objetivo es equivalente a llevar los intereses externos al 3% del PBI.

⁸ El aumento de la tasa de ahorro doméstico requiere que el consumo interno crezca por debajo del producto. Lo que ocurra con el consumo per cápita, por su parte, depende de la tasa de crecimiento demográfico. Por ejemplo, si ésta fuera del 2%, el consumo per cápita crecería apenas a razón del 1% anual durante el período de ajuste.

en el escenario considerado. En términos puramente cualitativos, es evidente, sin embargo, que menores tasas de interés, la evolución favorable de los términos del intercambio, una mayor disponibilidad de financiamiento externo o la quita de una parte importante de la deuda facilitarían las condiciones del ajuste.

También está claro, cualitativamente hablando, que las condiciones del mismo serían más severas en economías que parten con una relación inicial de endeudamiento más elevada. El ajuste también se complicaría si la recuperación del crecimiento llevase la elasticidad-ingreso de importaciones a valores superiores a la unidad. Un grado inicial de apertura comercial más elevado que el considerado en el escenario base, por el contrario, favorecería el proceso de ajuste al requerir un ritmo de crecimiento de las exportaciones y el ahorro interno más moderado.

Como es usual en las formulaciones de este tipo, finalmente, los resultados son muy sensibles a la eficiencia de la inversión. A medida que la misma desciende el ajuste se vuelve mucho más lento y los requerimientos de dinero fresco mucho mayores, a menos que se revise hacia abajo la meta de crecimiento, con el consecuente impacto negativo sobre la trayectoria del consumo.

III. Ajuste y conflicto distributivo

Como se vió en la sección anterior, para el éxito de la estrategia de ajuste con crecimiento es preciso elevar drásticamente el coeficiente de exportaciones. Esto no sólo requiere incentivos domésticos adecuados, asociados fundamentalmente a la competitividad y estabilidad del tipo de cambio real. También depende estrechamente de la evolución del comercio internacional y, en particular, del crecimiento de los países industrializados y de sus políticas comerciales.⁹

Pero para que el crecimiento de exportaciones se concrete y el ajuste resulte viable hace falta, además, que se verifique un aumento de la tasa de ahorro doméstico consistente con aquél. Teniendo en cuenta el desempeño históricamente observado en las

⁹ Una idea del grado de importancia del tipo de cambio y del crecimiento de los países industrializados para el desempeño de las exportaciones en los cinco países considerados en la primera sección del trabajo puede encontrarse en Díaz Alejandro (1984). Es interesante destacar que las regresiones de ese trabajo asignan mayor influencia al segundo que al primero de los factores considerados.

economías consideradas, cabe esperar que un aumento como el requerido sólo sea posible a través del mecanismo de "ahorro forzoso" inducido por una sustancial redistribución regresiva del ingreso.¹⁰ Esta cuestión, tan importante como la concerniente a los incentivos a la actividad exportadora, ha recibido en el debate reciente una atención mucho menor.

1. Ahorro interno y Distribución del Ingreso

Para plantear la cuestión en términos ilustrativos, basta postular una función consumo sumamente simple:

$$c = \bar{c} + c_1 W \quad (\text{III.1})$$

En (III.1) se supone que un sector de la sociedad, que por convención identificaremos como el de los asalariados, enfrenta restricciones de liquidez y, por lo tanto, consume una proporción dada (c_1) de su ingreso corriente (W), en tanto que el consumo del resto -los no asalariados de acuerdo a la misma convención- puede considerarse exógeno (\bar{c})

El ahorro doméstico sería en tal caso:

$$S = Y - \bar{c} - c_1 W \quad (\text{III.2})$$

que también puede expresarse como proporción del ingreso:

$$s = 1 - (\bar{c} + c_1 W/Y) \quad (\text{III.3})$$

Como se percibe de inmediato, dados \bar{c} y c_1 , la tasa de ahorro interno está inversamente relacionada con la participación de los asalariados en el ingreso (W/Y).

Evidentemente, la tasa de ahorro determinada por (III.3) en función de la distribución del ingreso no tiene por qué coincidir con la requerida por el ajuste externo, que viene dada por (II.4).

De la misma forma que en la sección anterior, podemos emplear ahora (III.3) con criterio de programación para determinar qué distribución del ingreso sería necesaria para que esa

¹⁰ El concepto de "ahorro forzoso" se remite a Keynes (1940) y una de sus primeras formalizaciones aparece en Kaldor (1956). Más recientemente, Taylor (1987) retoma dicho argumento en el contexto de la discusión de las políticas de ajuste en economías subdesarrolladas.

qué distribución del ingreso sería necesaria para que esa coincidencia se verifique:

$$(W/Y)^* = \frac{1 - \bar{c} - s^*}{c_1} \quad (\text{III.4})$$

donde s^* es la que resulta de (II.4).

El mecanismo de ahorro forzoso es evidente en (III.4): *ceteris paribus*, cuanto mayor la tasa de ahorro requerida por el ajuste externo, menor debe ser la participación de los asalariados en el ingreso. Teniendo en cuenta que dicha participación es, por definición, igual al cociente entre salario real y productividad media de la mano de obra, está claro que una trayectoria decreciente de la misma exige que el salario real crezca a un ritmo inferior al de la productividad.

En cambio, si la resistencia salarial impide el funcionamiento del mecanismo de ahorro forzoso, el aumento del coeficiente de exportaciones y el correspondiente aumento de la tasa de ahorro interna exigirán la disminución de la participación del consumo no asalariado en el producto. En efecto, dados c , (W/Y) y s^* , de (III.3) se tiene ahora:

$$\bar{c}^* = 1 - c_1 (W/Y) - s^* \quad (\text{III.5})$$

La pregunta relevante es, en este caso, qué incentivos tendría el sector no asalariado para comportarse de esa manera.

Una forma muy simple de plantear el problema es definir el presupuesto de libre disponibilidad del sector no asalariado¹¹. Formulándolo directamente como proporción del producto, y suponiendo plausiblemente que la deuda externa está íntegramente en manos de este sector, se tiene:

$$(B'/Y) = (1 - (W/Y)) - (re - fe)de \quad (\text{III.6})$$

El presupuesto de libre disponibilidad del sector no asalariado, (B'/Y) , es simplemente la diferencia entre su ingreso total y la parte de los pagos de intereses externos no refinanciada por los acreedores.

¹¹ Este concepto, que también es utilizado por Marfán (1987), mide la capacidad de compra de bienes y activos financieros por parte del sector considerado.

Por otro lado, como surge de (II.2') la parte no refinanciada de los intereses externos ($re - fe$)de, debe ser igual al superavit comercial generado por la economía ($x - m$). Sustituyendo en (III.6) tenemos:

$$(B'/Y) = (1 - (W/Y)) - (x - m) \quad (III.7)$$

Si el coeficiente de exportaciones es el requerido por el ajuste externo, x^* , y la participación en el ingreso de los asalariados viene dada por (III.4), resulta:

$$(B'/Y)^* = (1 - \frac{1 - \bar{c} - g^*}{c_1}) - (x^* - m) \quad (III.7')$$

Por el contrario, si el coeficiente de exportaciones es x^* , pero la resistencia salarial hace que la participación de los asalariados en el ingreso sea exógena, se tiene:

$$(B'/Y) = (1 - (W/Y)) - x^* - m \quad (III.7'')$$

En el primer caso, es decir si funciona el mecanismo de ahorro forzoso y ajusta la distribución del ingreso, a medida que el coeficiente de exportaciones y la tasa de ahorro requeridos suben, el presupuesto de libre disponibilidad del sector no asalariado también aumenta, o en el peor de los casos permanece constante.¹²

En el segundo caso, en cambio, si predomina el fenómeno de resistencia salarial y la distribución del ingreso no cambia, a medida que el ajuste externo requiere un coeficiente de exportaciones mayor, el presupuesto de libre disponibilidad del sector no asalariado tiende a caer.¹³

La interpretación de estos resultados es directa. Si no se consigue transferir a los asalariados el pago de los intereses no refinanciados en el exterior, la estrategia de ajuste con crecimiento liderado por exportaciones implicaría la reducción del presupuesto de libre disponibilidad los no asalariados. Pero en

¹² En efecto, recordando que $s^* = (x^* - m) = r_0 g^*$, de (III.7') se tiene $\partial(B'/Y)^*/\partial x^* = (1/c) - 1$, que es nula si $c = 1$ y positiva, si $c_1 < 1$. De todas formas, el punto importante es que (B'/Y) no baja.

¹³ En efecto, a partir de (III.7'') se tiene $\partial(B'/Y)/\partial x^* = -1$.

tal caso, las señales recibidas por ese sector, presuntamente encargado de invertir y exportar, serían justamente las contrarias a las necesarias para mantener la tasa de inversión en los niveles requeridos por la meta de crecimiento.

La cuestión es todavía más evidente si se explicita el gobierno. Supóngase para simplificar el caso polar en que toda la deuda externa ha pasado a manos del estado, y en que la actividad de éste se limita a pagar intereses, gestionar nuevo financiamiento externo y cobrar impuestos. Toda la actividad de comercio exterior y la totalidad de la inversión, por su parte, son realizados por el sector privado. En tal contexto, cuanto más exitoso es el ajuste externo desde el punto de vista del superavit comercial generado, menores son los pagos de intereses que necesitan refinanciamiento externo, pero mayor es la recaudación impositiva necesaria para cerrar las cuentas fiscales. Si la resistencia salarial impide que los mayores impuestos recaigan sobre los salarios, se da la paradoja de que lo que deberá disminuir son los beneficios después de impuestos (es decir, no sólo el presupuesto de libre disponibilidad de los no asalariados, sino directamente su ingreso disponible). ¿Cómo conciliar, en una situación semejante, las necesidades fiscales con los estímulos adecuados a la actividad exportadora y la inversión productiva?¹⁴ Volveremos sobre el tema en la próxima sección.

2. Simulaciones (Continuación)

Al sólo efecto de sugerir posibles órdenes de magnitud del problema en discusión hemos extendido el análisis numérico de la sección anterior a la cuestión del conflicto distributivo.

Tomando como marco de referencia el escenario empleado en dicha sección, para simular el conflicto distributivo se definieron adicionalmente los siguientes parámetros:

- i) tasa de crecimiento de la fuerza de trabajo: $n = 0.02$
- ii) tasa de variación exógena del salario real: $\hat{w} = 0.0196$
- iii) participación salarial inicial: $(W/Y)(0) = 0.37$

¹⁴ Se podrá argumentar que la deuda externa pública es una deuda contraída por toda la sociedad y que, en consecuencia, los impuestos recaudados para servirla no deberían deducirse del ingreso disponible privado. Pero si el principio de equivalencia ricardiano es de dudosa validez cuando el sector privado debe decidir si la deuda pública interna constituye o no parte de su riqueza, mucho menos se aplica cuando lo que está en discusión es si la deuda pública externa constituye o no parte de sus pasivos.

- iv) propensión media a consumir del sector asalariado: $c_1 = 0.9$
 v) coeficiente inicial de consumo no asalariado: $\bar{c}(0) = 0.487$
 vi) tasa de crecimiento del coeficiente de consumo no asalariado:
 $\frac{\dot{\bar{c}}}{\bar{c}} = 0.00$

A partir de los mismos, la trayectoria temporal de las diferentes variables involucradas se presenta en los cuadros 6 y 7:

Cuadro 6

periodo (t)	Ingr Asal Escopna (M/Y)	Ingr Disp No Asal (B' / Y)	Tasa Req Ahorro (s%)	Consumo No Asal Req (ch' / Y)
0	0.3700	0.6700	0.1800	0.4870
1	0.3700	0.6252	0.1040	0.4822
2	0.3700	0.6202	0.1090	0.4772
3	0.3700	0.6149	0.1951	0.4719
4	0.3700	0.6093	0.2007	0.4663
5	0.3700	0.6035	0.2885	0.4605
6	0.3700	0.5975	0.2125	0.4545
7	0.3700	0.5911	0.2189	0.4481
8	0.3700	0.5844	0.2256	0.4414
9	0.3700	0.5774	0.2326	0.4344
10	0.3700	0.5701	0.2399	0.4271
11	0.3700	0.5624	0.2476	0.4194
12	0.3700	0.5543	0.2557	0.4113
13	0.3700	0.5459	0.2641	0.4029
14	0.3700	0.5370	0.2730	0.3940
15	0.3700	0.5277	0.2823	0.3847

Cuadro 7

periodo (t)	Tasa Req Ahorro (s%)	Ingr Asal Req (M/Y)	Salario Real Req (w*)	Ingr Disp No Asal (B' / Y)	
0	0.1800	0.3700	1.0500	0.6300	
1	0.1843	0.3647	1.0049	0.6305	
2	0.1890	0.3591	1.0069	0.6311	
3	0.1951	0.3532	1.0110	0.6317	
4	0.2007	0.3470	1.0137	0.6323	
5	0.2065	0.3406	1.0144	0.6329	
6	0.2125	0.3330	1.0150	-0.0004	0.6336
7	0.2189	0.3260	1.0117	-0.0020	0.6343
8	0.2256	0.3193	1.0081	-0.0035	0.6351
9	0.2326	0.3116	1.0079	-0.0052	0.6358
10	0.2399	0.3034	0.9958	-0.0071	0.6367
11	0.2476	0.2949	0.9867	-0.0091	0.6375
12	0.2557	0.2859	0.9795	-0.0114	0.6384
13	0.2641	0.2765	0.9630	-0.0139	0.6393
14	0.2730	0.2667	0.9460	-0.0167	0.6403
15	0.2823	0.2564	0.9272	-0.0190	0.6414

Consideremos primero lo que sucede si los salarios reales crecen al mismo ritmo que la productividad del trabajo y, en consecuencia, la participación de los salarios en el ingreso permanece constante. La segunda columna del Cuadro 6 muestra que al cabo de 12 años de ajuste (el tiempo necesario para reducir los intereses externos al 3% del PBI y la relación deuda/producto al 50%) el presupuesto de libre disponibilidad del sector no asalariado caería del 63% al 55,4% del ingreso doméstico. La última columna muestra que para viabilizar ese ajuste manteniendo un crecimiento del 4% la participación del consumo no asalariado debería caer en ese mismo lapso del 48,7% al 41,4% del PBI.

En cambio, la segunda columna del Cuadro 7 muestra lo que sucedería en los 12 años de ajuste con la participación salarial en el ingreso, si fuera posible superar la resistencia salarial y apelar al mecanismo de shorro forzoso: dicha participación caería del 37% al 28,6%. El presupuesto de libre disponibilidad del sector no asalariado (última columna) por su parte, habría crecido ligeramente: del 63% al 63,8% del ingreso doméstico. Para que esto ocurra el índice del salario real (tercera columna) tendría que ser al final del ajuste de 0.976 (con base igual a 1 en el momento inicial). En otras palabras la tasa de variación anual promedio del salario real durante el período de ajuste no sólo tendría que ser inferior a la productividad del trabajo, sino directamente negativa (-0,2%).

IV. La brecha fiscal-financiera (tercera brecha)

En la sección anterior nos referimos tangencialmente al papel del gobierno. Ahora llegó el momento de incorporarlo plenamente al análisis. La decisión se justifica, en lo fundamental, por la elevada participación que ha alcanzado la deuda pública en el endeudamiento externo total de numerosos países de la región. Este fenómeno plantea nuevos problemas, tanto de índole fiscal como financiera, que sólo pueden abordarse a partir de la consideración explícita de las cuentas fiscales.

1. Deuda externa y transferencia interna

El gobierno desarrolla actividades de diversas índole vinculadas al sector externo de la economía. Para simplificar consideraremos sólo las dos más importantes:

a) en el plano financiero se encarga de pagar los compromisos originados por su deuda externa preexistente y de gestionar nuevos créditos para cubrir parte de sus erogaciones y, b) en el plano comercial participa, en mayor o menor medida y de manera directa o indirecta, de la actividad exportadora¹⁵. Teniendo en cuenta ambas actividades, es posible definir el balance cambiario del sector público de la siguiente manera:

$$DEG = \theta (re - F) - \tau X \quad (IV.1)$$

donde se supone, para facilitar el análisis que la participación del gobierno en la deuda y el nuevo financiamiento externo es la misma (θ) y que τ es su participación (directa o a través de impuestos) en los ingresos por exportaciones.

De acuerdo a (IV.1), el desequilibrio externo del gobierno (DEG) es igual a la diferencia entre sus pagos de intereses por un lado y sus ingresos por exportaciones más el nuevo financiamiento externo por el otro.

En términos del producto, (IV.1) también puede expresarse como:

$$deg = \theta ((re - fe)de) - \tau x \quad (IV.2)$$

Es fácil ver que el balance cambiario del gobierno será deficitario ($deg > 0$) siempre que $\frac{\theta}{\tau} > \frac{x}{(re - fe)de}$.

Por otro lado, es inmediato reconocer que la contrapartida de ese déficit es el superavit externo del sector privado (diferencia entre sus ingresos por exportaciones y sus egresos por importaciones y pagos no refinanciados de intereses externos).

Precisamente, encontrar mecanismos adecuados para asegurar el traspaso de dicho superavit al gobierno, para que éste pueda cubrir su déficit externo, constituye el núcleo del problema de la transferencia interna. Por paradójico que parezca a primera vista,

¹⁵ En algunos países (Chile, México, Venezuela, Brasil en menor medida) las empresas públicas participan directamente del comercio exportador. En otros (como Argentina) el estado capta parte de los ingresos de los exportadores privados aplicando retenciones tributarias sobre los mismos.

además, cuanto menores son las necesidades de financiamiento externo del conjunto de la economía (esto es, cuanto mayor es su superavit comercial) más elevado es el desequilibrio externo del gobierno y más agudo, por lo tanto, el problema de la transferencia interna.

¿Cuáles son las alternativas disponibles para concretar esa transferencia del sector privado al gobierno? En los hechos no hay más que cuatro alternativas, complementarias entre sí:

- a) elevar la participación gubernamental en los ingresos por exportaciones;
- b) aumentar el superavit operativo interno del gobierno (SOG), ya sea mediante el aumento de impuestos o la reducción de gastos operativos;
- c) aumentar el endeudamiento público interno (DIG) neto de intereses, y
- d) la monetización del desequilibrio externo del gobierno (ΔH).

El tau requerido para equilibrar el balance cambiario del gobierno puede calcularse fácilmente a partir de (IV.2). Es decir, para que $\text{deg} = 0$:

$$\text{tau}^* = \theta \frac{(r_e - r_f) \text{de}}{X} \quad (\text{IV.3})$$

Dada la participación gubernamental en las exportaciones, las otras tres alternativas deben combinarse de manera que:

$$\text{DEG} = \text{SOG} + (\Delta \text{DIG} - r_i \text{DIG} (-1)) + \Delta H \quad (\text{IV.4})$$

Midiendo las variables en términos del producto, (IV.4) puede reescribirse de la siguiente manera:

$$\text{deg} = \text{sog} + (f_i - r_i) \text{dig} + (\Delta H/Y) \quad (\text{IV.4}')$$

donde:

$f_i = \frac{\Delta \text{DIG}}{\text{DIG}(-1)}$ es la tasa de crecimiento de la deuda interna del gobierno, y

$\text{dig} = \frac{\text{DIG}(-1)}{Y}$ es la relación entre el stock real de deuda pública interna al fin de un periodo y el producto del periodo siguiente.

Como se sabe, además, el financiamiento por emisión medido en términos del producto también puede expresarse como:

$$(\Delta H/Y) = (p + g) h + \Delta h \quad (\text{IV.5})$$

donde p es la tasa de inflación del periodo considerado y

$h = H(-1)/Y$ el stock real de base monetaria al fin de un periodo en relación al producto interno del periodo siguiente.

El cuadro se completa con la explicitación de las funciones de demanda de las dos formas de deuda emitidas por el gobierno:

$$d_{ig} = d_{ig}(r_i, i) \quad (IV.6)$$

$$h = h(r_i, p) \quad (IV.7)$$

Bajo las hipótesis usuales de selección de portafolio, la demanda de deuda pública interna por parte del sector privado será función creciente de la tasa real de interés interna y decreciente de la tasa de inflación esperada (que para facilitar el análisis supondremos igual a la efectiva). La demanda de base monetaria, por su parte, será función decreciente de ambas variables.

Para reconocer el fenómeno de la dolarización de los portafolios privados y la posibilidad de arbitraje existente entre activos internos y externos supondremos, finalmente, que la tasa real de interés externa fija el piso de la tasa real interna.¹⁶ Es decir:

$$r_i \geq r_e \quad (IV.8)$$

Consideremos brevemente qué sucede cuando crece el superávit comercial de la economía y aumenta, en consecuencia, el desequilibrio externo del gobierno.

La primera alternativa disponible es elevar el tau. Esta medida es un evidente desincentivo a la actividad exportadora privada.

Con relación a la segunda alternativa, algo ya fue dicho en la sección anterior. Si pueden aplicarse mayores impuestos sobre los salarios, el resultado será el empeoramiento de la distribución del ingreso. Lo mismo ocurrirá si se corta el gasto por la vía de reducir los salarios o el empleo público. La reducción de la inversión pública repercute directamente sobre la tasa de crecimiento de la economía (y puede hacerlo también indirectamente si es complementaria de la inversión privada, como sugiere la evidencia disponible en varios países de la región). La posibilidad

¹⁶ Como a lo largo de todo el trabajo, estamos suponiendo por simplicidad que cualquiera sea la política cambiaria vigente, el riesgo de devaluación siempre compensa exactamente el diferencial entre las tasas de inflación interna y externa.

restante, que en los hechos puede acabar siendo la única disponible, es aumentar los gravámenes sobre los ingresos no asalariados. La reducción de los beneficios después de impuestos que esto supone es precisamente lo que una estrategia de ajuste con crecimiento necesita evitar.

Restan entonces dos opciones: colocar más deuda interna o emitir. Teniendo en cuenta las funciones de demanda de activos financieros del sector privado, la primera implica el aumento del diferencial entre las tasas reales de interés interna y externa, y tiene dos importantes consecuencias negativas: a) si la deuda interna es de corto plazo o está colocada a tasa flotante (como es el caso de la mayor parte de la deuda pública de las economías latinoamericanas) el aumento en los pagos de intereses internos agrava los desequilibrios fiscales y requiere mayor endeudamiento público, en un proceso que puede llegar a ser explosivo¹⁷, b) el aumento de la tasa real interna, por otro lado, propicia el "crowding-out" de la inversión privada deteriorando las posibilidades de crecimiento.

La monetización del mayor desequilibrio externo del gobierno, finalmente, implica una tasa de inflación de equilibrio más alta. A partir de los bajos niveles de monetización prevalentes en la región, la caída de la demanda de dinero inducida por la aceleración inflacionaria puede eventualmente desencadenar un proceso capaz de culminar, incluso, en la hiperinflación.¹⁸

2. Simulación (final): Proyecciones fiscales y financieras

Las identidades formuladas en el punto anterior pueden emplearse para llevar a cabo la proyección de los desequilibrios fiscales originados por el ajuste externo, así como de sus fuentes de financiamiento, empleando el mismo criterio de programación utilizado en las secciones anteriores.

Dados los coeficientes theta y tau, y teniendo en cuenta (IV.2), puede calcularse la trayectoria del desequilibrio externo del gobierno.

¹⁷ Véase Morley y Fishlow (1987).

¹⁸ Véase Canavese (1985).

Alternativamente, la evolución requerida de la participación estatal en los ingresos por exportaciones (τ), dado θ , surge de (IV.3).

Si la participación estatal en los ingresos por exportaciones no se ajusta para evitar el crecimiento de los desequilibrios externos del gobierno, éstos deben cubrirse mediante alguna combinación de superávit operativos domésticos, financiamiento externo y emisión. Para fines de proyección hemos considerado los tres casos polares en que todo el ajuste corre por cuenta de una de dichas variables, manteniéndose constantes las dos restantes.

En el caso donde se supone que el ajuste se realiza mediante el aumento del financiamiento interno del gobierno, también hemos calculado la trayectoria que seguirían la tasa de interés interna y la relación deuda interna/producto dada una especificación arbitraria de la función (IV.6), considerada sólo con propósitos ilustrativos.¹⁹

Finalmente, para el caso en el cual suponemos que el financiamiento de los desequilibrios externos del gobierno corre por cuenta de la emisión de base, hemos proyectado la trayectoria que seguirían los saldos monetarios reales y la inflación correspondientes a una dada especificación de (IV.7), que también tiene fines únicamente ilustrativos.²⁰

Tomando como marco de referencia el escenario definido en la sección II, para las proyecciones fiscales y financieras se utilizaron adicionalmente los siguientes parámetros:

- i) proporción de deuda pública en la deuda externa
total: $\theta = 0.80$
- ii) participación exógena del gobierno en los ingresos por exportaciones: $\tau = 0.00$
- iii) variación exógena del endeudamiento público interno

¹⁹ La especificación empleada fue: $dig = k \exp(\alpha r)$.

²⁰ En este caso la especificación utilizada fue: $h = k' \exp(-\beta p) + k''$. Para facilitar los cálculos (las proyecciones no tomaron en cuenta el fenómeno de huida del dinero dentro de cada período (esto es, se supuso que los saldos monetarios reales permanecen constantes dentro de cada período). De hecho, esto significa que en cada período se calculó la inflación de "steady state", que sustituye la verdadera inflación requerida. Nótese también que si $k'' > 0$, como supondremos, se impone a la demanda de base un límite inferior no nulo al cual éste converge a medida que la inflación se acelera. Esta hipótesis, que descarta la posibilidad de hiperinflación, es útil instrumentalmente, pero además parece adecuado para estilizar los regímenes de alta inflación experimentados por varias economías de la región en el pasado reciente.

- neto de intereses: $\Delta \text{DING}/Y = 0.00$
- iv) stock inicial de endeudamiento interno: $\text{dig}(0) = 0.057$
- v) tasa real de interés interna inicial: $\text{ri}(0) = \text{re}$
- vi) coeficiente $\alpha = 6.00$
coeficiente $k = 0.04$
- vii) tasa inicial de inflación $p(0) = 0.60$
- viii) coeficiente $k' = 0.233$
coeficiente $k'' = 0.01$
coeficiente $\beta = 2.00$
- ix) stock inicial de base monetaria: $h(0) = 0.08$
- x) superavit operativo interno exógeno del gobierno:
 $\text{soq} = -(\text{p}(0) + \text{g}^*) h(0) = -0.05$

Los resultados obtenidos, que sólo pretenden sugerir posibles órdenes de magnitud de los desequilibrios fiscales y financieros involucrados, se presentan en los cuadros 8, 9 y 10.

Cuadro 8

periodo	Deficit del Gov	End Int	Int Gob	Financiamiento	Superavit	Prop Esp
(t)	(dep)	(cD1/Y)	Rate de Ints	(dH/Y)	Operat	Aprop Gov
			(r)	(%)	(soq*)	(%)
0	0.0000	0.0000	0.0513	-0.0513	0.0000	
1	0.0018	0.0000	0.0513	-0.0475	0.0367	
2	0.0079	0.0000	0.0513	-0.0434	0.0717	
3	0.0121	0.0000	0.0513	-0.0392	0.1051	
4	0.0165	0.0000	0.0513	-0.0348	0.1370	
5	0.0212	0.0000	0.0513	-0.0301	0.1674	
6	0.0260	0.0000	0.0513	-0.0253	0.1964	
7	0.0311	0.0000	0.0513	-0.0202	0.2241	
8	0.0365	0.0000	0.0513	-0.0148	0.2505	
9	0.0421	0.0000	0.0513	-0.0092	0.2757	
10	0.0479	0.0000	0.0513	-0.0034	0.2998	
11	0.0541	0.0000	0.0513	0.0028	0.3227	
12	0.0605	0.0000	0.0513	0.0092	0.3446	
13	0.0673	0.0000	0.0513	0.0160	0.3655	
14	0.0744	0.0000	0.0513	0.0231	0.3854	
15	0.0818	0.0000	0.0513	0.0305	0.4045	

Cuadro 9

periodo (t)	Deficit del Gob (deg)	Exl Operativo (sog)	Superavit	Financiamiento p/Emission (dH/Y)	End Int Gob Neto de Ints (dD1/Y)	Deb (d1*)	Coef B Int (d1*)	Int T Interes (r1*)	Int Gob Int Gob (r1*)	Varia Int Gob (r1*)	0
0	0.0600	-0.0513	0.0513	0.0000	0.0573	0.0599	0.0599	0.0599			
1	0.0638	-0.0513	0.0513	0.0038	0.0584	0.0631	0.1289				
2	0.0679	-0.0513	0.0513	0.0079	0.0634	0.0767	0.2010				
3	0.0721	-0.0513	0.0513	0.0121	0.0732	0.1007	0.2660				
4	0.0765	-0.0513	0.0513	0.0165	0.0891	0.1335	0.3150				
5	0.0212	-0.0513	0.0513	0.0212	0.1130	0.1731	0.3604				
6	0.0260	-0.0513	0.0513	0.0260	0.1470	0.2179	0.3940				
7	0.0311	-0.0513	0.0513	0.0311	0.1982	0.2667	0.4230				
8	0.0365	-0.0513	0.0513	0.0365	0.2713	0.3191	0.4535				
9	0.0421	-0.0513	0.0513	0.0421	0.3792	0.3740	0.4850				
10	0.0479	-0.0513	0.0513	0.0479	0.5417	0.4343	0.5228				
11	0.0541	-0.0513	0.0513	0.0541	0.7932	0.4979	0.5661				
12	0.0605	-0.0513	0.0513	0.0605	1.1944	0.5661	0.6168				
13	0.0673	-0.0513	0.0513	0.0673	1.9568	0.6296	0.6759				
14	0.0744	-0.0513	0.0513	0.0744	2.9321	0.7191	0.7400				
15	0.0819	-0.0513	0.0513	0.0819	5.0175	0.8053	0.8216				

Cuadro 10

periodo (t)	Deficit del Gob (deg)	Exl Operativo (sog)	Superavit	End Int Gob Neto de Ints (dD1/Y)	Financiamiento p/Emission (dH/Y)	Tasa de Inflacion (p*)	Stock Real de Dinero (h*)
0	0.0000	-0.0513	0.0000	0.0513	0.0000	0.0000	0.0000
1	0.0038	-0.0513	0.0000	0.0552	0.0400	0.6400	0.6738
2	0.0079	-0.0513	0.0000	0.0592	0.7625	0.0607	0.0607
3	0.0121	-0.0513	0.0000	0.0634	1.0047	0.0412	0.0412
4	0.0165	-0.0513	0.0000	0.0678	1.6053	0.0194	0.0194
5	0.0212	-0.0513	0.0000	0.0725	2.6760	0.0101	0.0101
6	0.0260	-0.0513	0.0000	0.0773	3.5934	0.0100	0.0100
7	0.0311	-0.0513	0.0000	0.0824	8.2948	0.0100	0.0100
8	0.0365	-0.0513	0.0000	0.0878	8.7370	0.0100	0.0100
9	0.0421	-0.0513	0.0000	0.0934	9.2909	0.0100	0.0100
10	0.0479	-0.0513	0.0000	0.0993	9.8059	0.0100	0.0100
11	0.0541	-0.0513	0.0000	0.1054	10.5010	0.0100	0.0100
12	0.0605	-0.0513	0.0000	0.1119	11.1457	0.0100	0.0100
13	0.0673	-0.0513	0.0000	0.1186	11.8214	0.0100	0.0100
14	0.0744	-0.0513	0.0000	0.1257	12.5295	0.0100	0.0100
15	0.0819	-0.0513	0.0000	0.1331	13.2757	0.0100	0.0100

La primera columna del Cuadro 8 registra cuál sería la evolución del desequilibrio externo del gobierno suponiendo que el sector público reúne el 80% de la deuda externa neta y no tiene ninguna participación en los ingresos por exportaciones.

Si el ajuste se extendiera los 12 años necesarios para bajar los intereses externos al 3% del PBI, el desequilibrio externo del gobierno aumentaría en ese periodo nada menos que 6.05 puntos del producto.

En la cuarta columna se observa la evolución requerida del superavit operativo interno del gobierno. La misma se calculó suponiendo que el endeudamiento público interno después de pagar los intereses correspondientes era nulo (segunda columna) y que con una inflación del 4% mensual (60% anual), una tasa de crecimiento del 4% anual y una base monetaria equivalente al 8% del producto el financiamiento disponible por la vía de la emisión era del orden del 5% del PBI (tercera columna). En ese caso polar, el resultado operativo interno del sector público debería pasar de un déficit inicial equivalente al 5% del PBI a un superavit de 0.9% al concluir el periodo de ajuste, con todas las implicancias ya comentadas más arriba.

Si en lugar de esto se resolviera compensar el aumento del *deg* provocado por el proceso de ajuste mediante una mayor participación en los ingresos provenientes de exportaciones, esta participación, que por hipótesis era nula en el momento inicial, debería llegar al 34,5% de dichos ingreso al final del ajuste.

En el Cuadro 9 puede observarse como evolucionaría el endeudamiento público interno si éste fuera el único mecanismo empleado para financiar el creciente desequilibrio externo del gobierno. Para ello se supuso un déficit operativo constante equivalente al 5% del producto (segunda columna) financiado íntegramente por emisión (tercera columna). Como se aprecia en la quinta columna, la deuda interna del gobierno, que inicialmente era del 5.7%, tendría que llegar casi al 120% del producto como consecuencia de los crecientes pagos de intereses. Estos, por su parte, subirían por el mismo impacto del mayor endeudamiento interno sobre la tasa real de interés interna. De acuerdo a las prudentes hipótesis incorporadas en la especificación de la función de demanda de papeles públicos, dicha tasa aumentaría del 6% (el nivel de la tasa real externa) al 56.6% anual.

Finalmente, el Cuadro 10 muestra qué sucedería si el mayor *deg* fuera financiado con emisión, suponiendo nulo el endeudamiento

interno neto de los pagos de intereses y constante e igual al 5% del PBI el déficit operativo interno. Las dos últimas columnas muestran la trayectoria de la tasa de inflación de "steady state" y del stock real de base monetaria de acuerdo a la especificación empleada para la función de demanda de base monetaria: la tasa de inflación pasaría del 4% inicial al 23% mensual (1115% anual), en tanto que la base monetaria caería rápidamente del 8.0% al 1.0% del producto (el límite inferior impuesto por k).

No está de más insistir que estos resultados son tan sólo un ejemplo numérico presentado para ilustrar el tipo de repercusiones que la estrategia de ajuste con crecimiento podría llegar a generar en el plano fiscal y financiero.

Vale la pena puntualizar que dichos resultados dependen de una serie de factores que diferencian significativamente entre sí a las distintas economías latinoamericanas. Por una parte, el ajuste empeorará las cuentas fiscales en aquellos países con elevado endeudamiento público externo y sin una apreciable presencia del estado en la actividad exportadora. Por otro lado, economías menos dolarizadas y con un mayor nivel de monetización y desarrollo de sus mercados financieros domésticos estarán en condiciones de financiar menos traumáticamente sus desequilibrios fiscales.

De todas formas, los resultados sugieren que allí donde estos factores estén presentes, la viabilidad de la estrategia de ajuste con crecimiento se verá seriamente comprometida, bien por el desincentivo a la inversión y la actividad exportadora provenientes de una mayor presión tributaria, bien por el "crowding-out" provocado por el aumento de la tasa de interés, bien por la aceleración inflacionaria concomitante a la monetización de los desequilibrios fiscales generados por el ajuste.

V. Conclusiones

Desde comienzos de la década actual el desempeño de la mayor parte de las economías latinoamericanas está caracterizado por la presencia de importantes desequilibrios macroeconómicos. A pesar de las diversas situaciones domésticas, parece claro que el shock externo provocado inicialmente por el aumento de las tasas de interés y el deterioro de los términos de intercambio, y agudizado más tarde por el racionamiento de la oferta de crédito externo, es una de sus causas fundamentales.

La recurrente dificultad encontrada por estos países para obtener el flujo de financiamiento necesario para cerrar sus cuentas externas ha sido el aspecto más visible y discutido de tales desequilibrios.

En el plano doméstico, la superación de estas dificultades involucró, en la generalidad de los casos, ajustes de naturaleza recesiva orientados a generar saldos comerciales superavitarios mediante la contracción de la absorción interna -la inversión en particular.

La creciente evidencia de que un esquema de este tipo no puede constituir una solución permanente motivó la aparición de nuevos enfoques del problema, tendientes a compatibilizar la atención de las obligaciones externas de estos países con el restablecimiento de un ritmo de crecimiento mínimamente aceptable para los mismos.

Como hemos visto en este trabajo, si no se modifica drásticamente el contexto internacional en favor de los países endeudados, un ajuste de esta naturaleza exigiría simultáneamente un aumento muy sostenido del coeficiente de exportaciones y de la tasa de ahorro interno por períodos muy prolongados (más de una década de acuerdo a los parámetros de nuestro escenario de simulación) y, al mismo tiempo, un consumo per cápita estancado o declinante.

En este trabajo, con el propósito de cambiar el enfoque del problema, llevándolo del estrangulamiento externo al tema de las transferencias domésticas, en la segunda parte se supone que la brecha externa puede cerrarse mediante una estrategia de este tipo. Con tal perspectiva desarrollamos un conjunto de ejercicios cuantitativos destinados a ilustrar la magnitud de sus efectos domésticos.

En una primera aproximación del problema se ignora momentáneamente la distinción entre sector público y privado, para enfocar la cuestión de la generación de ahorro desde la perspectiva de la distribución del ingreso entre grupos sociales con diferentes propensiones al consumo. Si los recursos para la inversión provinieran del ahorro forzoso generado por una redistribución regresiva del ingreso, los ejercicios realizados sugieren que la misma debería ser de tal magnitud que podría demandar la caída del salario real a lo largo de un lapso prolongado. Si en cambio se supone una efectiva resistencia salarial, la generación doméstica de recursos aparece en conflicto con los incentivos requeridos por

la estrategia. En efecto, la misma implicaría que cuanto más invierte y exporta el sector no asalariado, menor resultaría su presupuesto de libre disponibilidad.

Estos resultados equivalen a decir que el desequilibrio macroeconómico básico de estas economías es un desequilibrio de stocks. En otras palabras, dadas las actuales tasas de interés internacionales y asumiendo tasas razonables de productividad, el cobro de la totalidad de los intereses y, más aún, la reducción del grado de exposición de los acreedores, es simplemente inconsistente con los stocks de endeudamiento externo existentes en la región.

En una segunda aproximación del problema, el trabajo presta atención a los problemas fiscales y financieros asociados a la generación de ahorro doméstico. En este sentido, como se muestra en el trabajo, la inconsistencia macroeconómica arriba mencionada se manifiesta en su forma más aguda en aquellos países donde la deuda externa acabó concentrada en el estado y éste no cuenta con ingresos automáticamente derivados del incremento de exportaciones.

Con diferentes hipótesis de financiamiento del desajuste fiscal generado por el descenso del ahorro externo, los ejercicios ilustran la magnitud del impacto tributario (manifestación fiscal del tema de incentivos discutido más arriba) o de los desequilibrios monetarios y financieros derivados del referido desajuste fiscal.

Creemos que los resultados señalan que los problemas generados por la deuda externa van mucho más allá del estrangulamiento externo y constituyen un serio impedimento a la recuperación del crecimiento. En consecuencia, apuntan a indicar una vez más que una solución permanente a la crisis requerirá un alivio sustantivo en los términos contractuales de dicho endeudamiento.

BIBLIOGRAFIA

- Canavese, A. (1985) "Impuesto inflacionario, rezagos fiscales e hiperinflación", Serie Documentos de Trabajo, Instituto Di Tella, Buenos Aires.
- Bacha, E. (1982) "Growth with limited supplies of foreign exchange: a reappraisal of the two gap model", Texto parra Discussao No. 26, Departamento de Economía, PUC/RJ.
- Díaz-Alejandro, C. (1985) "Latin American Debt: I don't think we are in Kansas anymore", Brookings Papers on Economic Activity, 2.
- Frenkel, R. y J. Panelli, (1987) "La Argentina y el Fondo en la última década", El Trimestre Económico, v. LVI, No. 213.
- Kaldor, N. (1956) "Alternative Theories of Distribution", Review of Economic Studies, 33.
- Keynes, J. (1940) How to pay for the war, republicado en Collected Writings, MacMillan, London, 1971-82.
- Khan, M. y N. Ul Hague (1985) "Foreign Borrowing and Capital Flight", IMF Staff Papers, 32:4.
- Marfán, M. (1987) "Un modelo macrofinanciero para una economía con restricción externa". Notas Técnicas, 106, CIEPLAN.
- Morley, S. y a. Fishlow (1987) "Deficits, Debts and Destabilization: the perversity of high interest rates", Journal of Development Economics, 27.
- Selowsky, M. y H van der Tak (1986) "The Debt Problem and Growth", World Development, v. 14, No. 9.
- Taylor, L. (1987) "Orthodox Macroeconomic Stabilization: Temperate Medicine, Tropical Disease", MIT, mimeo.