

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION Y LIBERALIZACION EN EL CONO SUR DE FINES DE LOS 70*

por Michele Santo

I. INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es pasar revista a los principales aspectos que caracterizaron a las experiencias económicas de los países del Cono Sur (Argentina, Chile y Uruguay) durante la década de los 70, poniendo el énfasis en los problemas asociados a las estrategias de estabilización y liberalización adoptadas.

Es justamente sobre estos dos últimos aspectos que una extensísima literatura ha surgido en los últimos años -tanto a nivel académico como de política económica- tratando de desentrañar los aspectos más relevantes de los intentos de liberalización y estabilización.

La historia del porqué de las reformas es bien conocida por todos, por lo que es innecesario abundar sobre ella. Baste recordar que al fracaso estrepitoso de la estrategia de sustitución de importaciones y crecimiento hacia adentro propiciada -con consecuencias ne-

*Trabajo presentado en las IX Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo 23 y 24 de abril de 1987 - ORGANIZADAS POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA.

fastas- durante largas décadas, se unió a fines de 1973 el primer shock petrolero como elemento determinante para el cambio de estrategia económica.

El conseguir las divisas para hacer frente a la abultada factura petrolera aceleró la necesidad de insertar de forma más sólida a las economías domésticas en la economía mundial como el único camino viable para lograr un crecimiento elevado y autosostenido en el tiempo de la economía; sin estar acotado por la restricción externa tradicionalmente impuesta por el balance de pagos.

Si bien hubo coincidencias en cuanto a los objetivos perseguidos (liberalización de los flujos de bienes y servicios y de capital, mejora en la asignación de recursos y en la eficiencia productiva, crecimiento sostenido del nivel de actividad y de empleo, etc), la estrategia seguida por los tres países fue diferente. Como lo señala Edwards (1984): "Argentina y Uruguay abrieron la cuenta capital primero, mientras que Chile abrió la cuenta corriente primero; con un destino común al comienzo de la década de los 80: una profunda recesión y una reversión (parcial) del intento de liberalización."

Aunque la estrategia de liberalización seguida por los tres países fue diferente, no ocurre lo mismo con los programas de estabilización implementados sobre el final de la década pasada. En efecto, una vez que se había solucionado en buena medida el problema del ajuste externo requerido por el shock petrolero y las cambiantes condiciones del mercado internacional; los tres países se embarcaron en políticas de estabilización de sus respectivas economías tendientes a acabar con un flagelo que durante muchísimos años causó graves daños: la inflación. A tales efectos el instrumento utilizado fue el preanuncio del tipo de cambio de forma tal de tratar de influenciar a la baja las expectativas inflacionarias de los distintos agentes económicos. Este es, no cabe ninguna duda, el punto más crucial y debatido de las es-

trategias económicas adoptadas por los países del Cono Sur y sobre el cual más discusiones se han realizado.

Las experiencias de Argentina, Chile y Uruguay de fines de la década pasada y principios de la actual se han convertido pues en campo de estudio fértil para toda una serie de problemas sumamente importantes que surgen cuando se considera el diseño y manejo de políticas macroeconómicas en economías abiertas. En líneas generales, los principales puntos que han sido analizados en la literatura que ha tocado el tema y que seguidamente abordaremos son los siguientes:

1) El problema del "atraso cambiario". Dada la importancia que tiene en una economía abierta el tipo de cambio real (definido como el precio relativo de los bienes comercializables en término de los no comercializables) como variable clave en la asignación de los recursos entre los distintos sectores productivos (comercializables y no comercializables); resulta obvia la preocupación que a todo nivel se produce cuando ocurren movimientos bruscos en dicha variable. Las estrategias de estabilización adoptadas por los países del Cono Sur estuvieron asociadas con una fuerte apreciación o caída del tipo de cambio real que perjudicó notoriamente la capacidad de competencia externa de dichas economías. Los principales puntos que se han analizado en la literatura que estudió el problema pueden dividirse en:

i) ¿Cómo se genera el problema del atraso cambiario?

ii) ¿Es evitable o no?

iii) La influencia de la elección del sistema cambiario (tipo de cambio fijo, flexible o de "paridades deslizantes") en la génesis y permanencia del fenómeno.

iv) El orden de la liberalización de la cuenta co-

riente y de la cuenta de capital de la balanza en su influencia sobre la apreciación del tipo real de cambio.

2) ¿Cuál es el orden adecuado de apertura de la economía? ¿Se debe liberalizar primero la cuenta corriente y luego la cuenta capital o por el contrario resulta óptimo abrir en primera instancia la cuenta capital y más tarde la cuenta corriente? ¿Porqué no abrir ambas cuentas simultáneamente y permitir que los agentes económicos disfruten al mismo tiempo de las ventajas que brinda la completa liberalización del comercio de bienes y de capital?

3) El comportamiento de las tasas de interés durante el intento de estabilización. Mientras que el tipo de cambio real es la variable clave a los efectos de determinar la asignación de recursos y las decisiones de producción y consumo entre los distintos conjuntos de bienes en un período dado, la tasa real de interés se transforma en la variable crucial a los efectos de determinar las decisiones intertemporales (i.e entre distintos períodos del tiempo) de consumo e inversión. En este contexto, dos puntos fundamentales han captado la atención de la literatura que ha estudiado el tema:

i) El comportamiento de las tasas reales de interés y sus vinculaciones con las fluctuaciones del tipo de cambio real.

ii) ¿Por qué no se dió el arbitraje de las tasas domésticas con la tasa internacional ajustada por la devaluación preanunciada?

4) El efecto del shock externo en los programas de estabilización. Aunque la apertura de la economía al comercio de bienes y capital mejora sin ninguna duda el nivel de bienestar de la economía doméstica al poder aprovechar ésta las ventajas que surgen de la división internacional del trabajo y la especialización según las

ventajas comparativas de cada país; no menos cierto es que también se vuelve más vulnerable ante el efecto de distintos shocks externos en el mercado de bienes y de capital. Esto es particularmente cierto en el caso de economías pequeñas (como sin ninguna duda lo son las del Cono Sur) que no tienen ninguna influencia en los mercados de bienes y de capitales y que por lo tanto están sujetas a absorber completamente los shocks a los términos de intercambio y las tasas de interés. Es en este contexto que la literatura que ha estudiado las experiencias económicas del Cono Sur ha aislado, como principales shocks afectando a las economías domésticas, a:

i) Las altas tasas nominales de interés internacionales a partir de 1980.

ii) El efecto depresivo que la apreciación del dólar respecto a las principales monedas fuertes tuvo sobre los precios de las principales materias primas producidas y exportadas por estos países.

iii) La conjunción de ambos factores en su incidencia sobre la carga real del endeudamiento (tanto interno como externo) que se fue acumulando desde las etapas iniciales del proceso de estabilización económica.

5) Las inconsistencias internas en la aplicación de las políticas de liberalización y estabilización. Recientes desarrollos en la teoría de la política macroeconómica han enfatizado la importancia que la credibilidad en la política tiene para el éxito de la misma (algo que muchos conductores de política económica seguramente han experimentado). La viabilidad de cualquier acción de política económica está intrínsecamente ligada a su credibilidad, al tiempo que ésta última está íntimamente ligada a la consistencia interna de la política. En este aspecto distintos problemas surgen cuando uno analiza las experiencias de los países del Cono Sur.

i) El problema de los múltiples numerarios que urge al gobierno controlar simultáneamente salarios, tipo de cambio y tarifas públicas.

ii) La indexación salarial, con especial énfasis al caso chileno.

iii) El tamaño del déficit fiscal y su incompatibilidad con las metas cambiarias.

iv) El problema del manejo de las expectativas y la flexibilidad de la política implementada.

Obviamente, sobre cada uno de los puntos anteriores se podrían escribir tratados y la literatura existente ya de por sí es bastante extensa; por lo cual resultaría demasiado pretensioso hacer un análisis exhaustivo de cada uno de ellos. Nuestro propósito aquí será simplemente reseñar brevemente los principales problemas y análisis efectuados en cada una de las áreas; con el ánimo de clarificar la comprensión de la compleja problemática que surge al analizar el manejo de la política macroeconómica en economías interdependientes.

II. EL FENOMENO DEL "ATRASO CAMBIARIO"

Una de las características más salientes de los programas de estabilización económica llevados a cabo en Argentina, Chile y Uruguay sobre fines de la década pasada viene dada por la apreciación o caída del tipo de cambio real definido como el precio relativo de los bienes comercializables en términos de los no transables; fenómeno este conocido popularmente como "atraso cambiario".

El tipo de cambio real es la variable clave para determinar en un momento dado del tiempo qué proporción del gasto agregado de la economía caerá en bienes transables y no comerciables, así también como que cantidad

de los recursos productivos de un país se destinarán a una u otra actividad productiva. Dado que la movilización de factores productivos entre los distintos sectores no está exenta de costos, resulta obvio la preocupación que se manifiesta a todo nivel ante cambios bruscos en el tipo de cambio real que no responden a cambios en su nivel de equilibrio. Como lo expresa Calvo (1982): "la creencia es que un programa de estabilización basado en la fijación del tipo de cambio puede estar asociado con una apreciación del tipo de cambio real por encima y más allá de la que determinarían cambios en el sector real de la economía (por ejemplo, en la política comercial los términos de intercambio, diferenciales de productividad entre los distintos sectores, etc.) por un período de tiempo mayor a los dos años."

Dados los efectos negativos que tal apreciación del tipo de cambio real produce en el nivel de actividad de los sectores de bienes comercializables se argumentaba que el uso del tipo de cambio no era el instrumento idóneo para reducir la inflación a niveles razonables dentro de un período de tiempo "políticamente factible", y que más tarde o más temprano la política debería ser abandonada.

Una extensa literatura se ha desarrollado tratando de explicar el porqué del atraso cambiario. Las distintas explicaciones teóricas que se han elaborado sobre el tema en general trabajan con un modelo de una economía dependiente o "australiano" en el cual los bienes se agregan en comerciabilia y no comerciabilia y difieren en los supuestos que realizan respecto a las expectativas de los agentes económicos, los tipos de activos financieros que existen en la economía; el grado de flexibilidad de los precios, los salarios y otros costos de producción, la existencia o no de contratos rígidos en la economía, etc.

Como seguidamente veremos; las distintas explica-

ciones teóricas difieren en cuál es la rigidez en la que hacen énfasis a los efectos de explicar el fenómeno. Porque obviamente, si no incluimos ninguna rigidez en la economía y todas las variables del sistema pueden ajustarse inmediatamente el fenómeno del atraso cambiario no se presentaría y sería posible hacer pasar a la economía desde la situación inflacionaria el nuevo equilibrio sin inflación sin mayores costos y sobresaltos.

Pasaremos ahora a un breve comentario de los distintos modelos elaborados para explicar el fenómeno de la apreciación del tipo real de cambio asociado con el inicio del intento de estabilización.

Carlos Rodríguez (1982) llega a la conclusión de que una política antiinflacionaria basada en una desaceleración preanunciada de la tasa de devaluación llevará a una apreciación del tipo de cambio real si las expectativas de los agentes económicos en el sector de bienes no comercializables son adaptativas. El mecanismo que hace que ello así sea es simple. Dado que se supone que existe perfecta movilidad de capital la tasa de interés doméstica está arbitrada con la tasa internacional y la devaluación esperada por lo que la reducción en el ritmo preanunciado de devaluación (suponiendo que los distintos agentes creen en la viabilidad de la política) se traslada inmediatamente a las tasas nominales de interés, de forma tal que éstas bajan. Dado que las expectativas de los agentes económicos en el mercado de bienes no comercializables son adaptativas ello implica que la tasa de inflación esperada en ese sector está al menos en el corto plazo - dada (o sea es una "variable de estado"); por lo que la caída de las tasas nominales es también una caída de la tasa real esperada de interés. Dicha caída en la tasa real de interés esperada incentiva el gasto tanto en bienes comerciables como no transables; lo cual produce un déficit de cuenta corriente y un aumento en el precio relativo de los bienes no comerciables debido a la mayor demanda por lo mismos. El ma-

yor nivel de gasto agregado inducido por la caída en la tasa real esperada de interés -y financiado mediante un influjo de capitales desde el resto del mundo- es el factor que induce la caída del tipo de cambio real o lo que es lo mismo el aumento del precio relativo de los bienes no comerciables.

Esta caída del tipo de cambio real se corrige a si misma a través del siguiente mecanismo. El atraso cambiario disminuye la competitividad externa de la economía por lo que una recesión comienza en el sector de bienes comerciables lo que a su vez comienza a ejercer presiones a la baja en los incrementos de costos productivos y precios; con lo cual la tasa de inflación doméstica cae por debajo de la internacional. Esto hace a su vez que la tasa real de interés doméstica suba con lo cual el nivel deseado de gasto disminuye y con ello el nivel de precios de los bienes no transables caiga - debido a la menor demanda-; hasta que se llega al nuevo equilibrio de largo plazo.

La explicación ensayada por Rodríguez a los efectos de explicar la génesis del atraso cambiario contiene desde el punto de vista teórico una carencia que viene dada por la falta de un argumento sólido al hecho de que las expectativas de los agentes económicos en algunos mercados (el financiero y el de bienes comercializables) son racionales y se ajustan inmediatamente a las nuevas circunstancias, mientras que en otros mercados (el de bienes no comercializables) son adaptativas. A priori no existe ningún argumento de peso para que se de esta dicotomía en el comportamiento de las expectativas de los agentes económicos.

En la misma línea de explicación, Rudiger Dornbusch (1982) asume que no solamente el nivel de precios es rígido sino que también lo es la tasa de inflación. Asumiendo esto, una reducción en la tasa de devaluación tautológicamente lleva a un período inicial de aprecia-

ción del tipo de cambio real a través de canales similares a los explorados por Rodríguez (caída de la tasa real esperada de interés; aumento del gasto deseado y por consiguiente un aumento del precio relativo de los bienes no comerciados). Lamentablemente, el modelo carece de una buena explicación al porqué la tasa de inflación es rígida en el corto plazo.

Calvo (1982) explica la apreciación del tipo de cambio real siguiendo básicamente la línea de exposición de Rodríguez (1982) y Dornbusch (1982) en la cual se considera que la inflación es una variable que se mueve lentamente; pero a diferencia de los autores anteriores trata de ofrecer una explicación al porqué de dicha falta de flexibilidad de la tasa de inflación. Ello se logra utilizando el mecanismo de "staggered contracts" originado en autores como Phelps y Taylor en el cual el mercado de trabajo está caracterizado por la existencia de contratos nominales que duran varios períodos; por lo que en cada período del tiempo coexisten simultáneamente contratos realizados en diferentes períodos. Las firmas que operan en el mercado de bienes no transables están sujetas a este tipo de contratación en el mercado laboral; y fijan sus precios como un porcentaje ("markup") por encima del costo laboral. En cada instante del tiempo un porcentaje de las firmas tiene que establecer nuevos contratos laborales y por lo tanto puede cambiar sus precios; pero el resto de las firmas que tienen aún contratos laborales vigentes no puede modificar sus precios. Este es el mecanismo que introduce inercia en el nivel general de precios y en la tasa de inflación dado que siempre hay un número de firmas - las que no tienen necesidad de recontratar - que mantienen el precio anterior. En pocas palabras; este trabajo de Calvo es una versión más sofisticada de la vertiente que tiende a explicar el problema del atraso cambiario vía cierta inercia en la tasa de inflación.

Una línea diferente para explicar el fenómeno del

atraso cambiario ha sido ensayada por Buffie (1983). Este autor supone que los bancos en la economía doméstica mantienen el siguiente portafolio de activos: bonos del resto del mundo denominados en moneda extranjera y créditos contra capital radicado en la economía que son sustitutos imperfectos con los bonos del exterior. Mientras que el rendimiento de los bonos externos viene dado exógenamente desde el resto del mundo; no ocurre lo mismo con el precio y rendimiento del activo doméstico.

Una reducción en la tasa de devaluación -al reducir la tasa nominal de interés- aumenta la demanda de este activo doméstico; con lo cual su precio también aumenta (este es el famoso coeficiente q de Tobin); con lo cual la demanda por inversión aumenta. De esta forma obtenemos nuevamente una apreciación del tipo de cambio real que se produce como consecuencia de un aumento del gasto (esta vez del gasto por inversión) que cae parcialmente en bienes no comerciables.

Otro canal que ha sido explorado por van Wijnbergen (1983) explica la apreciación del tipo de cambio real asumiendo que el nivel de gasto deseado depende no solamente de la tasa real de interés esperada y de la riqueza sino también del ingreso disponible (definido de forma tal que incorpora el efecto que el impuesto inflacionario tiene sobre los saldos monetarios reales). Dado que una reducción de la tasa de devaluación reduce también la inflación doméstica (por el componente de bienes comercializables); el impuesto inflacionario disminuye y por lo tanto el ingreso disponible aumenta. Este aumento del ingreso disponible aumenta el gasto deseado y entonces el precio relativo de los bienes no comercializables aumenta para igualar nuevamente oferta y demanda por dicho tipo de bienes; con lo cual nuevamente tenemos el fenómeno de atraso cambiario.

Obstfeld (1981), trabajando con un modelo en el cual incorpora el teorema de Ricardo y una función de

ahorro del tipo Metzleriano en el cual los agentes económicos tienen un objetivo de riqueza dado; obtiene como resultado el fenómeno del atraso cambiario por la siguiente vía. Una política de "desinflación" aumenta los saldos monetarios deseados y ello es logrado por el público a través de un influjo de capitales que se monetiza incrementando el stock de reservas internacionales de la autoridad monetaria. Dado que las reservas ganan interés el público capitaliza las transferencias que recibirá del gobierno por esos intereses y entonces aumenta el nivel de gasto deseado; parte del cual recae sobre bienes no transables, aumentando su precio y por tanto apreciando el tipo de cambio real.

Guillermo Calvo (1983) explora tres modelos alternativos para explicar la caída del tipo de cambio real.

El primero es un modelo de portafolio en el cual los agentes en la economía mantienen activos externos y capital físico (por ejemplo tierra). En el modelo se analizan los efectos de un cambio en la composición deseada del portafolio por el cual el público se desprende de activos externos y compra capital físico en el país (por ejemplo un aumento percibido en el precio de la carne o lana aumenta la rentabilidad de la tierra e induce al público a demandar más de este activo). Del modelo surge que ese cambio en la composición deseada del portafolio inmediatamente produce una apreciación del tipo de cambio real dado que el aumento del precio de la tierra (que se determina endógenamente al ser la tierra un activo no transable y en oferta fija) incrementa la riqueza, con lo cual aumenta el gasto deseado y el tipo de cambio real se aprecia para equilibrar el mercado de bienes no comercializables. El mecanismo por el cual se da el atraso cambiario es entonces a través de un efecto riqueza provocado por el cambio en la composición del portafolio de los agentes. Una línea similar de explicación del fenómeno es la adoptada por Arnold C. Harberger (1982); quien enfatiza la importancia del aumento perci-

bido en la riqueza y sus efectos sobre el gasto deseado, como el factor crucial a los efectos de explicar el problema del atraso cambiario.

El segundo modelo considerado por Calvo es un modelo de sustitución de monedas en el cual tenemos como activos moneda nacional y extranjera. Este modelo incluye como rasgo característico una definición del ingreso disponible en la cual se toman en cuenta los "servicios del dinero" (a lo Johnson) y se los ajusta por efecto del impuesto inflacionario. El desarrollo posterior es similar al modelo de van Wijnbergen que consideráramos anteriormente en el cual la reducción de la tasa de devaluación aumenta el ingreso disponible dada la reducción en el impuesto inflacionario.

Por último, el tercer modelo considerado por Calvo es un modelo en el cual se enfatiza la cuestión de la "credibilidad" en la política implementada, factor éste que muchas veces ha sido dejado de lado en las distintas formulaciones teóricas. El punto crucial aquí es que si el público asume que una devaluación ocurrirá en algún momento en el futuro pero no sabe exactamente cuando; habría una apreciación del tipo real de cambio hasta tanto no se haga efectiva la devaluación. Ello es así porque Calvo asume que las firmas en el sector de bienes no comercializables fijan precios de acuerdo a la fórmula

$$(a) P_{it} = \alpha E_t^e + (1 - \alpha) P_t^e$$

donde:

P_{it} : es el precio fijado por la firma i en el mercado de bienes transables

E_t^e : es el tipo nominal de cambios.

P_t : es el nivel de precios promedio para los bienes no comerciables.

Calvo asume que existe un "continuo" de firmas distribuidas en el intervalo $(0,1)$ y que los agentes económicos tienen expectativas racionales (en este caso previsión perfecta) de forma tal que

$$P_t = P_t^e = \int_0^1 P_{it} \, di$$

o sea que el nivel general de precios, esperado es igual al que efectivamente se da y es un promedio de los precios fijados por todas las empresas que funcionan en el mercado de bienes no comerciables.

Usando (a) en (b) tenemos que $P_t = P_t^e$. Entonces obviamente si $E_t^e > E_t$ (o sea que hay una expectativa de devaluación); el tipo de cambio real $q = E/P$ es menor que el de equilibrio y el tipo de cambio real se aprecia.

Hemos pasado pues revista a toda una serie de modelos que pretenden explicar el fenómeno del atraso cambiario. Un punto de vista completamente diferente respecto a la eventual apreciación del tipo de cambio real como consecuencia de una reducción en la tasa preanunciada de devaluación es el que expresa Maurice Obstfeld (1984).

Obstfeld analiza las consecuencias de una política antiinflacionaria basada en una reducción de la tasa preanunciada de devaluación sobre el tipo de cambio real tanto en el caso de que la cuenta de capital está cerrada como en el caso de que hay perfecta movilidad de ca-

pital. Antes de entrar a analizar ambos casos, es conveniente dar algunas definiciones que luego usaremos.

Definiremos la tasa de inflación como

$$\pi = \gamma DE/E + (1 - \gamma) DP^H/P^H$$

donde:

γ : es el porcentaje promedio del gasto agregado en el largo plazo que cae en bienes comerciables.

DE/E : es la tasa de devaluación actual; que dado el supuesto de perfecta con el cual trabajaremos es igual a la tasa esperada de devaluación. Suponiendo que el nivel de precios externos es constante; DE/E es también la tasa de inflación en el sector de bienes comerciables.

DP^H/P^H : es la tasa de inflación (actual y esperada) en el sector de bienes no comercializables.

Definimos el tipo de cambio real como $q = E/P^H$ de

$$\text{modo que } Dq/q = DE/E - DP^H/P^H$$

y la tasa de inflación puede entonces escribirse como

$$\pi = DE/E - (1 - \gamma) Dq/q$$

Seguidamente presentamos el análisis que Obstfeld efectúa respecto a los efectos de una reducción en la

tasa de devaluación sobre la dinámica del tipo de cambio real.

Consideremos primeramente el caso en que la cuenta capital se encuentra cerrada. En este caso la tasa nominal de interés es una variable predeterminada por las condiciones internas del mercado doméstico de capitales. Una reducción en la tasa de devaluación preanunciada (DE/E) por lo tanto incrementa la tasa real de interés esperada; al reducir la tasa de inflación esperada en el sector comerciable. Este aumento de la tasa real de interés induce una caída en el nivel de gasto deseado, lo cual produce un descenso en el ritmo de actividad económica y genera un incipiente superávit de la cuenta corriente que inicia un proceso de acumulación de activos externos. Inicialmente el tipo de cambio real se deprecia dado el efecto que la recesión y las incrementadas tasas reales de interés tienen sobre el precio de los bienes no transables, que debe caer de forma de equilibrar la oferta con el menor gasto agregado que se dirige a ese mercado. El proceso de acumulación de activos externos que se inicia como consecuencia del aumento en la tasa real de interés produce un aumento en la riqueza del público, lo cual se traduce en un paulatino aumento del gasto deseado por parte de los distintos agentes económicos. Este incipiente aumento del gasto agregado produce una apreciación del tipo de cambio real - partiendo obviamente del nivel más alto que produjo el efecto impacto de la reducción en DE/E -, dado que el aumento del gasto tiende a presionar al alza el precio relativo de los bienes no transables. El proceso continúa hasta que se llega al nuevo equilibrio de largo plazo en el cual el stock de activos externos es mayor y el tipo de cambio real menor al del equilibrio inicial. Durante esta fase de ajuste el proceso de acumulación de activos externos continúa - aunque a una tasa decreciente -; la tasa real de interés cae y el tipo de cambio real se aprecia hasta que llega al equilibrio de largo plazo en el cual el proceso de ajuste culmina y la acu-

mulación de activos externos cesa. El tipo de cambio real en el nuevo equilibrio de largo plazo es menor al del equilibrio inicial (o sea que el tipo de cambio real se aprecia en el nuevo equilibrio); dado que el stock de activos externos es mayor al inicial y entonces - al tipo de cambio real inicial - el nivel de gasto deseado en el mercado de bienes no transables es mayor, con lo cual el precio relativo de los bienes no comerciables debe subir para equilibrar el mercado.

Por lo tanto, cuando el mercado de capitales doméstico se encuentra aislado del resto del mundo, una reducción en la tasa de devaluación preanunciada produce en impacto una depreciación del tipo de cambio real; por más que en el largo plazo - una vez que los ajustes se han completado - el tipo de cambio real se aprecia.

Veremos ahora cuales son los efectos de una reducción de DE/E en el caso de que hay perfecta movilidad de capital. En este caso, el arbitraje de tasas de interés asegura que la tasa nominal doméstica sea igual a la tasa externa más la devaluación esperada; o sea $R = R^* + DE/E$, donde R (R^*) es la tasa de interés doméstica (externa). La tasa real de interés viene dada en este caso por $R - \pi = R^* + (1 - \gamma) Dq/q$; y es por lo tanto una variable predeterminada que no es afectada por cambios en la tasa de devaluación. Por lo tanto, una reducción permanente y creíble en la tasa de devaluación es neutral bajo el supuesto de expectativas racionales (o previsión perfecta en este caso en que no tenemos incertidumbre) con el que estamos trabajando. La reducción en DE/E no afecta ninguna de las relaciones de comportamiento y por tanto no afecta el equilibrio de la economía.

Intuitivamente resulta claro porqué un cambio en DE/E no afecta la tasa real de interés bajo el supuesto de que los agentes forman sus expectativas racionalmente - y la política es creíble - en el caso de que hay per-

fecta movilidad de capital. Al estar la tasa nominal de interés perfectamente arbitrada con la tasa internacional; una caída de DE/E reduce la tasa nominal de interés en el mismo porcentaje y lo mismo ocurre con la tasa esperada de inflación que también se ajusta a la baja en la misma cantidad como consecuencia de la baja esperada en las inflaciones de los sectores de bienes comerciables y no comerciables. Este efecto sobre la inflación esperada era el nudo gordiano sobre el cual se asentaban las estrategias de estabilización basadas en el preanuncio del tipo de cambio. Al no modificarse la tasa real de interés, no se produce ningún cambio en el nivel gasto deseado y los mecanismos que vimos operaban cuando la cuenta de capital estaba cerrada no tienen andamio. El único cambio que se produce es un aumento en las reservas internacionales de la autoridad monetaria dado que el público quiere tener más dinero en términos reales al caer la tasa de inflación esperada. Los resultados obtenidos en el análisis llevan a Obstfeld a concluir que: "sin importar el grado de movilidad de capital; el modelo tal cual ha sido formulado da poco apoyo a la noción de que una reducción en la tasa preanunciada de devaluación es en si misma una causa para la apreciación del tipo de cambio real".

El punto crucial enfatizado por Obstfeld es que si la gente actúa racionalmente en todos los mercados, cambios en la tasa preanunciada de devaluación son neutrales para afectar variables reales (tipo de cambio real, tasa real de interés, etc.) en el caso de que la economía doméstica está integrada con el resto del mundo tanto en el mercado de bienes como de capitales. Ello es así porque en ese contexto por un lado la tasa real de interés es independiente de la regla monetaria - cambiaría implementada; y por el otro el precio relativo de los bienes no transables (la inversa del tipo de cambio real) está determinado por factores ajenos a la elección del numerario del sistema, como lo son las preferencias del público y las posibilidades de producción de la eco-

nomía (aparte del exceso de gasto deseado sobre el nivel de producto). Haciendo supuestos razonables y normales respecto a las preferencias y a la tecnología; hay solamente un precio relativo de los bienes no transables que equilibran el mercado de bienes domésticos. En esta relación única entre el precio de los bienes comerciables (que dado los precios externos esté determinado por el tipo de cambio) y el de los no comerciables la que se trató de explotar a través del manejo de la tasa de devaluación a los efectos de inducir una baja en la tasa de inflación del nivel general de precios.

Hasta el momento hemos visto modelos teóricos en los cuales la política antiinflacionaria se basaba en un manejo de la tasa preanunciada de devaluación. Pasaremos ahora a considerar si el fenómeno del atraso cambiario también se presenta cuando la estrategia inflacionaria se basa en una reducción en la tasa de crecimiento monetario y la economía está operando con tipo de cambio flexible (la reducción de la tasa de crecimiento monetario con tipo de cambio flexible hace las veces de una reducción en la tasa de devaluación con tipo de cambio fijo).

Cuando consideramos los efectos de una política de estabilización "clásica" basada en un control y en lentecimiento del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios en una economía con tipo de cambio flexible, uno no puede menos que recordar el famoso efecto de "overshooting" asociado al ya clásico trabajo de Dornbusch. En efecto, la proposición de que con tipo de cambio flexible una política monetaria restrictiva puede llevar a un sustancial movimiento en el tipo de cambio nominal y real más allá del nivel de equilibrio de largo plazo está actualmente ampliamente aceptada. La razón para que ello así sea está dada por la presencia de ciertas rigideces e inercias en los mercados de factores y de bienes combinada con la presencia de un tipo de cambio completamente flexible. Las modernas teorías de

determinación del tipo de cambio nominal (ver por ejemplo Mussa 1982, 1984) hacen hincapié en las características de activo que el mismo posee y en el hecho de que - como el resto de los activos financieros - se determina en mercados organizados y "eficientes" que incorporan toda la información disponible en forma inmediata a los efectos de determinar el valor de equilibrio del tipo de cambio nominal. De esta forma, cambios corrientes o anticipados en la política monetaria se reflejan inmediatamente en el tipo de cambio nominal mientras que lo hacen solo lentamente y con un rezago en los costos internos y los precios de los bienes finales. Ello se traduce en una pérdida de competitividad externa y en una caída del nivel de producto por debajo del nivel potencial.

El mecanismo por el cual ese resultado se produce es el siguiente. Si la cuenta de capital está cerrada; el "apretón" monetario eleva en impacto las tasas nominales y (dada la inercia del nivel de precios) reales de interés lo cual provoca una caída del gasto deseado con lo cual se inicia un incipiente superávit de cuenta corriente y ello a su vez tiende a apreciar el tipo de cambio. Ese es el mecanismo por el cual la gente aumenta sus tenencias deseadas de dinero en términos reales, vía la apreciación del tipo nominal de cambio - que reduce la tasa de inflación en el componente comerciable y que a medida que el proceso de ajuste se da se extiende al nivel general de precios - que se produce como consecuencia del superávit de cuenta corriente.

Con tipo de cambio flexible y movilidad de capital la historia es básicamente la misma; con la diferencia de que el ajuste es muchísimo más rápido dado que básicamente se realiza por la cuenta capital. La suba en las tasas de interés provoca una entrada masiva de capitales que aprecia en impacto el tipo de cambio nominal. En conclusión, tanto si tenemos movilidad de capital como si la cuenta capital está cerrada una política antiin-

flaccionaria basada en una reducción en la tasa de crecimiento monetario genera una apreciación del tipo de cambio nominal y real. Es de destacar que es justamente esta apreciación del tipo de cambio nominal y la caída del nivel de producto por debajo de su nivel potencial el mecanismo a través del cual la política monetaria restrictiva reduce la tasa de inflación doméstica.

Hemos visto pues, que tanto cuando la política antiinflacionaria se basa en una reducción en la tasa de crecimiento monetario -con tipo de cambio flexible- como cuando se basa en una reducción en la tasa preanunciada de devaluación -con tipo de cambio fijo o de "paridades deslizantes"- el resultado que uno debería esperar como más probable es una apreciación del tipo de cambio real. ¿Qué es lo que hace que así sea? ¿Que es lo que hace que no importa el sistema cambiario o el grado de movilidad de capital a los efectos de explicar el fenómeno del "atraso cambiario"?

La explicación básica está dada por el hecho de que el fenómeno se produce a consecuencia de ciertas rigideces en el sistema económico (rigideces que se manifiestan en el hecho de que el nivel de precios o la tasa de inflación sean variables con inercia y que se ajusten lentamente) que tienen poco y nada que ver con el sistema cambiario y el grado de movilidad de capital. La elección del sistema cambiario afecta la manera en que distintos shocks -externos e internos, reales o monetarios, anticipados y no anticipados- se transmiten y afectan el equilibrio de la economía; mientras que el grado de movilidad de capital es importante en otros sentidos; básicamente en la velocidad y la intensidad con que se produce el fenómeno de la apreciación del tipo de cambio real. Pero la causa última radica en la existencia de alguna rigidez (por ejemplo la existencia de contratos nominales dados o problemas de información imperfectas e incompleta respecto a la verdadera naturaleza de los shocks operando en la economía) que hace que

el nivel de precios o la tasa de inflación no puedan ajustarse intantáneamente a la nueva - y reducida - tasa de devaluación o de crecimiento monetario según sea el caso.

Como vimos anteriormente, el trabajo de Obstfeld (1984) constituye en ese sentido una excepción a lo expresado anteriormente. De su análisis se desprende que no necesariamente la política antiinflacionaria conduce a una apreciación del tipo de cambio real. Pero justamente su excepcionalidad radica en el hecho de que elimina todas las rigideces en la economía y por lo tanto se puede pasar del equilibrio inflacionario al nuevo equilibrio de largo plazo -con una inflación menor- instantáneamente y sin costos.

III EL ORDEN ADECUADO DE LA LIBERALIZACION DE LA CUENTA CORRIENTE Y LA CUENTA CAPITAL

Sobre este punto se ha desarrollado una interesante discusión teórica sobre los méritos e inconvenientes de distintos esquemas de apertura de la economía. Como expresáramos en la introducción, el problema básico es si conviene liberalizar primero el flujo de bienes y servicios o por el contrario el flujo de capitales, o aún porqué no liberalizar ambos flujos simultáneamente.

El punto crucial en esta discusión viene dado por el hecho de que las velocidades de ajuste en el mercado de bienes y en el de capitales son muy diferentes, enfatizándose la constatación empírica de que el mercado de capitales tiende a ajustar y encontrar su equilibrio con mucha mayor rapidez que el de bienes.

Básicamente podemos encarar el problema del orden adecuado de liberalización desde un punto de vista microeconómico o desde un punto de vista macroeconómico. Desde el punto de vista microeconómico el interés cen-

tral del análisis está dado por los efectos que el orden de liberalización tiene sobre la eficiencia general del sistema económico y la asignación de los recursos productivos. Desde el punto de vista macroeconómico el interés central viene dado por los efectos que los distintos órdenes de apertura generan sobre la posibilidad de llevar a cabo con éxito una política de estabilización.

En el desarrollo de estos puntos seguiremos muy de cerca a Sebastián Edwards (1984), quien ha escrito uno de los mejores "surveys" de la literatura en este campo. Siguiendo a Edwards organizaremos la discusión respecto al orden adecuado de liberalización en torno a los siguientes puntos: a) estabilidad macroeconómica y movimientos del tipo de cambio real, b) los efectos que los distintos órdenes de liberalización tienen sobre el bienestar de la comunidad y c) los costos del proceso de ajuste.

a) ESTABILIDAD MACROECONOMICA Y MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Numerosos autores han expresado preocupación en el sentido de que la apertura de la cuenta capital generaría importantes flujos desestabilizadores de capital. Por un lado, si la apertura se realiza en un contexto en el cual el mercado financiero doméstico se encuentra "reprimido" (en el sentido utilizado por Mc Kinnon) y las tasas de interés se encuentran a niveles artificialmente bajos se produciría una importante fuga de capitales; por lo cual una condición previa para una apertura exitosa de la cuenta capital es que el mercado financiero doméstico se encuentra completamente liberalizado y las tasas de interés a niveles competitivos. Por el otro lado; si el mercado financiero doméstico se encuentra ya liberalizado; la presunción es que las tasas de interés domésticas se encontrarán inicialmente por encima de la internacional (debido a la escasez relativa de

capital en la economía doméstica) y por lo tanto la apertura de la cuenta capital generará inicialmente un gran influjo de capitales -debido a ese diferencial de tasas de interés- que provocará una apreciación del tipo de cambio real sea porque esos capitales se monetizan con tipo de cambio fijo o se vuelquen al mercado cambiario con tipo de cambio flexible provocando una caída del tipo de cambio nominal. Dado que los mercados financieros se ajustan rápidamente, dicha apreciación real en impacto sería muy intensa.

Por otra parte existe bastante consenso en señalar que una liberalización exitosa de la cuenta corriente requeriría una depreciación real del tipo de cambio de forma tal de ayudar al sector exportador a expandirse y lograr que la movilización de recursos productivos sea menos dolorosa y más soportable (obviamente una depreciación del tipo de cambio real aumenta la rentabilidad de los exportadores y por tanto pone en marcha los mecanismos adecuados para facilitar la movilización de recursos que se da al cambiar la estructura de precios relativos).

De lo expresado anteriormente surge inmediatamente que no deberían abrirse simultáneamente la cuenta corriente y la cuenta capital, dado los efectos opuestos que ambas aperturas generarán sobre el tipo de cambio real, y que durante el período de transición luego que el comercio de bienes y servicios ha sido liberalizado los influjos de capital deberían estar controlados. Esta es la posición adoptada por varios autores (Mc Kinnon, Harberger, Dornbusch etc); llegando Dornbusch a establecer que lo "peor que se puede hacer es liberalizar la cuenta capital... antes que la requerida depreciación del tipo de cambio real ha sido alcanzada"; y a Mc Kinnon a señalar que una economía que liberaliza su comercio exterior "debería deliberadamente evitar una inyección de capital externo inusual o extraordinaria".

Como bien lo señala Edwards; una cuestión crucial en esta línea de argumentación viene dada por el hecho de que es muy difícil determinar qué es una "inyección extraordinaria" de capital externo. Si la apertura de la cuenta capital genera influjos de fondos externos que pueden ser sostenidos en el largo plazo entonces la apreciación del tipo de cambio real que se produciría debería verse como un fenómeno de equilibrio y como algo más o menos permanente, y los distintos sectores productivos deberían adaptarse a esa nueva estructura de precios relativos por más que la caída en el tipo de cambio real vuelva más dificultoso el proceso de ajuste del sector exportador al disminuir la rentabilidad del sector.

Por otra parte, dada la diferente velocidad de ajuste de las dos cuentas y los movimientos opuestos sobre el tipo de cambio real que la liberalización del comercio de bienes y de servicios y del flujo de capitales producen; se deduce la importancia de tratar de "sincronizar" la estrategia de liberalización de forma tal de evitar movimientos de recursos productivos (algo que obviamente tiene sus costos) entre sectores que luego deberían revertirse una vez que el tipo de cambio real modifica su tendencia. Así tenemos el argumento utilizado entre otros por Frenkel (1982, 1983) en el sentido de que dada la diferente velocidad con que el mercado de bienes y el de capitales se ajustan; dicha sincronización podría lograrse abriendo primero la cuenta corriente y recién luego de cierto tiempo la cuenta capital.

b) EFECTOS SOBRE EL BIENESTAR DE LOS DISTINTOS ORDENES DE APERTURA

El segundo punto que se ha hecho y usado en las discusiones respecto al orden óptimo de la liberalización de la cuenta corriente y la cuenta capital se relaciona a los efectos que órdenes de liberalización alter-

nativos tendrían sobre el bienestar de la comunidad. El análisis utiliza proposiciones clásicas de la economía del bienestar; y el punto crucial que se hace es que si la cuenta corriente y la cuenta de capital no son abiertas simultáneamente podrían existir costos en términos de bienestar al reducir una de las distorsiones en la economía y mantener la restante.

En general, siguiendo esta línea de razonamiento autores como Frenkel (1982, 1983), Krueger (1983) y Mc. Kinnon (1973) se han pronunciado sobre la deseabilidad de abrir la cuenta corriente de la balanza de pagos en primer término, dado que los efectos negativos sobre el bienestar de abrir la cuenta de capital primero manteniendo distorsionado el comercio de bienes serían superiores a los efectos negativos de seguir el orden contrario.

Lo que se trataría de evitar al abrir primero la cuenta corriente es un efecto del tipo de "inmiserizing growth" que surgiría si se abre la cuenta de capital primero y los capitales que ingresan al país se invierten en sectores cuyos precios relativos están distorsionados por la presencia de restricciones a los movimientos de mercaderías. El problema surge si el sector de bienes importables es intensivo en capital; ya que entonces la acumulación de capital que se da como consecuencia del influjo de fondos externos se realizaría en el sector que ya de por sí está produciendo demasiado desde el punto de vista social (aunque no desde el punto de vista privado) con lo cual el efecto negativo de la distorsión en el mercado de bienes se vería reforzado. Este efecto podría ser lo suficientemente fuerte como para hacer que el proceso de acumulación de capital resulte en una pérdida neta de bienestar para la comunidad al hacer que el nivel de producto a los distorsionados precios internos crezca pero a los precios externos caiga; con lo cual además la capacidad para el repago de las deudas contraídas -que está obviamente dada por el valor del PBI a precios externos- disminuye.

Este análisis tiene algunas limitaciones. En primer lugar, dado que el problema de "inmizerizing growth" surge por una diferencia entre la rentabilidad privada y social de la inversión en el sector de bienes importables (debido a la presencia de tarifas a la importación); resulta intuitivo que si una vez que la cuenta capital se abre las decisiones de inversión se realizan utilizando precios "sombra" que reflejen adecuadamente el valor social de la inversión ese problema desaparecería y el bienestar de la comunidad nunca bajaría. En segundo lugar, el análisis se ha enfocado exclusivamente en el caso de que los fondos externos se utilizan exclusivamente para incrementar el stock de capital de la economía. Cuando parte de esos fondos se utilizan para incrementar el consumo presente, resulta mucho más difícil encontrar condiciones bajo las cuales la apertura de la cuenta capital reduce el bienestar de la comunidad aún con presencia de tarifas y otras distorsiones en el mercado de bienes.

c) COSTOS DE AJUSTE Y ASISTENCIA DEL GOBIERNO

Muchos autores han señalado el hecho de que para aumentar la posibilidad de éxito de una reforma comercial se debería ayudar al sector de bienes comerciables a realizar los necesarios movimientos de recursos productivos de un sector a otro; y que una forma de facilitar la absorción de estos costos de ajuste que se producen al instaurar la reforma es a través de la importación de capital externo con los cuales financiar una transición más suave luego de la rebaja de tarifas. Ello implicaría que la cuenta capital debería abrirse primero o al menos simultáneamente a la cuenta corriente a los efectos de facilitar la obtención de fondos externos con los cuales facilitar la transición.

Dos visiones diferentes sobre este punto son las

sostenidas por Anne Krueger (1983) y por Ronald Mc. Kinnon (1973; 1982). Krueger, sin estar de acuerdo con el orden "cuenta capital primero, cuenta corriente después" señala que una de las contribuciones importantes que la disponibilidad de recursos externos puede realizar en un proceso de reforma comercial es en facilitar una transición más suave al permitir un nivel de importaciones y de consumo mayores; mientras que Mc Kinnon se ha opuesto fuertemente a la posibilidad de usar fondos externos que no podrán mantenerse en el largo plazo para asistir el período de transición durante la reforma comercial refiriéndose a las experiencias históricas de este tipo como episodios de "liberalización parcial con capital externo".

En cuanto al problema de si es necesario que el gobierno intervenga a los efectos de proporcionar asistencia durante el período de ajuste; el problema se reduce a conocer cuál es el equilibrio que la economía seguirá una vez que se den los cambios en los precios relativos como consecuencia de la baja de aranceles y cuál es la naturaleza precisa de los costos de ajuste y la reasignación de recursos que se dará. Si no hay ninguna "externalidad" asociada a dichos costos de ajuste entonces no hay ningún argumento para que el gobierno preste asistencia durante el proceso de ajuste; al menos desde el punto de vista económico y del bienestar (podrá justificarse por otros motivos, políticos, etc.). Si los costos de ajuste surgen porque existen algunas imperfecciones en el mercado que no pueden atacarse directamente en la fuente de esa distorsión, entonces pueden haber casos en que como una política de "second best" sea necesaria la intervención del gobierno en el proceso de ajuste.

Respecto a las consecuencias específicas sobre los movimientos de recursos y la retribución de los distintos factores productivos que la liberalización de la cuenta corriente y la cuenta capital producirían; el

análisis efectuado por Edwards es suficientemente completo y claro; por lo cual remitimos al lector a dicho trabajo.

Hasta el momento hemos analizado los distintos argumentos que se han manejado para determinar el orden apropiado de liberalización de la cuenta corriente y de capital desde un punto de vista microeconómico. Pasamos ahora a considerar los factores macroeconómicos que podrían influenciar el orden de liberalización de la economía. El punto crucial aquí viene dado por el efecto que distintos órdenes alternativos tienen sobre la posibilidad de llevar a cabo con éxito una política de estabilización tendiente a reducir la tasa de inflación.

Desde este punto de vista, resulta importante contar con el arbitraje internacional de bienes como un aliado en la lucha antiinflacionaria de forma tal de establecerle un techo o cuota máxima al movimiento de precios de los bienes comerciables y a través de ellos -vía efectos de sustitución en la producción y el consumo- en el nivel de precios de los no transables. Por ello es necesario que la cuenta corriente esté lo suficientemente liberalizada como para permitir un efectivo uso de dicho mecanismo de arbitraje de forma tal que shocks por el lado de la oferta o la demanda que puedan producirse en el transcurso del proceso de estabilización no se trasladen a precios debido a la existencia de "agua" en las tarifas u otros impedimentos a un efectivo arbitraje de bienes y servicios. Este es un aspecto -a nuestro entender- fundamental para que dichos shocks transitorios a la oferta y demanda de distintos tipos de bienes no adquieran un rol importante en el proceso inflacionario y se constituyan en factores perturbadores en el ya de por sí difícil período de transición una vez que el programa antiinflacionario es implementado.

Respecto a la conveniencia o no de tener abierta la cuenta capital durante el transcurso del intento de es-

tabilización, es necesario hacer distintas puntualizaciones. Tomemos primero el caso en que la economía esté con tipo de cambio flotante y la estrategia de estabilización se base en un control y reducción en la tasa de crecimiento de los agregados monetarios pertinentes. Como ya viéramos en la sección sobre atraso cambiario, la consecuencia inevitable de dicha política es una apreciación del tipo de cambio real, siendo éste el factor que -junto a la recesión que provoca- pone en marcha el mecanismo de "desinflación". Y la intensidad y velocidad con que se produciría el fenómeno del "atraso cambiario" dependía del grado de movilidad de capital, dado que cuanto mayor es éste más alta es la probabilidad de un "overshooting" del tipo de cambio nominal. Tomando en cuenta este factor, uno podría concluir que la apertura de la cuenta de capital contribuiría a la estrategia antiinflacionaria dado que ello permitiría una apreciación mayor del tipo de cambio que pondría un freno importante al proceso inflacionario. El costo de esta ganancia en el frente inflacionario está dado por el hecho de que la recesión y caída del nivel de producto por debajo de su nivel potencial sería mucho mayor a consecuencia justamente de ese "overshooting" del tipo de cambio nominal, con lo cual la credibilidad de la estrategia podría verse limitada al acrecentarse las presiones para un cambio de política por parte de los sectores perjudicados por la intensidad y magnitud de la recesión.

Cuando nos encontramos con tipo de cambio fijo o de paridades deslizantes y la estrategia antiinflacionaria se basa en una reducción en la tasa de devaluación, también surgen algunos problemas. En el caso ideal en que la política es completamente entendida y creída por todos los agentes económicos y el público actúa racionalmente ya vimos que esta política permitía pasar a la economía de un equilibrio inflacionario al no inflacionario instantáneamente; teniendo en ese sentido la movilidad de capitales un rol fundamental al volver exógena la tasa real esperada de interés y permitir que el pú-

blico obtenga sus mayores saldos deseados de dinero en términos reales importándolos a través del balance de pagos sin necesidad de generar un penoso proceso deflacionario (este es el caso estudiado por Obstfeld (1984)). Sin embargo, también vimos que la existencia de ciertas rigideces en el sistema económico pueden llevar a una caída de la tasa real de interés y a un "boom" en el sector de bienes no transables que operan en la dirección contraria al intento de estabilización al mitigar el efecto que sobre la tasa de inflación tiene la tasa de devaluación vía el efecto sobre el componente de bienes comerciables; lo cual puede minar en forma más o menos intensa la confianza general del público en la estrategia antiinflacionaria. En cambio, si la cuenta capital está cerrada el efecto de una reducción en la tasa de devaluación es reducir la tasa de inflación por el efecto directo sobre los bienes comerciables y por el efecto indirecto sobre el precio de los bienes no transables como consecuencia del aumento de la tasa real esperada de interés sobre el nivel de gasto deseado.

Otro argumento que a veces se esgrime para justificar un cierre relativo de la cuenta capital se basa en que ello permitiría un mejor manejo de la política monetaria y de crédito durante el período de estabilización al evitar el problema de los flujos desestabilizadores de capital a corto plazo. Un problema con esta línea de argumentación es porqué deberían producirse esos flujos desestabilizadores ya que si el "paquete" de políticas antiinflacionarias es coherente y creíble no hay razón para que dichos bruscos movimientos de capitales se produzcan.

En síntesis; resulta claro que es fundamental tener lo suficientemente abierta la cuenta corriente durante el período de estabilización de forma tal de poner un techo al movimiento de precios al poder utilizar el intercambio internacional de bienes y servicios para cana-

lizar eventuales presiones de oferta o de demanda que pudieran generarse durante el crucial período de transición hacia el nuevo equilibrio sin inflación. No resulta tan clara la situación respecto a la conveniencia o no de tener abierta la cuenta de capital durante el transcurso del período de estabilización; y los factores que son importantes para determinar si conviene o no tener completamente liberalizado el movimiento de capitales con el resto del mundo dependen de cuál es la estrategia antiinflacionaria, del grado de coherencia interna y credibilidad en la política implementada; del grado de racionalidad de los agentes económicos y de cuales son las principales rigideces que afectan a la economía. Dependiendo de en qué combinación se presenten esos distintos elementos, en algunos casos resultará conveniente tener abierta la cuenta de capital ya que ello coadyuvará a lograr el objetivo de reducir la inflación; mientras que en otros casos resultará conveniente limitar en mayor o menor grado el movimiento de capitales a los efectos de aumentar la probabilidad de éxito de la estrategia antiinflacionaria.

IV. EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS REALES DE INTERES

Uno de los puntos en los que se basaron las estrategias de estabilización llevadas a cabo por los países del Cono Sur estaba constituido en el cumplimiento de ciertas paridades teóricas de arbitraje en el mercado de bienes y de capitales como la "ley de un solo precio" o alguna variante de la "paridad de poderes de compra" y la relación de Fisher abierta para las tasas de interés que arbitra la tasa de interés doméstica con la tasa internacional ajustada debidamente por la tasa de devaluación y la prima de riesgo.

Como es bien sabido, en una economía abierta en la cual todos los bienes son comerciables; el cumplimiento de ambas paridades teóricas es suficiente para determi-

nar la tasa real de interés doméstica, que resulta ser igual a la internacional. La presencia de bienes no comerciables introduce algunas complicaciones adicionales; ya que este sector tiene una dinámica propia y los cambios en sus precios relativos introducen una "cuña" entre la tasa de interés real doméstica y externa. En efecto, un aumento esperado en el precio relativo de los bienes no comerciables (una apreciación del tipo de cambio real) disminuye la tasa real esperada de interés doméstica por debajo de la internacional y lo contrario sucede cuando se produce una depreciación del tipo real de cambio. En este sentido, los movimientos de la tasa real de interés son la contracara de los movimientos del tipo de cambio real.

Si bien ahora resulta claro que las espectaculares variaciones en la tasa real de interés que se observaron durante el período de estabilización en los tres países deben más bien atribuirse a acontecimientos fuera del control de las respectivas autoridades económicas (acontecimientos que luego analizaremos cuando veamos el efecto del shock externo en el plan de estabilización); se ha argumentado también que el no arbitraje de las tasas domésticas con la internacional ajustada por la devaluación que se dió en los tres países contribuyó a agravar el problema. Este no arbitraje de las tasas de interés constituye uno de los puntos sobre los que se han generado más polémicas respecto a las experiencias económicas del Cono Sur de fines de la década pasada y principios de la actual; sin que se haya logrado un acuerdo general sobre el tema. Varias explicaciones alternativas se han ofrecido al respecto:

a) Algunos han enfatizado la existencia de costos de transacciones importantes en el proceso de obtener fondos en el exterior; lo cual hace que dichos costos se deban incorporar a las tasas de interés domésticas con lo cual estas resultan sistemáticamente más altas que la tasa de "corte" o de arbitraje. Este "premio" que se de-

be pagar por obtener fondos en el exterior explicaría el por qué las tasas de interés domésticas fueron tan altas en términos nominales y reales. Este argumento podría utilizarse para explicar lo ocurrido en Chile donde la cuenta de capital estuvo cerrada durante buena parte del período y por tanto resulta plausible pensar en la existencia de dichos costos de arbitraje de fondos; pero tendría mucho menos fuerza en los casos de Argentina y Uruguay en donde el mercado de capitales estuvo completamente liberalizado desde el inicio de los programas de estabilización.

b) Otra explicación tradicionalmente usada para explicar las altas tasas de interés está dada por la existencia de expectativas de devaluación por encima de la devaluación preanunciada por el gobierno en las respectivas "tablitas" (o por el eventual rompimiento del tipo de cambio fijo en el caso de Chile). Esta expectativa de devaluación se incorpora a las tasas nominales de interés dado que los tenedores de activos en moneda nacional se cubren por ese medio contra la eventual pérdida de capital que el no cumplimiento de las pautas cambiarias generaría. Y ello llevaría a que las tasas nominales de interés fueran sistemáticamente más altas que la tasa externa más la devaluación preanunciada.

Para explicar por esta vía las altas tasas reales de interés (que son las relevantes a los efectos de tomar las decisiones intertemporales de asignación del gasto de consumo e inversión) se debería encontrar algún mecanismo para que esa expectativa de devaluación por encima de la preanunciada que si se incorpora a la tasa nominal de interés no se incorpore a la tasa de inflación esperada. Resulta difícil pensar en argumentos para que ello no sea así en el caso de los bienes comerciables internacionalmente ya que éstos en sus precios deberían reflejar la devaluación esperada. Por lo que para que se dé el problema de las altas tasas reales de interés por esta vía deberíamos pensar en algún mecanismo de

ajuste lento en las expectativas de inflación en el mercado de bienes no comerciables.

c) Otra avenida que ha sido explorada para encontrarle una explicación satisfactoria a la no convergencia de las tasas de interés enfatiza la posibilidad de un comportamiento colusivo por parte del sistema bancario que mantendría tasas nominales superiores a las de arbitraje al tiempo que le permitiría obtener un elevado "spread" al sistema bancario.

d) A la luz de las crisis financieras que los tres países vivieron sobre el final de las experiencias de estabilización; una ruta para explicar el no arbitraje de las tasas y sobre todo el gran "spread" entre tasas activas y pasivas (las tasas pasivas se arbitraron mucho mejor que las activas por lo cual el gran problema es cómo explicar el elevado "spread") puede estar dada por una desconfianza general tanto por parte del sistema bancario como por parte de los deudores en el futuro de la política. La desconfianza por parte del sistema bancario sobre la posibilidad de recuperar sus créditos podría explicar -a través del mayor riesgo percibido- el aumento del spread y de las tasas activas; al tiempo que el deseo de posponer las pérdidas puede haber sido un incentivo suficiente para seguir renovando los créditos. Este mismo deseo de seguir posponiendo las pérdidas y la esperanza -luego lamentablemente confirmada en los hechos- de que quizás no pagarían sus deudas puede explicar que los deudores hayan seguido endeudándose a esas elevadas tasas de interés. Obviamente este es un punto muy difícil de testear empíricamente, aunque las crisis financieras que los tres países vivieron -y en buena medida todavía viven, al menos en el caso uruguayo- deberían hacernos pensar y trabajar mucho más sobre él.

Si bien las explicaciones elaboradas anteriormente resultan plausibles, debemos destacar que este

punto del no arbitraje de las tasas de interés domésticas con la internacional es uno de los temas en los cuales menos avances se han hecho en la literatura que ha estudiado la problemática asociada a las estrategias de estabilización y liberalización en el Cono Sur.

V. EL EFECTO DEL SHOCK EXTERNO

Como se señalara en la introducción a este trabajo; si bien la apertura de la economía doméstica al intercambio de bienes y servicios y de capitales mejora el bienestar de la comunidad al poder aprovechar ésta los beneficios de la división internacional del trabajo y la especialización; también es cierto que la vuelven más vulnerable ante shocks en los mercados internacionales de bienes y de capitales.

Lamentablemente, el presupuesto o premisa de que la economía mundial es más estable y por lo tanto brinda un marco mucho más adecuado para el desarrollo económico no parece haberse dado durante las etapas iniciales de los programas de estabilización en el Cono Sur. Estos se iniciaron en un contexto internacional con alta inflación, con el dólar depreciándose y con un "boom" en el precio de las distintas materias primas. Esta situación inicial cambió radicalmente a comienzos de la década de los 80. Con una inflación de dos dígitos el principal objetivo económico de la administración Reagan estuvo constituido por la lucha contra la inflación a través de una política monetaria restrictiva. Ello provocó un fuerte aumento en tasas nominales de interés y una considerable apreciación del dólar frente a las principales monedas europeas y el yen. Esta apreciación del dólar junto a la recesión que se produjo a consecuencia de la política antiinflacionaria tuvieron su impacto en los precios de las materias primas, que cayeron abruptamente. La conjunción de estos factores (aumento en las tasas nominales de interés y caída en el precio

de las materias primas producidas y exportadas por estos países incrementó en forma importante la tasa real de interés "recibida" por las economías del Cono Sur desde el resto del mundo, con efectos recesivos devastadores sobre estas economías.

Este cambio en el comportamiento de la tasa real de interés (que de ser sumamente negativa al inicio de los programas de estabilización pasó a ser sumamente positiva) es sin dudas el principal shock externo que recibieron estas economías y es un factor crucial para explicar el "boom" inicial y la profundidad e intensidad de la recesión que se dió al final de las experiencias de estabilización y que terminaron con el fracaso de las mismas. Es también, no cabe duda, el factor fundamental que explica las crisis de deuda interna y externa que los tres países sufrieron.

En el caso específico de Uruguay, es claro también que la economía recibió durante los años 79 y 80 un shock adicional que estuvo dado por la demanda agregada argentina que dada la relación de precios favorables para Uruguay que existió durante esos años (como consecuencia de que el "atraso" cambiario en Argentina fue mucho más pronunciado que el que se estaba generando en Uruguay) se volcó masivamente en el mercado doméstico uruguayo; provocando importantes aumentos de precios en bienes no transables y en aquellos comerciables que aún gozaban de protección redundante.

Este shock externo tuvo importantísimas consecuencias para la evolución económica de los tres países. El "boom" que inicialmente dichos efectos externos provocaron se manifestó en un importante aumento del nivel de producto e inversión, hecho que fue financiado a través del influjo de capitales que se dió durante el período. A su vez los precios de los diferentes activos reales resultaron sumamente inflados, a niveles que luego resultaron no poder mantenerse al cambiar de signo el

shock externo. La apertura de la cuenta de capital facilitó enormemente este proceso al permitir "financiar" tanto el mayor nivel de inversión y de producto como los mayores precios de los activos reales (tierra, bienes raíces, etc). Este "boom" en el precio de los activos a su vez está en la raíz de la crisis financiera que luego se desató; ya que el valor real de las carteras del sistema bancario se desplomó una vez que la "burbuja" en el mercado de activos reales "reventó" al cambiar los factores fundamentales que daban sustento a dicho boom.

Esta crisis financiera doméstica no es ni más ni menos que la contracara interna de la crisis de deuda externa que se desató en 1982. En efecto, la deuda externa que se había estado acumulando desde el inicio de los programas de estabilización y con particular intensidad hacia el final de los mismos al tratar los distintos gobiernos -infructuosamente- de defender sus estrategias cambiarias; se transformó en una carga insoportable al aumentar dramáticamente la tasa real de interés externa relevante para este conjunto de países (o sea la tasa externa nominal deflactada por la inflación de su canasta de bienes comerciables).

Respecto al shock externo mucho se ha hablado y escrito; aunque lamentablemente muchas veces la discusión no se centró sobre bases teóricas objetivas y serias -sobre todo a nivel de discusión doméstica- sino que tomó la forma de un "sacarse o atribuirse responsabilidades" respecto a lo que fue el manejo macroeconómico de los años 1979-82.

Poniendo las cosas en perspectiva, parece claro a esta altura de los acontecimientos que dicho fenómeno existió y que en ese período asistimos a un cambio impresionante en la tasa real de interés recibida por las economías del Cono Sur dada la suba en la tasa nominal internacional y sobre todo debido a la espectacular caída de los precios de los bienes comerciables producidos

por estos países. Que el shock externo fue de una magnitud muy importante y de una permanencia que fue difícil de cuantificar en su momento; nos parece que es algo que a esta altura de los acontecimientos debería quedar fuera de discusión.

Este, creemos que es uno de los caminos que deberían explorarse con sumo cuidado a los efectos de tratar de desentrañar las causas del fracaso estrepitoso de las políticas de estabilización en Argentina, Chile y Uruguay, ya que es un factor cuya importancia fue mucho mayor de la que originalmente se pensara.

Dado que una economía que pretenda integrarse a la economía mundial tanto en el mercado de bienes y de servicios como de capitales estará inexorablemente sujeta a ese tipo de shocks externos a las tasas de interés y los niveles de precios externos que se manifiestan en cambios en las tasas reales de interés domésticas; una cuestión crucial que surge es si existen mecanismos que permitan mitigar o aún eliminar el efecto de tales shocks externos.

Estas cuestiones se estudiaron inicialmente en la literatura que analizó el problema de la transmisión de perturbaciones bajo distintos sistemas cambiarios; y luego más recientemente en el cuerpo de literatura que se concentró en el estudio del "manejo óptimo del tipo de cambio". De esta línea de investigación surge que -al menos al nivel de abstracción teórica con el que inevitablemente se trabaja- es posible aislar a la economía doméstica de los shocks a las tasas de interés y precios externos utilizando sofisticadas reglas monetarias o de indexación de salarios en las cuales se utilizan como indicadores de esas reglas de política a las distintas variables nominales del sistema económico (tipo de cambio, tasas de interés, niveles de precios, etc). Ejemplos de este tipo de enfoque están dados por Aizenman y Frenkel (1985), Turnovsky (1984, 1985) y Santo (1986),

entre otros. La implementación práctica de dichas sofisticadas reglas de política es un aspecto que no está considerado en suficiente detalle por dicha literatura, como tampoco lo está la obtención de estimaciones confiables de los distintos parámetros estructurales de la economía y de la estructura estocástica de los distintos shocks que afectan los valores óptimos de las reglas de política. Aún tomando en cuenta estas limitaciones, es posible extraer conclusiones cualitativas de dicho análisis que muestran la posibilidad de aislar más o menos en forma completa a la economía doméstica de los shocks a las tasas externas de interés y a los precios externos.

Otra forma para aislar a la economía doméstica en mayor o menor medida de shocks a la tasa de interés real externa viene dada por la posibilidad de cerrar la economía sea por el lado de la cuenta capital (con lo cual la tasa nominal doméstica quedaría completamente desligada de la internacional) o por el lado de la cuenta corriente (con lo cual los precios domésticos quedarían desligados de los precios externos).

Obviamente esta es una alternativa mucho más costosa porque implicaría perder las ventajas que se derivan sea de la integración en el mercado de bienes (o sea las economías de escala derivadas de la especialización internacional del trabajo y las ganancias del comercio) o de la integración en el mercado de capitales (o sea la posibilidad de independizar la senda óptima del gasto doméstico en consumo e inversión del comportamiento del producto interno, manteniendo la restricción de solvencia intertemporal de que nadie puede gastar más que su riqueza).

Finalmente, uno podría pensar en utilizar a la política fiscal como un instrumento a los efectos de reducir los efectos del shock a la tasa real externa recibida mediante una política de impuestos o subsidios que

tiendan a aumentar o disminuir la tasa real de interés doméstica según sea el caso. Así, cuando estamos en presencia de un "boom" en el precio de las materias primas uno podría pensar en utilizar impuestos que ya sea reduzcan el precio interno recibido por los agentes domésticos o eleven la tasa de interés nominal por encima de la internacional de forma de evitar un "recalentamiento" de la economía. Cuando los precios se encuentran deprimidos, subsidios a la tasa de interés o a los mismos precios de los productos ayudarían a disminuir la severidad de la recesión al disminuir la tasa real de interés percibida. En la medida que se trate de problemas tan solo de algunos sectores; este tipo de acciones de política fiscal podrían resultar incluso más efectivas y menos costosas que otro tipo de acciones de política que afectarían a toda la economía como podría ser la política monetaria.

La posibilidad de efectuar ese tipo de compensaciones a través de política fiscal resulta muy atractiva, aunque varios puntos pueden hacerse al respecto. En primer lugar, la pregunta obvia que uno debería hacerse es porqué el sector privado, que en definitiva es el afectado por dichos shocks externos no es capaz de realizar dicha compensación por si mismo (i.e. "ahorrar" parte del shock positivo para cuando éste cambie de signo). Ello lleva inevitablemente a que para efectuar dicho tipo de política fiscal compensatoria las autoridades económicas deberían tener superior información respecto a la naturaleza exacta, magnitud y permanencia del o de los shocks afectando a la economía. Aún suponiendo que así fuera; no resulta para nada claro que lo óptimo sea que el gobierno lleve a cabo la política compensatoria; ya que éste podría dar al sector privado su superior información respecto al shock afectando a la economía y éste podría -quizás más eficientemente- realizar los ajustes pertinentes.

A modo de conclusión, digamos que una economía pe-

queña y abierta al mundo exterior inexorablemente estará sujeta a shocks externos en el mercado de bienes y de capitales que se manifestarán en cambios en la tasa real de interés recibida desde el resto del mundo. En el caso específico de los países del Cono Sur; estos efectos se presentaron con particular intensidad durante el período 1979-82; y si adoptamos la visión de que la política antiinflacionaria implementada ya de por sí implicaba un ciclo de "boom" inicial y recesión al final (por ejemplo siguiendo la línea de explicación de Rodríguez); dicho comportamiento de la tasa real externa contribuyó a exacerbar el ciclo expansivo inicial y la fase recesiva final. Ex-post resulta claro que la condiciones externas en las cuales se desarrolló el intento de estabilización no fueron las más propicias para lograr el objetivo de abatir la inflación. Podría argumentarse en este sentido que la elección de la estrategia antiinflacionaria no fue la más feliz, al haber acentuado el ciclo económico en estos países. Si la estrategia antiinflacionaria se hubiera basado en un control de la cantidad de dinero con tipo de cambio flexible, la particular configuración del shock externo hubiera atenuado en lugar de acentuado el ciclo económico de estos países; ya que al ciclo interno generado por la política monetaria restrictiva de recesión inicial y expansión al final se superpondría al ciclo externo de expansión al comienzo y recesión al final (dado el particular comportamiento de la tasa real de interés externa durante el período). Desde este punto de vista, quizás pueda argumentarse que -dada la particular configuración del shock externo recibido durante el intento de estabilización- la estrategia inflacionaria basada en el control de la cantidad de dinero podría haber tenido mayores probabilidades de éxito. Al nivel de especulación teórica en que estamos trabajando -dado que obviamente no se puede volver a reescribir la historia- cabría señalar también que dicha opción de política alternativa podría haber llevado a un largo período recesivo que podría haber minado significativamente la confianza en la estrategia estabilizadora; si el efecto

recesivo de la política monetaria hubiera sido muy intenso y el shock externo se hubiera hecho sentir con más fuerza en la etapa final en que las tasas reales de interés aumentaron espectacularmente.

El punto de toda esta discusión es tratar de focalizar la atención sobre un aspecto que lamentablemente en su momento no fue entendido en toda su dimensión y cuyos efectos fueron minimizados. El cambio espectacular en las tasas reales de interés recibidas por estas economías no es simplemente una creación teórica para defender o minimizar errores en el manejo macroeconómico durante las experiencias de estabilización (sobre este punto volveremos más adelante) sino que es algo muy tangible y que está bien documentado; y un fenómeno cuyos efectos se han sentido hasta el momento actual (aunque por suerte durante el último año parece haber cambiado de signo).

Una correcta apreciación de este fenómeno y de sus conexiones con lo ocurrido durante el período de estabilización es un paso fundamental que debe darse no sólo para entender lo que pasó entonces sino para calibrar los desarrollos económicos posteriores. Negar la existencia de dichos shocks externos en una economía que pretenda integrarse en forma seria a los mercados internacionales de bienes y de capital; es simplemente desconocer la realidad y puede llevar a cometer gruesos errores en el manejo de la política económica doméstica.

VI. LAS INCONSISTENCIAS INTERNAS EN EL MANEJO DE LAS POLITICAS DE ESTABILIZACION Y LIBERALIZACION

Desarrollos recientes en la teoría de la política macroeconómica han enfatizado condiciones necesarias para que dichas políticas sean efectivas para estabilizar los niveles de producto y empleo. Dichos factores incluyen la distinción entre acciones de política anticipadas

y no anticipadas; la importancia de la información incompleta respecto a la particular naturaleza, magnitud y permanencia de los shocks que desplazan el equilibrio del sistema económico; la existencia de contratos nominales que fijan los valores de precios y salarios durante un intervalo finito de tiempo, etc. Aparte de dichos factores, hay otros elementos que juegan un rol fundamental en cuanto a la credibilidad de la política o políticas implementadas (aspecto que lamentablemente no ha recibido suficiente atención en la literatura) como lo son sin lugar a dudas la consistencia interna e intertemporal de las políticas.

Este problema de las inconsistencias internas en las políticas aplicadas en Argentina, Chile y Uruguay ha sido sumamente debatido, habiendo llegado diferentes autores a la conclusión de que hubo serios errores en el manejo macroeconómico durante los procesos de estabilización. Los puntos que más se han resaltado en la literatura que ha estudiado esta problemática son:

a) Una excesiva confianza por parte de las autoridades en el manejo del tipo de cambio como el instrumento principal para abatir la inflación. Se pensó que usando alguna versión más o menos elaborada de la "paridad de los poderes de compra" se podría bajar sistemáticamente la inflación doméstica independientemente de cual fuera el manejo de la demanda agregada.

Lo que se critica básicamente es el excesivo énfasis puesto en el efecto que sobre las expectativas del público generaría la política de reducción gradual de la tasa de devaluación. Como se recordará este era el punto crucial de la estrategia usada en las "tablitas"; ya que la reducción de la tasa de devaluación abatiría la tasa de inflación doméstica por la vía directa de una menor inflación en el sector de bienes comerciables y por la vía indirecta que sobre las expectativas de inflación en el sector de bienes no comerciables generaría dicho cam-

bio en la inflación esperada en el sector comerciable dada la relación única que en equilibrio existe entre ambos tipos de bienes.

En la medida que las expectativas de los agentes en el sector de bienes no comerciables tuvieran cierta inercia y no se adecuaron rápidamente, el proceso de abatir la inflación podría verse enlentecido. Es más, esta falta de flexibilidad en la tasa de inflación doméstica podría incluso generar un "boom" inicial que en lugar de hacer bajar la tasa de inflación en impacto la aumentara. Además, la relación de equilibrio entre bienes comerciables y no comerciables es algo que se da para una relación ingreso-gasto dada. Cambios o shocks a dicha relación ingreso-gasto hacen variar dicho precio relativo de equilibrio y entonces afectan la convergencia de las tasas de interés doméstica con la internacional. Todos estos factores pueden contribuir a acentuar cambios en los precios relativos (i.e. "atraso cambiario") que en definitiva terminan por minar en forma importante la credibilidad en la política implementada. Es por ello que solamente con el manejo del tipo de cambio no alcanzaría para lograr el objetivo de hacer converger la inflación doméstica a la internacional. En este sentido una política de manejo de demanda agregada de tipo restrictivo (a través de la política fiscal) es un complemento indispensable a la política cambiaria para lograr abatir la inflación; ya que ello quitaría buena parte de la presión de demanda en el sector de bienes no comerciables acelerando la convergencia de la tasa de inflación en ese sector.

La crítica central pues es al abuso de la "paridad de los poderes de compra" como el elemento central para abatir la inflación; sin tomar en cuenta que la existencia de un sector de bienes no comerciables con una compleja dinámica propia puede retardar apreciablemente el proceso de convergencia hacia el nuevo equilibrio.

b) Otro de los puntos que ha sido duramente criticado como una de las fallas más notorias del manejo interno de la política macroeconómica durante los procesos de estabilización está constituido por el problema de los "múltiples numerarios" que surge al fijar el gobierno simultáneamente varias variables cruciales de la economía como ser salarios; tarifas públicas y tipo de cambio.

Es ya un hecho reconocido por la inmensa mayoría de la profesión económica que el gobierno a lo sumo puede fijar un sólo "numerario" al sistema económico de forma tal de darle un ancla a los valores nominales de las distintas variables; ya sea el numerario la cantidad de dinero, el tipo de cambio, los salarios nominales o alguna otra variable que esté bajo el control del gobierno y que puede servir las funciones de numerario. La elección entre las distintas alternativas dependerá básicamente de los costos alternativos y del control efectivo que el gobierno puede hacer de cada uno de los distintos candidatos a numerario.

Lo que evidentemente no se puede hacer es fijar el valor de más de una variable en términos nominales porque lo que ahí se estaría fijando es el valor real de las variables (por ejemplo el valor en dólares de las tarifas públicas o los salarios); y a menos que dicho valor real se fijara en los niveles de equilibrio la situación se volvería insostenible en el largo plazo.

La fijación de salarios y tarifas públicas a un nivel superior al que la pauta cambiaria permitiría puede haber contribuido en forma importante a la generación del desequilibrio en los precios relativos que terminó en el atraso cambiario; sea porque los valores iniciales de las variables no eran los adecuados o porque hubo inconsistencias en sus tasas de crecimiento.

c) Un punto que ha sido intensamente señalado como uno

de los errores cruciales en el manejo macroeconómico en el caso chileno especialmente está dado por la existencia de un mecanismo de indexación total por inflación pasada en el momento en que se fijó el tipo de cambio. Con una inflación que en esos momentos andaba en alrededor de 30% anual; ello implicó una caída del tipo de cambio real en ese mismo guarismo casi que se fijó el tipo de cambio; ya que toda dicha inflación acumulada se trasladó a salarios a través del mecanismo de indexación vigente. La existencia de términos de intercambio favorables para los sectores comerciables chilenos en esos momentos permitió absorber ese importante aumento de salarios en términos de dólares; pero una vez que la coyuntura internacional cambió la situación se hizo insostenible.

La existencia de este tipo de mecanismos de indexación que ajustan salarios y otros precios en base a la inflación pasada es algo que debe tenerse muy en cuenta cuando se diseña una estrategia antiinflacionaria; ya que es uno de los mecanismos principales por medio de las cuales se le quita flexibilidad al nivel de precios y a la tasa de inflación al perpetuar la inflación pasada. Una política que tiende a reducir la tasa de inflación en presencia de este tipo de contratos de indexación puede generar importantes distorsiones en los precios relativos que en definitiva pueden terminar acabando con el intento de estabilización.

Además; como lo señala la extensa literatura sobre indexación que se desarrolló a partir del trabajo pionero de Jo Anna Gray (1976); el tener indexación completa contra inflación pasada resulta óptimo sólo en el caso de que los cambios en el nivel de precios son consecuencias de fenómenos monetarios. Si ello no es así y en cambio los factores prevaletentes que actúan son shocks a la oferta y demanda de bienes, entonces el grado óptimo de indexación es menor al 100% a los efectos de poder permitir los necesarios ajustes de los salarios reales

como consecuencia de los cambios en la productividad marginal del trabajo que dichos shocks generan.

Dado que en la realidad tenemos operando simultáneamente shocks reales y monetarios, resulta claro que nunca resulta óptimo la existencia de indexación completa de salarios frente a la inflación pasada que fija el valor de los salarios reales.

Para concluir este punto, digamos que el éxito de la estrategia antiinflacionaria está inversamente relacionado con el grado de indexación respecto a la inflación pasada existente en la economía; y que este es uno de los puntos principales que se debe cambiar al iniciar la lucha inflacionaria de forma tal de evitar perpetuar el efecto de arrastre que surge por el mecanismo de indexación.

d) Otra inconsistencia que ha sido señalada, particularmente en el caso de la experiencia argentina, viene dada por la incompatibilidad entre el nivel del déficit fiscal y la tasa de devaluación preanunciada. El problema está vinculado al hecho de que la tasa de devaluación preanunciada generaba una tasa de inflación insuficiente para recaudar el monto de "impuesto inflacionario" requerido para financiar dicho nivel de déficit. Dado que es imposible seguir financiando permanentemente el déficit fiscal con endeudamiento, dicha incompatibilidad implicaba que tarde o temprano la pauta cambiaria debería ser abandonada (obviamente los que sostienen esta argumentación dan poca probabilidad a la reducción de la brecha fiscal para hacerla compatible con dicha pauta cambiaria).

e) Algunos han señalado como un problema el hecho de que los programas de estabilización "mandaron" las señales incorrectas sobre la viabilidad y el futuro de las reformas comerciales que se iniciaban en esa época en Argentina y Uruguay (en Chile el mercado de bienes había sido liberalizado mucho antes).

Como viéramos al considerar el orden apropiado de liberalización, el éxito de la reforma comercial está directamente ligado al hecho de conseguir inicialmente una depreciación del tipo de cambio real que facilitara la movilización de recursos y aumentara la rentabilidad del sector exportador. Por otro lado, también vimos que las estrategias antiinflacionarias que casi como norma conduce a un período inicial de apreciación del tipo real de cambio; por lo que ello sería inconsistente con el objetivo de consolidar la reforma comercial y la credibilidad en el éxito de la misma se vería notoriamente disminuída. Había por tanto una incompatibilidad entre el objetivo de liberalizar y el de estabilizar.

VII. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo ha sido el de analizar a grandes rasgos cuáles han sido los principales problemas asociados a las políticas de estabilización y liberalización adoptadas por los países del Cono Sur en la década de los 70 con el ánimo de extraer enseñanzas que puedan resultar útiles para los conductores de la política económica en el futuro.

Los principales resultados que han sido obtenidos en el análisis de los distintos puntos son los siguientes:

a) Respecto al fenómeno del atraso cambiario, resulta claro que no es una propiedad intrínseca de la adopción de un sistema tabular de cambios como instrumento antiinflacionario. Más bien diríamos que es la regla cuando se está en un programa antiinflacionario sea éste basado en un control de la cantidad de dinero o en el manejo del tipo de cambio. Ello es consecuencia de ciertas rigideces que impiden que la economía pueda moverse ins-

tantáneamente del equilibrio inflacionario al nuevo equilibrio sin inflación y que se manifiestan en que el nivel de precios y la tasa de inflación sean variables que se mueven lentamente y con inercia propia.

En un mundo sin fricciones y con total flexibilidad; donde hay completa credibilidad y entendimiento de las políticas sería posible en principio hacer pasar a la economía de un equilibrio al otro sin que se produzca el fenómeno de atraso cambiario cuando se estabiliza usando un sistema tipo "tablita" y existe perfecta movilidad de capitales. A medida que nos vamos alejando de esas condiciones ideales; la posibilidad de que exista el fenómeno de atraso cambiario se acrecienta.

Hay otro punto que muchas veces se olvida y es que el atraso cambiario no necesariamente es algo malo en sí mismo ya que puede tratarse de un fenómeno de equilibrio. En efecto, shocks a la oferta de bienes no comerciables o al nivel de gasto deseado se traducen en cambios en los precios relativos de los bienes no comerciables a los efectos de equilibrar el mercado de bienes domésticos.

Estos cambios en el tipo de cambio real son necesarios a los efectos de restaurar el equilibrio económico general y no sólo no son algo malo en sí mismo sino que además resultaría ilusorio y desastrozo tratar de evitarlos. No ocurre lo mismo con los movimientos en el tipo de cambio real que se dan como consecuencia de rigideces en el sistema económico; y aquí el punto básico es cómo lograr minimizar el efecto de dichas rigideces eliminando sistemas de indexación con respecto a la inflación pasada, contratos nominales y otros factores que perpetúan situaciones heredadas del pasado inflacionario que justamente se quiere eliminar.

De más está decir que la distinción entre ambos tipos de movimiento del tipo de cambio real -aquellos que

corresponden a un fenómeno de equilibrio y aquellos que no- es en la práctica muy difícil ya que requeriría un conocimiento muy preciso de la naturaleza exacta de los shocks afectando a la economía.

b) Respecto al orden adecuado de liberalización de las cuentas corriente y de capital; el análisis sugiere que el orden cuenta corriente primero cuenta de capital después sería el adecuado tanto desde el punto de vista microeconómico como del macroeconómico. Desde este último punto de vista resulta fundamental contar con el arbitraje internacional de bienes a los efectos de ponerle un techo efectivo al movimiento de precios durante la lucha antiinflacionaria; al poder contar con la oferta externa de bienes y servicios para evacuar eventuales presiones de demanda. Desde el punto de vista microeconómico, la presunción es también que dicho orden de liberalización es el adecuado dado que es el que minimizaría los costos en términos de bienestar de la apertura. Lamentablemente la experiencia chilena, que siguió casi al pie de la letra dicho orden no permite ser muy tajante al respecto al no mostrar ésta resultado dramáticamente superiores a los de las experiencias de Argentina y Uruguay que siguieron el orden inverso (al fin de cuentas como lo señalara Edwards el destino de los tres países fue similar al comienzo de la década de los 80). Por tanto este es un punto sobre el cual es necesario continuar investigando a los efectos de poder establecer en forma más rigurosa las ventajas e inconvenientes de distintos órdenes alternativos.

c) En lo que hace referencia a los efectos externos operando durante los programas de estabilización, resulta claro que los mismos se desarrollaron durante un período particularmente turbulento en lo que el comportamiento de las tasas de interés y precios de las materias primas se refiere. Dado que una economía pequeña y abierta estará sujeta sistemáticamente a dichos shocks, resulta obvia la importancia de invertir recursos para

tratar de determinar la verdadera naturaleza, alcance y magnitud de los shocks afectando a la economía a los efectos de tomar las medidas correctivas apropiadas.

d) Las distintas inconsistencias internas que se han señalado están indicando caminos que obviamente no deberían volver a transitarse en el futuro. Otro aspecto que debe tenerse presente es conservar la suficiente flexibilidad en la política de forma de ir adaptándola a las cambiantes circunstancias que se puedan ir presentando (sin que ello implique entrar en la discrecionalidad pura). En este sentido la "mistificación" del instrumento tipo de cambio (aunque obviamente es algo que se aplica en general) constituyó un elemento negativo al retardar la toma de medidas que podrían haber paliado en algo la situación de deterioro económico que se estaba viviendo.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Aizenman, Joshua y Frenkel, Jacob A. (1985) "Optimal Wage Indexation, Foreign Exchange Market Intervention and Monetary Policy". American Economic Review 75 (1985): 402-423.
- Buffie, Edward F. (1983): "Price - Output Dynamics, Capital Inflows and Real Appreciation". Mimeo. Department of Economics, University of Pennsylvania, Philadelphia.
- Calvo, Guillermo (1982): "Real Exchange Rate Dynamics with fixed Nominal Parties: On the Economics of Overshooting and Interest - Rate Management with Rational Price Setting" Discussion Paper N° 162 -Department of Economics, Columbia University, New York.
- (1983): "Trying to Stabilize: Some Theoretical Reflections based on the Case of Argentina". In Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries, ed: Pedro Aspe Armella, Rudiger Dornbusch and Maurice Obstfeld. Chicago: University of Chicago: University of Chicago Press.
- (1982): "Staggered Contracts and Exchange Rate Policy". Discussion Paper N° 129, Columbia University, New York.
- Días Alejandro, Carlos F. (1981): "Southern Cone Stabilization Plans": In Economics Stabilization in Developing Countries: ed. William R. Cline and Sidney Weintraub. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS (continuación)

- Dornbusch, Rudiger (1982): "Stabilization Policies in Developing Countries: What have we Learned?" World Development 10 (Sep).
- (1983) "Remarks on the Southern Cone". IMF Staff Papers (Marzo 1983).
- (1984): "External Debt, Budget D ficits and Disequilibrium Exchange Rates". NBER Working Paper N  1336
- Edwards, Sebastián. (1984) "The Order of Liberalization of The Current and the Capital Accounts of the Balance of Payments" NBER Working Paper Series N  1507, Noviembre 1984.
- Frenkel, Jacob A. (1982) "The Order of Economic Liberalization: Discussion". In K. Brunner y A. H. Meltzer (eds). Economic Policy in a World of Change. (North Holland 1982).
- (1983) "Remarks on the Southern Cone". IMF Staff papers (Marzo 1983).
- Gray, Jo Anna. (1976) "Wage Indexation: A Macroeconomic Approach". Journal of Monetary Economics 2 (1976): 221-35.
- Harberger, Arnold C. (1982): "The Chilean Economy in the 1970's: Crisis, Stabilization, Liberalization, Reform". In Carnegie-Rochester Conference - Series on Public Policy vol. 17. Amsterdam: North-Holland.
- Khan, Mohsin S., and Roberto Zahler (1983): "The Macroeconomics Effects of Change in Barriers to Trade and Capital Flows: A Simulation Analysis". In IMF Staff Papers 30 (June).
- Krueger, Anne. O. (1983) "Trade and Employment in Developing Centries" - (University of Chicago Press. (1983).
- Mc. Kinnon, Ronald J. "The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina". en K. Brunner y A. Meltzer (eds), Economic Policy - in a World of Change (North Holland 1982).
- Mussa, Michael (1982). "A Model of Exchange Rate Dynamics" in Journal of - Political Economy.
- Mussa, Michael (1984): "The Theory of Exchange Rate Determination" in John F. Bilson and Richard C. Marston (eds), Chicago, University of Chicago Press.
- Obstfeld, Maurice (1984): "The Capital Inflows Problem Revisited: A Stylized Model Of Southern - Cone Disinflation" NBER Working Paper N  1456.
- and Kenneth Rogoff (1984): "Exchange Rate Dynamics with Sluggish Prices under Alternative Price - Adjustment Rules". Int'l. Economic Review (25) (Februry).
- Obstfeld, Maurice (1984): "Capital Flows, the Current Account and the real exchange rate: Consequences of Liberalization and Stabilization" Discussion paper Series N  271, Columbia University.
- Rodríguez, Carlos (1982): "The Argentine Stabilization Plan of December 20th." World Development 10 (Sept).
- Santo, Michela. (1986): "Optimal Wage Indexation and Monetary Policy in a Small Open Economy with Non-traded Goods". Tesis doctoral, Universidad de Chicago, Agosto 1986.
- Stockman, Alan C. (1983): "Real Exchange Rates under Alternative Nominal Exchange-Rate Systems" Journal of International Money and Finance 2 (August).
- Turnovsky, Stephen. (1984) "Exchange Market Intervention Under Alternative Forms of Exogenous Disturbances". Journal of International Economics 17 (1984): 279-297.
- (1985) "Optimal Exchange Market Intervention: Two- Alternative Classes of Rules". En Jadgeep S. Bhandari (ed.), Exchange Rate Management Under Uncertainty. Cambridge MIT Press, 1985. Pags 55-72.
- Van Wijnbergen, Sweder (1983): "The Crawling Peg, Capital Flows and the Real Exchange Rate in LDC's." Mimeo. The World Bank, Washington D.C.