

LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACION
ALGUNAS EXPERIENCIAS RECIENTES EN LATINOAMERICA

Ricardo López Murphy
FIEL

Buenos Aires, Enero de 1994

INDICE

I.	Introducción	1
II.	El objetivo de estabilización	1
III.	Las razones para estabilizar	2
IV.	Los requisitos del programa de estabilización	4
V.	El diseño del plan	5
	V.1. Políticas de demanda y oferta	5
	V.2. Algunos requisitos básicos	8
VI.	Las dificultades institucionales	9
VII.	Algunos problemas recientes	11
VIII.	Experiencias comparadas	14
	VIII.1. Argentina	14
	México	18
	Chile	20
	Uruguay	22
	Referencias bibliográficas	25
	Cuadros	29 a 45

A los efectos de la publicación en los Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, se han omitido los cuadros y las referencias bibliográficas. Los mismos se encuentran a disposición en la Fundación FIEL.

I. Introducción

En este trabajo se procurará hacer un conjunto de reflexiones sobre los programas de estabilización en Latinoamérica analizando un marco conceptual general y algunas experiencias aplicadas, que por sus características, permitan ilustrar los puntos realizados.

La visión presentada será de un "policy maker" enfatizando los aspectos que, en general, la experiencia ha indicado como los más conflictivos u opinables.

Luego de una breve elaboración conceptual sobre las razones que llevan a los gobiernos a librar un gran esfuerzo para alcanzar el objetivo de estabilidad y la definición de éste, el trabajo se concentra en los requisitos e instrumentos normalmente utilizados.

Las consideraciones de dificultades institucionales o de problemas preexistentes que sólo se aprecian en su magnitud real en un clima de estabilidad, concentra otra parte de las reflexiones.

Concluyendo con la elaboración conceptual, se presentan algunos problemas recientes que han aparecido asociados a planes que en otros aspectos han alcanzado un éxito relevante.

Finalmente, se presentan las experiencias comparadas de Argentina, México, Chile y Uruguay.

Resulta inevitable que por la brevedad del documento, en cada uno de los aspectos sólo se remarquen los puntos que para el autor del trabajo resultan sobresalientes.

II. El objetivo de estabilización

En los programas de corto plazo normalmente hay tres objetivos competitivos entre sí, como son la estabilidad del nivel general de precios, la tasa de crecimiento de la economía y el equilibrio de pagos externos.

En general, cuando nos referimos a los planes de estabilización lo hacemos focalizando, principalmente, el nivel general de precios. Objetivamente, sin embargo, se reconoce que tal propósito no puede ser logrado en un contexto de prolongada recesión ni de desequilibrio de los pagos externos. En alguna medida lograr la estabilidad requiere que el nivel de actividad se acerque luego de un plazo, a su nivel tendencial, así como que las cuentas externas permitan visualizar que su evolución no requiera ajustes traumáticos.

La demanda de activos financieros, ya sea dinero, bonos o depósitos, estará muy condicionada a que se aprecie la viabilidad de la situación planteada. En gran medida el éxito de los programas de estabilización requiere la normalización de los mercados de capitales, y muy difícilmente ello sea posible sin un equilibrio en la política de corto plazo.

La cuestión de la estabilización requiere reconocer la naturaleza de la inflación como un fenómeno monetario en el sentido estricto: para su verificación se requiere la convalidación monetaria.

No procura esta apreciación reeditar un viejo debate en Latinoamérica entre estructuralistas y monetaristas, ya que no toma posición en el mismo en el sentido esencial de la discusión sobre qué generó la inflación, si fue un desequilibrio monetario inicial o presiones de costo, shock externo y rigideces de precios relativos, fenómenos de indexación, etc. La afirmación se refiere exclusivamente a la necesidad de variar continuamente la base monetaria para transformar un alza de precios en un proceso inflacionario.

El segundo aspecto importante, es reconocer la naturaleza fiscal de la inflación. El impuesto acrece a algún sujeto, en gran medida mejora patrimonialmente al Estado. Como la definición lo implica ello no requiere una situación de déficit en el sentido corriente, sino un desequilibrio que se financie emitiendo dinero. Así por ejemplo, la imposición inflacionaria podría ser utilizada para abatir deuda interna, externa, acumular reservas o acreencias sobre el sector privado vía préstamos. Naturalmente, la mejora patrimonial implicará hacia el futuro una menor necesidad de imposición.

La caracterización monetaria y fiscal de la inflación, refiere entonces necesariamente, a la necesidad de establecer un nuevo régimen en ambas materias para poder estabilizar.

III. Las razones para estabilizar

El lanzamiento de los planes de estabilización, en general, ha provocado resistencias a los mismos por el ajuste que llevan implícito. Así, por ejemplo, la experiencia revela que se producen en algunos casos caídas en el nivel de actividad, en el salario real y una elevación de las tasas de interés real.

A pesar de la resistencia que algunos grupos sociales ejercen, los gobiernos, sin embargo, se embarcan en esfuerzos denodados para superar la alta inflación y ello debe ser fuertemente apoyado.

Las razones que motivan este comportamiento son las siguientes:

La comparación que normalmente se hace es la del período de estabilización con períodos previos. Esa metodología es inadecuada. La comparación correcta es la conjetural: qué hubiera ocurrido de no llevarse a cabo el esfuerzo de normalización. Las traumáticas experiencias de la hiperinflación en la Argentina, Bolivia, Perú y Nicaragua, con el efecto destructivo que tuvieron sobre el nivel de actividad, salario real e inversiones, exime de abundar en argumentos.

En segundo lugar, conviene reconocer que las altas tasas de inflación que han experimentado los países de América Latina han

implicado el deterioro del sistema de precios como asignador de recursos. Ello ocurre por el incremento de la variabilidad de los precios relativos, con la desmejora informativa que significa y el mayor riesgo que trasmite. A su vez la pérdida de la nominalidad ha diluido la memoria comparativa, al ser irrelevantes los precios pasados para la contrastación, perdiendo de este modo un elemento vital para la competencia interna. La opacidad informativa inflacionaria ha creado elementos cuasimonopolistas en mercados, que por su naturaleza, deberían ser altamente competitivos.

En tercer lugar, la mega inflación destruye las distintas funciones de la moneda doméstica (unidad de cuenta, reserva de valor, medio de transacción) forzando su reemplazo, en el mejor de los casos, por una moneda extranjera por la cual la economía debe entregar gratuitamente recursos y, en el peor de los casos, en episodios hiperinflacionarios, bloqueando las transacciones (cómo cuando en la Argentina se suspendían las ventas por cuanto no había precios). La aguda desmonetización causa una pérdida de recursos y bienestar que sólo es percible en su totalidad para los que han vivido el fenómeno: las colas enormes en los bancos, el tiempo gastado en arbitrajes, en remarcar precios, en formular presupuestos, etc.

En cuarto lugar, debe citarse la grave regresividad del impuesto inflacionario. No necesita abundamiento demostrar el diferencial de acceso a coberturas antiinflacionarias, ni el efecto desvalorizante sobre las reservas para transacciones, que constituye un componente patrimonial sustancial de los sectores más pobres en relación a otros sectores sociales, causado por la inflación. La estafa que esta imposición genera degrada el clima social, desmoralizando el esfuerzo ciudadano.

En quinto lugar, la inflación deteriora la calidad del sistema tributario, en particular, de aquellos impuestos que tienen un componente de progresividad más acentuado, agravando el punto señalado previamente.

En sexto lugar, los mercados más afectados son los que tienen que ver con el crecimiento, como la inversión, capitales y financiamiento. La volatilidad de precios, la destrucción de la intermediación financiera, la pérdida de relevancia de los estados contables e informativos, generan un vaciamiento de las posibilidades de crecimiento. Esto agrava la desmoralización ya señalada, por cuanto lo único que se sabe es que mañana será peor.

Por último, cabe señalar que el carácter de impuesto no legislado que tiene la inflación va tiñendo de ilegitimidad toda la actividad pública, y finalmente obliga a enfrentar el desborde inflacionario.

Por estas razones, a pesar de todas las dificultades y la debilidad institucional, finalmente los gobiernos lanzan un programa estabilizador.

IV. Los requisitos del programa de estabilización

El cierre de la brecha fiscal, como se desprende de la explicación anterior, es el primer componente del programa estabilizador.

Naturalmente, para ser eficaz, el mencionado cierre fiscal tiene que tener carácter permanente, ya que si los factores utilizados son transitorios no generarán la credibilidad necesaria e impedirían la operación de fuerzas que cooperan y piramidán la estabilización (una rápida monetización, la caída de las tasas de interés y una ampliación del financiamiento que permita la recuperación de la actividad económica). La transitoriedad transmite la fragilidad que ha acompañado a algunos ensayos de estabilización y que han explicado en gran medida su fracaso, a pesar de ser inicialmente desarrollados con gran virtuosismo técnico (Plan Austral). En general, la brecha fiscal a cerrar tiene un carácter recurrente que debe ser enfrentado por recursos de similares características.

En segundo término, hay que recrear la nominalidad. Esto es, fijar una magnitud nominal que resulte invariante a la evolución de las restantes variables económicas. Dicho en otros términos, que ellas no sean argumento de su tasa de variación.

El ancla nominal podrá asumir distintas características. En general se tiende a elegir una variable que claramente se encuentre bajo control de la autoridad monetaria.

Las opciones han sido: la oferta de dinero o el tipo de cambio. La variable elegida y la tasa de cambio de la misma debe ser esencialmente sostenibles. Ello está determinado en gran medida por la situación fiscal y por la compatibilidad con el resto de las políticas nominales. Así, por ejemplo, resulta poco conveniente un anclaje que implique tasas reales de interés extravagantes.

En general, la preferencia en la mayor parte de los procesos de estabilización ha sido por un tipo de cambio fijo. Ello se ha debido a que el largo proceso de inflación y la alta sustitubilidad de monedas (currency substitution) hace muy difícil poder adoptar un target monetario como criterio central. El proceso de monetización podría dar lugar a una fortísima apreciación real, con graves consecuencias para los sectores que compiten con el resto del mundo, así como afectar seriamente al sector financiero, por las altas tasas de interés que ello supondría. Un tipo de cambio fijo permite que los agentes económicos establezcan endógenamente el nivel de moneda local deseada, evitando requerir un grado de flexibilidad extrema al nivel general de precios, con la dificultad que ello supone para los salarios y el gasto público nominal.

Un punto extraordinariamente importante, es que el nivel fijado para otras variables nominales, así como su tasa de variación, sean congruentes con el ancla elegida. Aquí hay dos guarismos singularmente importantes, uno de ellos es el total de gasto público y otro es el salario nominal. Resulta difícil pensar que es sostenible el anclaje cuando las variaciones nominales de estas variables exceden ampliamente la inflación internacional relevante

y el aumento de productividad (en general el fracaso ha estado asociado a este problema). Debe prestarse también singular atención al nivel inicial, ya que no alcanza con el criterio de que sea financiable por una alta tributación a la inversión hundida. Resulta esencial que a las tasas impositivas establecidas existan ganancias y posibilidades de inversión.

Un punto que a veces se subestima, es que el proceso de ajuste estabilizador acompaña la necesidad de corregir un fuerte desequilibrio externo causado por un exceso de absorción. En general, la fracción más contractiva del ajuste se debe a este último problema. La inflación, sobre todo en su variante de mega e hiperinflación, tiene un impacto de destrucción del funcionamiento económico, por lo tanto, su abatimiento debería ser reactivante (ello ha sido muy notorio en la Argentina).

En un trabajo publicado hace varios, años M. Blejer y N. Liviatan, señalaron que normalmente los procesos de estabilización vienen acompañados, en las etapas iniciales, de una caída en el salario real y un alza en la tasa de interés real.

Con relación a lo primero, cabe señalar que conviene distinguir entre poder adquisitivo y salario real en la inflación del tipo mega, ya que el deterioro que se produce entre el momento de devengamiento y percepción a estas tasas de inflación es muy significativo. En consecuencia, corresponde corregir el efecto normal de receso que produce la caída del salario, por la desaceleración del crecimiento del gasto nominal en relación a los precios implícitos en la oferta agregada, de este otro componente estadístico.

En cuanto a la tasa de interés, cabe señalar que el efecto será tanto más significativo cuanto menor sea la credibilidad. La distinción entre ex-ante y ex-post es muy relevante aquí. En general, la desaceleración inflacionaria ocurre más rápido que lo previsto y ello induce tales tasas. Este problema es muy significativo si existe una importante deuda interna. Una de las razones del menor ajuste relativo de la Argentina es que el proceso hiperinflacionario eliminó prácticamente la deuda interna. A su vez, esto condicionó el plan mexicano y chileno, así como las experiencias del Plan Austral, Primavera y BB (primer ensayo estabilizador de Menem).

V. El diseño del plan

V.1. Políticas de demanda y oferta

Normalmente los planes de estabilización se organizan en base a políticas de control de la demanda agregada. Por medio de ella se reduce la tasa de crecimiento del gasto nominal, procurando aproximarse a la tasa de crecimiento del producto real.

El énfasis en las políticas de demanda se debe en gran medida a que resulta más fácil cuantificarlas, establecer metas y controles sobre ellas y son fácilmente percibibles por la opinión pública, la

prensa especializada y los organismos internacionales que en estas circunstancias normalmente deben prestar su apoyo. Los compromisos son relativamente simples de establecer cuando ellos implican metas cuantificables y esto es imprescindible cuando la condicionalidad fuerza a actores domésticos y externos, como ocurre cuando simultáneamente se debe reestructurar el financiamiento.

Debe señalarse, sin embargo, que crecientemente han adquirido una nueva dimensión las políticas de oferta.

Naturalmente, nadie piensa que con el crecimiento de la producción se pueden corregir inflaciones de tres dígitos o más. La popularidad de las políticas de oferta se debe a otros factores. La persistencia de alta inflación y una incorrecta organización económica fue generando una profunda distorsión e inflexibilidad, que de no ser removidas, podrían incrementar de una manera sustancial el costo de la estabilización.

Así, entre las políticas de oferta se pueden citar:

a) Flexibilidad

Esto se refiere tanto a la movilidad de factores como a sus precios para adecuarse a la nueva composición de la estructura de demanda.

Ello es esencial en materia laboral (contratación, entrenamiento, polivalencia funcional, características del contrato de trabajo) así como en cuanto a disponibilidad y derechos sobre el capital. Aquí muchas veces se subestima lo atrasadas que son las legislaciones sobre sociedades y quiebras que impiden una rápida reestructuración de la producción.

b) Eliminar distorsiones

Los comportamientos poco competitivos y fuertemente subsidiados de una economía cerrada y altamente inflacionaria, implican un menor potencial de actividad y adaptación que se vuelve muy transparente con la estabilidad. Si no se corrige este efecto, la capacidad para adecuarse a la nueva estructura de demanda es mínima y muy probablemente exagere la subutilización de recursos que la desaceleración del crecimiento del gasto nominal implica.

c) Protección

Uno de los mecanismos más utilizados para obtener flexibilidad, competencia y recursos fiscales es estatizar los impuestos que se encuentran privatizados por la protección excesiva. En general, ello ha permitido dotar a la economía, mediante un arancel bajo y uniforme, de una estructura de producción que se adapta a la demanda interna y externa y permite reasignar con rapidez los recursos cuando cambia el nivel de absorción doméstica. Resulta muy posible que en las economías pequeñas de la región, esta reforma sea la más complementaria con el proceso de estabilización. Aún en las economías más grandes ello facilita enormemente el diseño y

control del programa de estabilización al imponer una poderosa autodisciplina. No debe olvidarse que luego de muchos años de desorden e inflación no se sabe bien cuáles son los precios relativos adecuados. Tomar unos cuantos de ellos del resto del mundo simplifica la tarea de coordinación.

d) Inercia y desindexación

Este es, quizá, uno de los componentes de políticas de oferta más analizados en la literatura. Corregir la estructura de contratos es inevitable y hoy es aceptado de un modo general por la profesión. Romper la memoria del pasado es un requisito sine qua non del éxito estabilizador. Más aún, la subsistencia de requisitos constitucionales de indexación rezagada, es quizá la explicación de porqué Uruguay no estabiliza a pesar de sus cuentas fiscales y monetarias.

e) Políticas de ingreso

En general se las presenta en el mismo acápite que la temática inercial. Sin embargo, resulta, a mi entender, distinta. El caso es la coordinación de la evolución de remuneraciones y precios controlados o regulados luego del momento inicial de estabilización. El punto a reconocer aquí es que siempre hay política de ingresos. En algunos casos explícita, en otros implícita. La clave es reconocer que la misma procurará evitar un procedimiento iterativo de acercamiento al equilibrio macroeconómico con un fuerte costo en términos de receso. No se puede pretender por ella distribuir el ingreso. Esto, en última instancia, es una cuestión de la política fiscal. La congruencia de la política de ingresos con la política cambiaria es, quizá, el test principal para observar la viabilidad del ajuste estabilizador. Su impacto sobre las expectativas es muy grande y debe prestarse a ello singular atención.

f) Reconversión

Un aspecto crítico de los programas de estabilización recientes en América Latina ha sido un proceso de reconversión muy fuerte de sus estructuras institucionales y administrativas. En ese marco de nueva regulación es que debe entenderse el proceso de privatización, con tres facetas importantes: i) la menor manipulación de precios y subsidios hacia el futuro, y por tanto, menor déficit; ii) la previsibilidad de un conjunto de actores que van a sentir un fuerte compromiso con la estabilidad y su éxito, y finalmente iii) la posibilidad de utilizar los recursos de la venta para servir de puente en el cierre fiscal de corto plazo o en la normalización de la deuda externa.

Un aspecto esencial en la estabilización es la credibilidad. Como es natural, éste es un parámetro difícil de definir y cuantificar. Resulta laborioso de construir y, como la reputación, se puede perder en un instante.

En palabras del Secretario Aspe, se requiere probar que esta vez va en serio. Resulta conocido que esa afirmación es compleja de ser creída tanto a nivel personal como colectivo, en particular, luego de varios fracasos previos en una temática similar.

La evidencia comparativa muestra que resultan esenciales a la construcción de la credibilidad, la consistencia y lógica interna del programa: el carácter, reputación y cohesión del equipo técnico designado y, por último, el apoyo político que se exprese tanto en opiniones como en hechos.

Una muestra decisiva de estas características estará en la congruencia entre los anuncios y la práctica concreta, en la viabilidad que las medidas sugeridas a nivel técnico tengan en cuanto a factibilidad instrumental y sustento político. Inicialmente el programa de reordenamiento va a ser testeado y desafiado. No deben quedar dudas sobre su irreversibilidad.

Otro punto decisivo para construir la credibilidad es la transparencia, informativa. En la duda, es natural que los fondos más líquidos actúen con singular temor y apuesten al fracaso. La opacidad es enemiga del éxito estabilizador. Todo esfuerzo que se haga en exhibir la mayor cantidad de información y con la más amplia cobertura posible, tanto más ha de ayudar a afianzar el esfuerzo si; este está bien encaminado.

V.2. Algunos requisitos básicos

En secciones previas se señaló que luego de varios años de crisis inflacionaria resulta difícil tener una noción de normalidad.

En general, lo factible es pensar un cierre de programa expresado en moneda extranjera. Ello refleja dos cosas esenciales, en primer término, un mecanismo sencillo de corrección inflacionaria que permite homogeneizar los datos de diferentes períodos de tiempo. En segundo término, reconocer el rol de insumo del gasto público en el proceso productivo y la viabilidad que el mismo debe tener en una economía abierta (no se puede financiar cualquier nivel de gasto público).

Una vez calculadas las erogaciones e ingresos a un tipo de cambio, conviene incorporar los ingresos netos provenientes de eliminar subsidios y restricciones cuantitativas al comercio, así como la generalización de bases imponibles e igualación de tasas. Este ejercicio debería permitir cerrar la brecha fiscal. Si ello no es posible hay que utilizar otra relación salario\tipo de cambio.

Calibrado el cierre fiscal (relación salario, tipo de cambio, impuesto) cabe pasar al problema nominal, esto es, la relación base monetaria\reservas externas.

Allí, en general, se debe reconocer que una baja relación inicial (altos niveles de reservas) crean un espacio importante al comienzo, al costo de un salto traumático inicial. El alto impuesto

inflacionario de partida permite, en general, disfrutar de una menor tasa de interés y de una menor vulnerabilidad a los movimientos de capitales. La construcción de un mayor respaldo con fuerte esfuerzo fiscal, si bien alivia el trauma inicial de la corrección, se traduce en una continua incertidumbre y altos intereses internos que conspiran con el cierre fiscal si hay deuda interna, y con el nivel de actividad y la recaudación tributaria, si la deuda es marginal. Naturalmente, el trauma inicial puede ser muy significativo si además se requiere una corrección real importante para cerrar el déficit fiscal. Estas reglas, de cualquier manera, dependerán de la realidad concreta de cada país y de su historia monetaria previa.

Lo que surge como muy complejo en las experiencias de estabilización, es que luego del esfuerzo inicial y despejada la grave opacidad de la inflación, se percibe con toda claridad una realidad que en muchos casos es particularmente desagradable.

Así por ejemplo, los bajos salarios reales que economías muy descapitalizadas e ineficientes implican, la baja competitividad de la actividad doméstica, los problemas de pobreza extrema, se vuelven muy visibles y generan requerimientos incompatibles, en general, con la disciplina macroeconómica. Los desequilibrios regionales y sociales deben tener, en esa perspectiva, un diagnóstico y un programa para lidiar con ellos, de modo de evitar que se geste una antinomia entre el esfuerzo estabilizador y los requerimientos de la sociedad política.

Otro elemento de signo contrario, que luego trataremos en detalle pero que debe figurar en un plan contingente, es que se recree el optimismo y el retorno de capitales genere presiones muy delicadas sobre los precios relativos. En este sentido, un overkill fiscal y un control cuidadoso de la expansión crediticia doméstica es vital.

VI. Las dificultades institucionales

En general, todo el planteo realizado parte de una economía con una estructura institucional muy simplificada y atemporal.

En los hechos, las cuestiones institucionales y la historia vuelven muchos más complejo el diseño del programa estabilizador. Muy brevemente desarrollaremos tres aspectos de esta problemática.

a. La cuestión de los países federales

En los países federales existen, en general, tres niveles de gobierno (federal, provincial y local) entre los cuales se verifican transferencias que en algunos casos están vinculadas a la recaudación, y donde los desequilibrios de niveles inferiores de gobierno repercuten en el nivel federal y en su autoridad monetaria. En principio, un diseño adecuado de la organización federal preveerá la responsabilidad macroeconómica para el gobierno central, desvinculando del ciclo económico, las transferencias a gobiernos estatales y locales, así como sus

políticas de endeudamiento.

En los hechos, gran parte de la corrección a realizar es justamente esta tarea. Si las transferencias están vinculadas a la recaudación y las bases tributarias también tienen un comportamiento cíclico, es muy probable que gran parte del esfuerzo de mayores ingresos se diluya en esta filtración.

Este tipo de problema podría tentar a diseñar malos instrumentos con la finalidad de evitar el problema del federalismo. En alguna medida corregir esta disfuncionalidad es vital a un manejo ordenado de la cuestión macroeconómica. En particular, es convenientes descentralizar las decisiones de gasto lo más posible de modo de utilizar al máximo el principio de correspondencia fiscal (cada decisión de gasto marginal debe ser financiada por la comunidad local que lo recibe). Ello permite resolver la desproporción existente entre bases tributarias y responsabilidades de gasto.

b. La cuestión de la seguridad social (Régimen Previsional)

En la gravedad de la crisis inflacionaria uno de los sectores que soporta el ajuste es el régimen de seguridad social.

Allí se acumulan atrasos en los pagos, postergación en los retiros, inviabilidad actuarial. Una vez alcanzada la estabilización de precios, este problema surge con toda crudeza a la superficie, y por su magnitud y características puede volver inviable el equilibrio fiscal. Piénsese que, por ejemplo, en Uruguay se ha calculado que el desequilibrio actuarial del sistema es 200% del PBI (en algunos países de Europa se supera ese guarismo). Su dimensión excede cualquier problema normal de endeudamiento público.

Un programa para resolver esta cuestión es crucial, sobre todo porque por sus características conspira contra el ahorro agregado, vital para la modernización de las economías y la normalización de los problemas de empleo.

La solución posible debe evitar altísimas tasas de imposición personal divorciadas de contraprestación, así como perseverar en la definición de derechos viables actuarialmente. Restablecer la formalidad, así como una lectura apropiada de la restricción presupuestaria intertemporal es vital para el saneamiento económico, y para evitar desconfianza sobre el plan de estabilización. En particular, conviene que el arreglo institucional omita la utilización de deudas implícitas.

c. El overhang de deuda externa

La existencia de deudas públicas desproporcionadas en términos del producto y de las exportaciones, con un valor de mercado muy por debajo del valor facial, con la acumulación de importantes atrasos o permanentes renegociaciones, se vuelve un bloqueo muy importante

para el diseño de un programa que permita estabilizar y relanzar la inversión. En los hechos, la tasa de interés implícita en la deuda pública libre de impuesto, vuelve inviable la inversión. Por esta razón, en general, los planes de estabilización han venido acompañados de un programa mayor de reestructuración del endeudamiento externo que despeja tanto el horizonte fiscal como el costo implícito para invertir. La clave de la cuestión es que el arreglo externo corone y consolide el esfuerzo interno.

En general, la solución requiere una intensa cooperación de los organismos multilaterales de los países más desarrollados (tesorerías y autoridades monetarias), e implica un sistema de apoyos condicionados que brinda una garantía adicional al flujo de capitales.

Esto resulta vital a la credibilidad del programa y a reponer los "credit rating" necesarios para financiar la inversión y la expansión del comercio.

VII. Algunos problemas recientes

En realidad, las secciones anteriores han sido escritas con un propósito de establecer en trazos gruesos la caricatura de los programas de estabilización. Ello refleja en gran medida aprendizajes de la experiencia de los ochenta y comienzos de los noventa.

Resulta útil, sin embargo, enfatizar algunos problemas recientes que los planes de estabilización han experimentado vinculados a las peculiares condiciones externas en los que se han desarrollado y a la maduración de una serie de rasgos propios de alto impacto en la evolución futura de la región.

a. La sobrevaluación cambiaria

Un rasgo común a los países y programas de estabilización en Latinoamérica ha sido la fuerte sobrevaluación cambiaria, que será referida en el análisis de las experiencias individuales. La explicación preferida por las autoridades domésticas ha sido el fuerte renacer de la confianza debido a la aptitud y pertinencia de los planes aplicados. Una explicación alternativa es que las circunstancias mundiales, el proceso de sobreendeudamiento en las economías más desarrolladas, produjo una declinación de sujetos solventes de crédito que generó una abundancia de recursos disponibles que derrumbó las tasas de interés a nivel mundial, lo cual no sólo facilitó dramáticamente el ajuste latinoamericano (habría que ver cuántos planes Brady hubieran sido posibles a las tasas de interés de la década de los 80) sino que hizo sumamente atractivo invertir en papeles provenientes de dichos países.

Este singular proceso lúcidamente descrito en G. Calvo, L. Leiderman and C. Reinhart (1993 a) generó altos ingresos de capital que en economías con una política protectiva, intensa e insuficientemente utilizada, se tradujo simultáneamente en una

fuerte sobrevaluación que acompañó un proceso lento de crecimiento de déficit en cuenta corriente. Si no existiera esa fuerte estructura proteccionista, el problema de los ingresos de capitales sería menos relevante. Primero, porque no hubiera habido el atraso cambiario experimentado, y en segundo lugar, porque no dependería el nivel de actividad interno exclusivamente de la absorción doméstica. Los bienes producidos por los productores domésticos podrían ser exportados sin dificultad al resto del mundo. Ello no ocurre con la estructura de protección de algunos de estos países, y ésta es quizá la principal incógnita sobre el futuro.

El impacto hipotético sobre el que se especula en el caso de amenguar los flujos de capitales y aumentar la tasa de interés, es el efecto directo sobre el gasto público. Sin embargo, el principal problema va a ser la fuerte reestructuración de la demanda agregada, y su efecto sobre los recursos públicos, la mayor dificultad. No debe olvidarse que en general, la recaudación interna está estructurada sobre la absorción interna, y la actividad industrial tiene limitaciones serias para reorientar su producción en los mercados mundiales.

b. El bajo ahorro agregado

Los programas de estabilización han venido acompañados de una recomposición de los flujos de ahorro externo y de un debilitamiento estructural de la acumulación interna.

Diversas hipótesis se pueden ensayar para conjeturar la razón de lo sucedido. En primer término, la caída del impuesto inflacionario que afectaba principalmente a los sectores de ingresos más bajos y de mayor propensión al consumo y su reemplazo por impuestos que ha afectado la capacidad de ahorro de la población, tiene que haber incidido en el coeficiente de ahorro global (se ha trasladado tributación de las familias hacia las empresas).

El otro aspecto que ha operado transitoriamente es que en los procesos hiperinflacionarios se había postergado el consumo de manera masiva para reconstruir la posición privada de derechos contra el resto del mundo. Cuando se apreció el retorno de la normalidad, esta posición prevista para emergencias extremas se fue reduciendo, y es posible que el exceso de consumo sea un rasgo transitorio del proceso. Una forma sofisticada de este efecto ha sido que una fracción significativa de la deuda pública externa era propiedad de los ciudadanos de los países en default. La recuperación entonces produjo un "wealth effect" muy grande con la impresionante revalorización de los títulos.

El tercer punto de explicación potencial, es que ha habido una caída en el precio relativo de los bienes de inversión, y la magnitud real de la misma no ha decaído. Ello se aprecia en la comparación a precios corrientes y a precios constantes, así como en el gran encarecimiento de los servicios, en términos de bienes (los servicios son muy intensivos en mano de obra).

El cuarto factor, sólo aplicable en algunos casos, es el fuerte crecimiento de las erogaciones en seguridad social que por su naturaleza, incrementan fuertemente la propensión al consumo agregado. En el caso de Argentina, ello se ve acentuado por la cancelación de deuda de haberes previos en una magnitud muy significativa, financiado con la venta de bienes de capital público.

c. El problema financiero

La fuerte expansión de los mercados financieros que acompañó los procesos de estabilización y un crecimiento muy significativo del endeudamiento privado a tasas de interés extraordinariamente elevadas, es un motivo de preocupación hacia el futuro.

Resulta cierto que la participación de la deuda privada en el PBI es muy reducida y que las experiencias previas vividas han extremado la cautela de los operadores económicos. Las reformas a nivel del marco regulatorio del sistema financiero y la propia experiencia de la banca internacional y de los mercados de capitales han generado una evaluación de riesgos más prudente que en el pasado reciente.

Sin embargo, el ritmo de crecimiento de la financiación, y en particular el alto costo al que se realizó, permite señalar una nota de advertencia. La posibilidad de que exista "distress borrowing" a nivel de la banca pública, o un insuficiente nivel de previsionamiento en la banca privada es una cuestión que debería concentrar la máxima atención de los policy maker. En alguna medida la adopción extrema de las recomendaciones de Basilea va en ese sentido.

Una pregunta inevitable es porqué los agentes económicos se endeudaban a tasas excepcionalmente elevadas. Una razón puede haber sido la falta de credibilidad en el programa en marcha. Otra, las altísimas rentabilidades generadas en el boom de consumo que se desató con la estabilización y, finalmente, la idea más importante, a pesar de su alto costo, de que estas tasas revelan una caída dramática del costo de capital en relación al soportado en los períodos de mega inflación y fuga de capitales.

En cualquier caso, el surgimiento de agencias de rating y calificación de riesgo, un esfuerzo no visto previamente de research en las empresas que cotizan y un cuidado regulatorio mayor, deberían evitar el transtorno de principios de los ochenta, que tuvo en los sectores financieros el meollo del fracaso de los planes de estabilización.

VIII. Experiencias comparadas

VIII. 1. Argentina

En este caso es importante recuperar la historia. La mayor parte de las personas adultas no recuerdan un período de estabilidad prolongado. La desmonetización había alcanzado niveles extremadamente bajos y la sustitución de monedas había hecho habitual que las operaciones de transacción más elementales se realizaran en moneda extranjera. Las pérdidas de los agentes económicos que operaban en pesos había alcanzado magnitudes difíciles de encontrar en la experiencia comparada.

En ese marco se lanzó el plan de convertibilidad que en esencia implicó fijar por ley el tipo de cambio (perdiendo, así, la capacidad de devaluar sorpresivamente) y establecer un respaldo pleno de la moneda (convertibilidad en divisas extranjeras y en bonos en moneda extranjera valuados a precios de mercado). Ello implica la imposibilidad de financiar tanto al sector público no financiero como al sistema bancario, que en el pasado habían recibido enormes transferencias del Banco Central.

En los hechos, la convertibilidad significó renunciar a dos instrumentos muy poderosos del pasado, el impuesto inflacionario y la flexibilidad de la política cambiaria. Ello implicaba hacia el futuro, equilibrio fiscal o, lo que es prácticamente lo mismo, financiación no inflacionaria del desequilibrio (con el tiempo ambos conceptos podrán diverger, pero para ello falta tiempo). Asimismo, la ausencia de los masivos redescuentos que han sido usados intensamente para atenuar la crisis financiera en el pasado. En relación a la flexibilidad, obligaba a que frente a cualquier shock externo, el ajuste se hiciera en los precios y salarios domésticos al estilo del gold standard.

El punto crucial era la idea de que el ancla monetaria determinaba la parte fiscal y que el poder político iba a realizar las correcciones necesarias para imponerla.

Esta transformación fue posible, entre otras razones, por cuanto la crisis había alcanzado un extremo que permitió remover gran parte de las restricciones institucionales y superar las coaliciones antireforma del pasado.

La estabilización estuvo acompañada de una dramática reestructuración económica que afectó la inserción en el mundo, la propiedad estatal, el financiamiento y toda la organización económica.

En lo que sigue, y de una manera muy breve, repasaremos las principales reformas y reestructuraciones:

- La cuestión federal. La eliminación del déficit fiscal, a diferencia de los programas de estabilización del pasado se iba a realizar utilizando los impuestos tradicionales (ampliando la base, eliminando desgravaciones, generalizando el withholding), enfatizando la reducción de evasión y la mejora en la

administración tributaria.

La dificultad de esta estrategia era que el Tesoro Nacional sólo recibía el 42% del incremento de la recaudación, ya que el resto se dirigía a provincias por el mecanismo de coparticipación ampliando simultáneamente el gasto. Ello explica, a su vez, porqué en los planes de estabilización del pasado se utilizaban impuestos a la exportación y sobretasas en las tarifas públicas que no son legalmente transferibles a las provincias.

El mecanismo utilizado para resolver este problema fue transferir con leyes sucesivas responsabilidades de gasto federal a las provincias, y afectar recursos de la masa coparticipable para financiar el sistema de seguridad social.

Este procedimiento permitió superar una grave limitación institucional del pasado. Ello revela, además de singular lucidez, un poder político de magnitud enorme (el oficialismo controlaba 2\3 de la Cámara de Senadores).

• La deudas pendientes. Aquí hay tres aspectos a enfatizar: a) La deuda externa. b) La deuda interna. c) La seguridad social.

a) La Argentina estuvo prácticamente en mora de sus pagos externos desde 1982 y cesó totalmente los mismos con la banca privada en abril de 1988, comenzando con pequeños pagos en junio de 1990 (una fracción menor de los intereses). Se acumularon importantes atrasos en los pagos externos, más de 8.0 billones de dólares. La resolución de este problema se encuadró dentro del esquema del Plan Brady e implicó la colaboración de los organismos multilaterales del Club de París y de instituciones financieras del Japón. Ese acuerdo se logró luego de haber alcanzado un nivel de control de la situación inflacionaria y fiscal muy considerable, y de haber recibido el apoyo del FMI para un plan de facilidades extendidas. El éxito alcanzado en esta área consolidó y afianzó las expectativas favorables. En particular, permitió definir con claridad el sacrificio futuro a realizar y a capitalizar para el país cualquier esfuerzo adicional que se hiciera.

b) La deuda interna. En el proceso hiperinflacionario, el primer rubro que se dejó de pagar fue toda la deuda a proveedores, subsidios impositivos y aún devolución de impuestos por exportaciones. Esa deuda fue consolidada a marzo de 1991 y refinanciada a 16 años en bonos de consolidación que por un largo período no pagaba intereses ni servicios de capital (período de gracia). Otra parte de deuda fue refinanciada con otros bancos también a mediano plazo. En gran medida, ello operó como un financiamiento forzoso que restringió el gasto en un modo extremo, al menos hasta que la deuda se hizo líquida (se emitieron los papeles). Un punto que conviene recordar, es que en las cuentas fiscales argentinas muchas de estas erogaciones no se hallan consideradas en la flujos anuales. Esto es, las mediciones de déficit no contemplan las variaciones de deuda (siendo particularmente significativo para la seguridad social).

c. La seguridad social. Aquí se verificaban tres tipos de problemas que el programa debía encarar. En primer término, el hecho de que se habían pagado beneficios previsionales inferiores a los establecidos por ley y ello acumulaba deudas y demandas judiciales. La deuda calculada por este concepto alcanzó algo así como 7 billones de dólares a marzo de 1991. En segundo término, se encontraban las nuevas deudas que se devengaban por incumplimiento de la legislación previsional, y por último el desequilibrio actuarial del sistema que agravaba esa situación año a año. Las cuestiones primera y segunda fueron resueltas con dos consolidaciones de deuda, por las cuales se les pagó a los jubilados con bonos a diez años con seis de gracia, tomando la deuda acumulada a marzo de 1991 y a septiembre de 1992, normalizando los pagos a partir de octubre de 1992, con la afectación de la recaudación coparticipada.

Adicionalmente, se capitalizó el sistema con parte de las acciones en poder del Estado de la venta empresas públicas y una fracción del impuesto a las ganancias. Ello debería permitir la resolución de los juicios en trámite en la justicia.

En tercer lugar, se ha realizado una reforma previsional que cuando se encuentre en steady state, eliminará la deuda actuarial, y que permite el cumplimiento de los compromisos previsionales sin exigir tasas extravagantes de contribución sobre la nómina salarial.

Entre las reformas cruciales realizadas por el gobierno argentino cabe distinguir, en primer lugar, la normalización tributaria. En segundo lugar, la recomposición de la cultura presupuestaria. En tercer lugar, la reforma de la seguridad social. En cuarto lugar, la normalización del endeudamiento interno y externo. En quinto lugar, los nuevos marcos regulatorios. En sexto lugar, las privatizaciones.

Un dato sorprendente de todo el esfuerzo estabilizador comparado con otras experiencias, es el bajo superávit primario del sector público. Ello se debe, en primer término, a que la larga experiencia inflacionaria e hiperinflacionaria prácticamente liquidó el endeudamiento interno. En segundo término, la deuda externa tampoco es muy significativa medida en términos del PBI, aunque sí lo sea en relación a las exportaciones. Este bajo superávit primario no ha sido, en todo caso, neutro. En gran medida explica la fuerte sobrevaluación de la moneda doméstica al no actuar compensatoriamente. Ello se ve agravado si se incorpora como gasto la normalización de la deuda de la seguridad social. En tal caso, no hay ni superávit primario. Ello permite a su vez explicar cómo han permanecido altos spreads de endeudamiento con los títulos internacionales, a pesar de ingresos de capitales netos superiores a las exportaciones por más de dos años consecutivos.

La agenda pendiente en reestructuración productiva y apertura, todavía es muy significativa, y aquí es quizá donde se encuentra el punto más débil del plan.

La información cuantitativa que se va a incluir, tanto en esta experiencia como en las otras, sólo procura ilustrar algunos de los comentarios realizados.

- En la tabla 1 se describe la situación del sector público no financiero. Sólo hacia 1993 el superávit primario sin recursos de capital permitía hacer frente a las intereses del endeudamiento.

En la tabla 2, con algunas diferencias metodológicas, se tratan los mismos conceptos (los intereses se registran sobre otra base). Se aprecia la recuperación de la recaudación, el crecimiento del gasto en seguridad social y de las transferencias a las provincias. Otro aspecto notable es la caída del peso de las empresas públicas, así como la declinación de la inversión pública, por el proceso de privatización. El otro resultado llamativo, es la caída del déficit del Banco Central, por menor endeudamiento neto. El balance primario es muy reducido, en particular si se corrige por los ingresos de capital.

En la tabla 3 se presenta una serie de impuestos legislados y el impuesto de emisión (impuesto inflacionario y señoría). Lo más destacable es la fuerte expansión del IVA y la gran caída del impuesto al comercio exterior y de emisión. Compárese, en especial, estos últimos en el plan austral y en el de convertibilidad.

En la tabla 4 se presentan los indicadores de monetización, donde se observa la fuerte destrucción del sistema financiero local y el fuerte descenso de la velocidad que ocurrió con la estabilización.

En la tabla 5 se presentan las tasas de inflación al consumo. Sólo dos años, en los primeros 15 consignados, la tasa de inflación fue inferior al 100%, y ello sólo ligeramente.

En la tabla 6 se observa el problema mencionado del ahorro nacional. La caída de casi 10% del PBI está en la base de la debilidad del proceso de acumulación y desequilibrio externo.

En la tabla 7 se presenta la "real effective exchange rate". La fuerte apreciación de la estabilización se vincula a la caída del ahorro nacional y a la apreciación del dólar respecto de otras monedas en los últimos dos años.

En la tabla 8 se presentan los guarismos del comercio exterior. En él sobresalen la caída de los términos de intercambio y el fuerte aumento de volumen de las exportaciones en la década de 1980. En la tabla 9, complementaria de la anterior, se observa que los precios nominales de exportaciones de 1991 fueron 33% inferiores a los de 1981, con las tasas nominales de interés de la década, esto exige de mayores comentarios sobre el shock externo.

En la tabla 10 se presenta una estimación del resultado de la venta de activos públicos, a los que si se suman los pasivos transferidos y se calcula el face value de la deuda, alcanza a algo más de 25.500 millones de dólares.

En la tabla 11 se presenta el gasto público medido en el valor del ancla monetaria corregido por tamaño de la economía y tasa de inflación internacional. La fuerte revaluación cambiaria y la caída del ahorro está vinculada a la muy fuerte expansión del gasto público, que además se concentró en la seguridad social (para agravar más esta cuenta no se imputan los pagos por deuda consolidada y venta de YPF).

En la tabla 12 se presentan algunas comparaciones de tipo de cambio, que ofrece la sensación tan habitual cuando se visita Buenos Aires, de un país muy caro en dólares.

México

A diferencia de la Argentina, México tuvo una experiencia de un largo proceso de estabilidad consolidado a principios de los cincuenta que se mantuvo muy firme hasta comienzos de los setenta, cuando se comenzó a cambiar con grave costo un rumbo que en algunos aspectos había sido exitoso. La tasa de crecimiento y la estabilidad monetaria fueron muy llamativas durante ese proceso, y le permitieron al país escalar posiciones significativas en comparación a la experiencia argentina.

La ruptura de la política de equilibrio presupuestario a principios de los años setenta colapsó finalmente en la devaluación de 1976 y el inicio de un proceso de inflación que se viera agudizada por el alto endeudamiento y déficit fiscal incurrido a fines de los setenta y comienzos de los ochenta. Ese desarrollo condujo al descontrol de 1981\82 que se tradujo en fuertes devaluaciones y en la cesación de pagos de agosto de 1982.

En diciembre de dicho año, fue lanzado un programa de corrección del desequilibrio que implicó un largo proceso de saneamiento del desajuste fiscal. Ello se tradujo tanto en una recomposición de la capacidad tributaria como en una reducción del nivel de gastos, que llevó a reconstituir fuertemente el superávit primario. La tarea de normalización fiscal se vio agravada por shocks de distinto tipo, como fueron el terremoto de 1985 y la dramática caída de los precios del petróleo en 1986.

El largo reajuste fiscal concluyó con el pacto de solidaridad económica lanzado en diciembre de 1987, que se tradujo en un rápido proceso de estabilización, donde se combinaron un férreo ajuste ortodoxo, con distintas medidas heterodoxas de acuerdo en las políticas de precios y salarios, acompañados de un proceso muy fuerte de apertura económica (tarifa máxima 20%).

La reforma estructural mexicana ha sido enorme, y ello comprende la reestructuración de su sistema impositivo, la apertura de la economía, la privatización de empresas públicas, la renegociación de la deuda externa dentro del Plan Brady, con quitas y reescalonamiento.

La reforma impositiva consistió en la generalización de impuestos

reduciendo la tasa marginal a 35% para el income tax. Se introdujo un impuesto a los activos como pago a cuenta del income tax. La clave de la reforma estuvo sin embargo, en la administración tributaria, donde por primera vez también se registró un sistema de auditoría intenso y también por primera vez, se perseguía penalmente la evasión (whereas between 1929 and 1988 there were only two criminal indictments, for fiscal evasion, between 1989 and 1991 there were more than 200 resolution sentences all of them implying imprisonment). Un factor básico fue un special tax scheme for capital repatriation (aproximadamente 10 billones fueron repatriados con este mecanismo).

La magnitud del proceso de privatización está dada por cuanto de 1155 firmas bajo control público, 992 fueron transferidas, significando más de 15 billones de dólares y un cuarto de millón de empleados transferidos. Debe señalarse que gran parte del crecimiento del sector empresarial público se había verificado entre 1970 y 1982.

Esta reforma fue vital para consolidar el programa de estabilización, en tanto permitió rescatar deuda interna, abatir las subsidencias y reducir los subsidios ocultos para fortalecer la posición fiscal.

Los rasgos contrastantes con la experiencia argentina son la persistencia de una tasa de inflación significativa, el nivel excepcional de superávit primario y una menor reacción de crecimiento económico, probablemente debido a un fuerte deterioro de los términos de intercambio y a la alta tasa de interés doméstica.

La permanencia inflacionaria y la alta tasa de interés deben estar vinculadas al sistema cambiario adoptado, que implica un ritmo de devaluación y una banda de fluctuación que requieren una mayor tasa de interés e implica un mayor impuesto inflacionario. Ello, a su vez, provee un way out que el sistema argentino carece.

Como ocurrió en el caso de la Argentina, las tablas aquí presentadas sólo procuran ofrecer un panorama y servir de referencia a los argumentos utilizados en el texto.

En la tabla 13 se presentan los indicadores fiscales, de los cuales el más impactante es el Primary Deficit, que prácticamente tiene una modificación de casi 15% del PBI entre 1982 y 1990.

En la tabla 14 tenemos los indicadores complementarios del sector público, donde se destacan la recuperación de los recursos tributarios, la caída de los gastos corrientes y los intereses de la deuda externa, que prácticamente se reducen a la mitad. Los gastos financieros internos están afectados por la medición inflacionaria, por lo cual su caída en términos reales está sobreestimada.

En cualquier caso, la carga de intereses quintuplica el peso de los

intereses en Argentina, y ello explica el diferente esfuerzo de superávit primario a realizar (el costo de tener a Pemex en lugar de rescatar deuda).

La tabla 15 nos brinda una muy rica información sobre la evolución de los agregados monetarios (M4\GPD) conjuntamente con la evolución del GDP, la tasa de inflación, las tasas nominales de interés, el impuesto inflacionario y el crédito al gobierno. Obsérvese, en particular, la destrucción que genera el aumento del impuesto inflacionario a comienzos de los setenta, así como cae su rendimiento marginal en términos de tasa de inflación. Tasas de inflación de 20% en los setenta generaban ingresos de 4% del GDP, en los noventa sólo generan 0.4% del GDP. El otro aspecto a destacar es el enorme esfuerzo necesario para recomponer la situación inflacionaria de los 50 y los 60. A pesar de todo lo hecho, no alcanza.

La tabla 16 presenta las relaciones de inversión y ahorro. En la comparación se observa que México mantiene un nivel de ahorro interno significativo que le ha permitido generar un ritmo de inversión elevado aún cuando ello se ha expresado en un bajo nivel de crecimiento per cápita.

En la tabla 17 se presenta la "real effective exchange rate", que muestra una significativa caída con respecto a medidas de los ochenta, pero que a diferencia de la Argentina se mantiene elevada respecto de 1970.

En la tabla 18 se presenta el balance de pagos, así como indicadores de volúmenes de las exportaciones e importaciones y la relación de intercambio. Cabe destacar aquí, el dramático aumento del ingreso de capitales que ocurre sin desequilibrio fiscal y el fortísimo deterioro de los términos de intercambio.

En la tabla 19 se presenta la evolución del sector paraestatal en México, donde se observa el dramático crecimiento de la década del 70 en el universo de entidades estatizadas.

En la tabla 20 se observa el resultado del proceso de privatización. El monto del mismo alcanzó a niveles superiores a 5% del GDP.

Chile

Durante un período muy prolongado, Chile figuró como uno de los países de alta inflación en Latinoamérica. Tanto es así que allí, y sobre su experiencia, se libraron las primeras discusiones entre monetaristas y estructuralistas.

Esta historia de alta inflación se desbordó en un proceso de características hiperinflacionarias durante el gobierno de Salvador Allende, donde el déficit alcanzara, finalmente, un porcentaje de casi 30% del PBI y los desequilibrios habían generado una crisis de

abastecimiento generalizada.

En los hechos esa situación de desborde fue afrontada durante 1974-1975 durante el primer tramo del gobierno militar, con un choque de características ortodoxas, que si bien pudo normalizar el flujo de bienes y financiar el sector externo, no logró reducir sustancialmente la tasa de inflación interna. La razón que la literatura ofrece es la persistencia de un sistema indexatorio y, en particular, la necesidad de reponer la solidez patrimonial del Estado gravemente afectada al comienzo de la década. La persistencia de la tasa de inflación en niveles sumamente elevados y la consolidación de la evolución macroeconómica (balanza de pagos, control fiscal, nivel de actividad) dio lugar al segundo esfuerzo de estabilización lanzado hacia 1978 con el sistema de preanuncio cambiario. Si bien con este esquema se logró desacelerar la tasa de inflación, ello fue al costo de una gran apreciación cambiaria y un fuerte déficit en la cuenta corriente, que finalmente colapsó en crisis en 1982. Luego de un proceso muy traumático de corrección durante 1983 y 1984, hacia 1985 se consolidó un esfuerzo de estabilización sobresaliente en América Latina hacia fines de la década, debido no sólo a la caída en la tasa de inflación sino también a la rápida recuperación de las inversiones, al mantenimiento de la paridad real del tipo de cambio y a un vigoroso crecimiento de las exportaciones. Todo ello tiende a volverse más auspicioso, por cuanto el país ha logrado transcurrir por dos difíciles transiciones políticas y el proceso económico se mantiene sólido luego de más de ocho años de crecimiento.

El elemento crucial detrás de este resultado es una férrea disciplina fiscal que permitió aprovechar gran parte del crecimiento para hacer espacio a la inversión y las exportaciones, y supo ahorrar masivamente los mejores términos de intercambio del final de la década de los ochenta.

En general, el mantenimiento en términos reales del gasto público y salario real, permitió que la expansión económica aliviara la carga sobre el sector privado vía menores impuestos, mayor nivel de empleo y más espacio para el financiamiento de las inversiones, que gozaron de tasas de interés muy bajas en términos comparativos con otros países de América Latina.

La debilidad que permanece es que la tasa de inflación no ha podido ser abatida a niveles internacionales, y ello probablemente esté vinculado a un proceso de indexación muy generalizado a nivel de los mercados de bienes y de capitales.

Otro aspecto decisivo en ese sentido, es que permanece un déficit a nivel de la autoridad monetaria que se ha visto amplificado por las operaciones de esterilización, así como por la no recuperación de las carteras bancarias adquiridas en la grave crisis de 1982-1983.

Un resultado que muchas veces se omite mencionar, es que la

situación fiscal chilena es más sólida que lo que el análisis comparativo revela, debido a que no acumula deuda actuarialmente en su sistema de seguridad social, dado que las futuras provisiones están vinculadas al ahorro acumulado por los ciudadanos en los fondos de pensión y no por deudas no registradas en el pay as you go-system.

Como ocurría en los casos anteriores, la información cuantitativa procura ilustrar los puntos desarrollados.

En la tabla 21 se presenta una evolución de los indicadores macroeconómicos, de los cuales cabe destacar la alta tasa de crecimiento, la caída del gasto corriente del gobierno, la muy fuerte mejora de los términos de intercambio (a diferencia de lo ocurrido en los otros países analizados) la dramática recuperación del ahorro doméstico.

En la tabla 22 se presentan la inflación y la devaluación. Nótese la asimetría a fines de los setenta, así como la exitosa devaluación real alcanzada luego de 1982. La persistencia de la inflación y la devaluación, a pesar de los éxitos económicos debe estar vinculada a disponer de un way out en el caso de un fuerte deterioro de los términos de intercambio.

En la tabla 23 se presenta una visión más amplia de las cuentas fiscales, donde se destaca que la contracción del gasto no afecta la inversión pública.

En la tabla 24 se observa otra versión de las cuentas fiscales donde conviene reparar en el efecto del Copper Stabilization Fund y la persistencia de superávit fiscal, a pesar de neutralizar las operaciones del mismo. Ello ocurre aun incluyendo las pérdidas del Banco Central. Nótese, en particular, la magnitud del ahorro corriente del gobierno y cómo ello contribuye al ahorro global del país.

En la tabla 25 se observa la sustitución de ahorro externo por ahorro doméstico, así como la posibilidad de financiar un creciente volumen de inversión.

En la tabla 26 se presentan las exportaciones e importaciones como fracción del GDP, así como la real exchange rate. Como se destacó previamente, obsérvese el crecimiento real de las exportaciones y su creciente participación en relación al GDP.

Uruguay

Este caso es interesante, ya que a pesar de un extraordinario esfuerzo fiscal que ha permitido abatir el déficit a niveles nulos y de acumular un superávit primario significativo, no se ha logrado reducir la tasa de inflación a guarismos que se puedan considerar normales.

Ello es tanto más delicado por el hondo proceso de dolarización que

esta economía ha venido experimentando luego de varias décadas de alta inflación.

La sustitución de monedas, en estos casos como es sabido, maximiza los costos de bienestar de la monetización de los déficit fiscales.

Una pregunta lógica es porqué esa situación se ha mantenido. Aquí quizá, el hecho dominante es la fijación de cláusulas indexatorias a nivel constitucional. Ellas ajustan con rezago las prestaciones de la seguridad social, produciendo una suerte de efecto Tanzi inverso, donde la reducción de la tasa de inflación produce un alza del nivel de gasto público, que se vuelve inefinanciable para un país que ya presenta niveles comparativos excepcionales de gasto público en relación al producto per cápita.

La coexistencia de estos dos numerarios, el fijado por la autoridad monetaria y el resultante de la indexación, vuelven imposible una estabilización duradera sin una reforma estructural significativa. Para comprender cabalmente el problema, debe señalarse que el gasto en seguridad social en Uruguay se aproxima al 17% del PBI y la tasa de inflación a un nivel cercano al 60%. Un período de rezago de dos meses y medio implica un aumento dramático del gasto si la inflación se detiene.

En particular, esto resulta tanto más significativo si la deuda actuarial implícita del sistema hace que el desequilibrio entre los compromisos y los montos a recaudar exceda holgadamente al PBI.

Este hecho puede traer a luz un punto a destacar, además de la funcionalidad de la inflación para el equilibrio fiscal de corto plazo, la recaudación del impuesto inflacionario está obligando a rescatar deuda pública neta en un país que la acumula implícitamente en su sistema de seguridad social. En alguna medida la inflación de hoy impide que estalle la inflación de mañana.

En la tabla 27 se presenta una visión panorámica de las cuentas agregadas del Uruguay. Resulta interesante reparar en la alta tasa de inflación, a pesar de un desequilibrio fiscal mínimo.

En la tabla 28 se presenta un análisis detallado de las cuentas fiscales. Conviene señalar que las mismas no se encuentran corregidas por la inflación en los intereses nominales. Si ello se llevara a cabo, 1991 y 1992 resultarían superavitarios.

En la tabla 29 se encuentra una explicación parcial de qué ha ocurrido con el endeudamiento neto del sector público. Este ha sido abatido y en su reducción se ha utilizado fundamentalmente la mejora patrimonial vinculada al impuesto inflacionario.

En la tabla 30 se describen las cuentas nacionales de Uruguay, el impuesto inflacionario se ha expresado como un superávit en el ahorro externo. La baja tasa de inversión se vincula a una población que acrece al 0.5% anual y a un elevadísimo peso de la seguridad social. A comienzos de la década del 80 Uruguay invertía

23% del GDP.

En la tabla 31 se presenta la composición de los financial asset del sector privado. Repárese que los activos en moneda doméstica (money and local currency deposits) sólo contribuyen 12% del total de activos financieros.