

4

La limitación externa

1. EL LLAMADO "CALLEJON DE LA POLITICA SUSTITUTIVA"

En la etapa de desarrollo que se alcanza mediante los pasos sucesivos que acabamos de analizar cristaliza definitivamente el nuevo modelo económico, caracterizado por la divergencia entre el desarrollo industrial interno y la capacidad de generar divisas por parte del país y por la tendencia resultante a recaer en limitaciones al crecimiento, que surgen de los problemas de la balanza de pagos.

Resumiré otra vez las características del nuevo modelo. Mientras, en el mercado interno, la demanda canaliza las nuevas inversiones hacia la industria, su desarrollo exige un incremento paralelo de la disponibilidad de divisas, para poder solventar la importación de materias primas, productos intermedios y bienes de capital. Además, cuando se trata de inversiones extranjeras, este desarrollo implica en muchos casos remesas de utilidades.

No obstante, dado que el sector industrial no exporta sus productos, su expansión, a pesar de requerir una cantidad creciente de divisas, no contribuye a proveerlas. De este modo, *la dinámica de crecimiento dentro de una EPD lleva a una divergencia entre el desarrollo interno y la capacidad de generar divisas, que origina una tendencia permanente hacia los desequilibrios de la balanza de pagos.*

A medida que el incremento de las exportaciones del sector tradicional primario logra compensar las necesidades cada vez mayores de divisas, el problema queda superado y el país puede seguir creciendo. Sin embargo, este sector tropieza con restricciones de la demanda mundial o, alternativamente, como sucede en el caso argentino, con limitaciones de oferta. En consecuencia, las exportaciones tradicionales no aumentan con un ritmo proporcional al producto industrial.

Con vistas a evitar que la balanza de pagos se desequilibre, deteniendo el crecimiento, la alternativa es la política sustitutiva, que permite disminuir el porcentaje de las importaciones dentro del producto y, por lo tanto, obtener con la misma cantidad de divisas un producto mayor.

Debo dejar aclarado con mayor precisión qué se entiende por "sustitución de importaciones" y cuál es la diferencia entre las industrias sustitutivas y las no sustitutivas. En realidad, todo lo que se produce

para el mercado interno sustituye las eventuales importaciones. Empero, si deseamos mantener una identidad entre el concepto de sustitución y el concepto de ahorro de divisas, la denominación de industrias sustitutivas debe restringirse a las que producen bienes que antes se importaban y hasta una cantidad que no supere las cantidades que se importaban. Únicamente la sustitución así definida reduce la proporción de las importaciones en el producto. En otras palabras, de aquí en adelante *reservaremos el nombre de política sustitutiva a la que permite reducir el coeficiente de las importaciones, que mide la proporción de éstas en el producto.*

Así, por ejemplo, la explotación petrolera impulsada en 1959 en la Argentina era sustitutiva, pues reemplazó con la producción nacional los combustibles importados y permitió de esta manera bajar el coeficiente de las importaciones. En cambio, la fabricación de automóviles, televisores e hilados sintéticos, que se inició en la misma época, no fue sustitutiva, sin entrar a considerar si era necesaria o no. En este caso, la producción interna superó con creces las escasas importaciones anteriores.

Los problemas que encara la política basada en la preservación del equilibrio externo por la vía de la sustitución de importaciones provienen de la dificultad para lograr un ritmo permanente y sostenido de reducción del coeficiente de las importaciones, que baste para compensar el crecimiento del producto.¹

A pesar de que es falso hablar del agotamiento de las posibilidades de sustitución, el proceso se caracteriza por rendimientos decrecientes. A medida que la integración de la industria local progresa en profundidad, pasa a abarcar etapas para las cuales se vuelve reducido el mercado disponible y aumenta la necesidad de aportes de tecnologías complejas. Cobra también mayor volumen la densidad de capital por unidad de producto —en gran porcentaje del equipamiento importado— lo que significa un costo cada vez mayor, tanto en términos de inversión de capitales internos como en términos de divisas por cada dólar sustituido. Por añadidura, al arribar al nivel de las materias primas básicas, se enfrenta en el país con la falta de ciertos recursos naturales.²

¹ Si el coeficiente de las importaciones es K y el ingreso es Y , las divisas necesarias para sostener la actividad del país son KY . El proceso de sustitución implica la reducción de K , para que pueda crecer Y , manteniendo constante el producto KY y con él la necesidad de divisas. Este propósito se ve frustrado cuando K no alcanza a disminuir en la misma proporción en que aumenta Y .

Visto en otra forma: si las entradas de divisas son X , $X = KY$ y $Y = \frac{X}{K}$. Si

consideramos que X no crece, el único modo de que crezca Y es bajando K .

² Para el análisis crítico de la tesis del "fin de la política sustitutiva" y también para el análisis sociopolítico de por qué las EPD no elaboraron instrumentos destinados a exportar, véase *The Political Economy of Import-Substituting Industrialization in Latin America*, de Albert O. Hirschman; *The Quarterly Journal of Economics*, febrero de 1968.

Un obstáculo más grande todavía surge del permanente avance tecnológico, que hace evolucionar continuamente el consumo de bienes industriales hacia productos nuevos. Estos, por el hecho mismo de su novedad, o no se fabrican localmente o, en el mejor de los casos, exigen un alto porcentaje de insumos importados. Tiene lugar así una continua presión hacia el incremento del coeficiente de las importaciones. Solamente para neutralizarla se necesita ya un importante esfuerzo sustitutivo.

En este sentido, son interesantes los ejemplos que acabo de dar sobre la sustitución de importaciones de petróleo en la Argentina para compensar, aunque sea parcialmente, el aumento del coeficiente de las importaciones, derivado de la incorporación de automóviles, televisores e hilados sintéticos al consumo masivo, y la sustitución posterior, en el nivel de petroquímica y componentes automotores y electrónicos, con el objeto de compensar el crecimiento de ese coeficiente acarreado por la incorporación al consumo de grabadoras, calculadoras, computadoras, filmadoras, material fotográfico, y así sucesivamente.³

Agotada la primera etapa de sustitución en el nivel de industrias terminales, una política sustitutiva que evite que crezca el coeficiente de las importaciones ya puede considerarse exitosa. Reducirlo resulta más difícil e ir disminuyéndolo de modo permanente, a un ritmo que compense el crecimiento del producto, es prácticamente imposible. Queda definido así el dilema: el país crece internamente, pero su capacidad de generar divisas no aumenta en proporción similar, déficit que tampoco alcanza a ser compensado por la sustitución de importaciones. Como consecuencia, surge una tendencia autónoma al desequilibrio externo —originada en el seno de la estructura productiva— la que se materializa en forma de crisis periódicas de la balanza de pagos.

La paulatina evolución del nuevo concepto de desequilibrio externo autónomo puede seguirse consultando varios trabajos, desde 1950 hasta la fecha. La percepción inicial del fenómeno parte de la CEPAL y la escuela estructuralista. Pero en la primera etapa, la explicación del desequilibrio se da exclusivamente al considerar la rigidez de la demanda mundial de productos primarios.⁴

Sólo al finalizar la década de 1950 y principios de la siguiente empieza a perfilarse definitivamente en la bibliografía, el concepto de desequilibrio acumulativo de la estructura productiva como causante de los problemas de balanza de pagos, con las denominaciones de

³ David Felix describe y analiza en detalle el proceso a través del cual la introducción de nuevos productos conspira en contra de la reducción del coeficiente de las importaciones. Véase *Beyond Import Substitution; Latin American Dilemma*; David Felix, Instituto Torcuato Di Tella, 1966.

⁴ Véase Raúl Prebisch, *The Economic Development of Latin America*, Naciones Unidas, 1950.

"nuevo tipo de vulnerabilidad externa", el "círculo vicioso de la política sustitutiva", etcétera.⁵

Simultáneamente se observa el comienzo de una desorientación cada vez mayor entre los economistas no estructuralistas. Enfrentados con la limitación externa que se produce en el mundo real, les resulta difícil evitar plantearla como una premisa en sus trabajos. Pero, al no ajustarse dicha limitación a ningún marco teórico conocido, el tema apenas abordado se evade tangencialmente.⁶

La aceptación teórica expresa de la limitación externa se produce recién en los últimos años con la aparición de los modelos de doble brecha (*double gap*). Se basan en el reconocimiento de la existencia de la brecha externa como un freno al desarrollo anterior de la brecha de ahorros. Sin embargo, su influencia todavía no es muy grande en el mundo académico ni tampoco en lo que se refiere a los gobiernos y organismos internacionales que manejan la política económica. Además, los doblebrechistas no avanzaron mucho en el análisis de un modelo completo de limitación externa ni tampoco en el diseño de políticas necesarias para eliminar esta brecha.⁷

2. LIMITACION EXTERNA MANIFIESTA - CRISIS DE LA BALANZA DE PAGOS

Con el fin de contemplar todas las erogaciones de divisas de un país, definamos un coeficiente de gastos de divisas, que indicará la proporción del gasto total de divisas en el producto. Este coeficiente será mayor que el de las importaciones, ya que incluirá también todas las demás erogaciones de divisas, tales como pagos en concepto de servicios, gastos de turismo, licencias, intereses, dividendos, etcétera.

Tomemos como ejemplo un país exportador primario, con una composición del producto análoga a la argentina y cuya capacidad

⁵ Véase Raúl Prebisch, *Hacia una dinámica de desarrollo latinoamericano*; op. cit., pág. 139; Celso Furtado, *El desequilibrio externo en las economías subdesarrolladas*; Trimestre Económico, No 2, año 1958, pág. 238; Albert Hirschman, *La estrategia del desarrollo económico*, Fondo de Cultura Económica 1961, págs. 170-173; Aldo Ferrer, *La economía argentina*, op. cit., pág. 204.

⁶ Véase Gerald Alter, *El servicio de la deuda exterior en los países subdesarrollados*; *El desarrollo económico y América Latina*, Fondo de Cultura Económica, 1957; también, *Staff del Banco Mundial*, dirigido por Dragoslav Avramovic, *Economic Growth, foreign capital and debt servicing problems of the developing countries*, 1963.

⁷ Véase R. McKinnon, *Foreign Exchange Constraints in Economic Development*, *Economic Journal*, junio 1964 / Hollis Chenery y Alan Strout, *Foreign Assistance and Economic Development*, *American Economic Review*, setiembre 1966; Hollis B. Chenery, *Structural Imbalance and Future Development in Latin America*, Center for International Affairs de Harvard 1966 / Nómina de expertos de cnes, *La brecha externa de la América Latina, 1968-1973* / David Felix, *The Gapmanship and the Prospects for the Less Developed Countries*, Washington University 1968 / David Felix, *On the Political Economy of Regional Economic Integration in Latin America*, Washington University, 1968.

instalada, trabajando a pleno, le permite llegar a un producto equivalente a 20.000 millones de dólares, con un coeficiente de gastos de divisas igual a 0,10. En consecuencia, para poder emplear a pleno su capacidad productiva este país necesita 2.000 millones de dólares anuales, importe que, según suponemos, obtiene fundamentalmente gracias a sus exportaciones primarias.

Supongamos ahora un crecimiento económico del 6 %, el cual, en el transcurso de un año, lleva la capacidad productiva interna a una cifra equivalente a 21.200 millones de dólares. Si el coeficiente del gasto de divisas se mantiene constante, la necesidad de éstas se eleva también en un 6 %. Si no aumentan las exportaciones, aparece un déficit de 120 millones de dólares en la balanza de pagos.

En tales condiciones, el producto puede mantenerse en su nuevo nivel a costa de consumir las reservas de divisas. Pero si el ritmo de crecimiento económico se mantuviera, al cabo de dos años el déficit externo llegaría a 247 millones de dólares, al cabo de tres a 380 millones, y así sucesivamente. La progresión crece con tal rapidez que, sea cual fuere el nivel inicial de reservas, su agotamiento sería cuestión de pocos años.

Una vez agotadas las reservas, se produce la limitación del nivel de las actividades, por la disponibilidad de divisas. En el fenómeno hay que distinguir su esencia y su mecanismo. La esencia es siempre la misma: insuficiencia de divisas para sostener el funcionamiento normal de la actividad interna. El mecanismo depende de la tendencia económica de los gobiernos y, básicamente, del régimen cambiario y de importaciones que ellos adopten. Los gobiernos de corte más intervencionista adoptan controles directos sobre las transferencias de divisas, distribuyéndolas mediante cupos de importación.

Cuando cae la disponibilidad de divisas y ante la necesidad de sostener el nivel de la actividad interna, como primera medida se suspenden las importaciones de máquinas y equipos. En esta situación, aun existiendo ahorro interno, éste no puede transformarse en inversión por falta de divisas, con lo cual se frena el crecimiento del país.

Si la suspensión de las importaciones de equipos no soluciona el desequilibrio, sobreviene la suspensión de los cupos para la importación de repuestos, materias primas y productos semielaborados. Se deja así sin abastecimiento de materia prima importada a muchas fábricas, que dejan de trabajar. La desocupación consiguiente hace bajar el consumo de otros bienes y servicios; se propaga la paralización a otras fábricas, y así sucesivamente, hasta que el producto nacional se reduce en un porcentaje similar a la merma de la disponibilidad de divisas.

Durante gobiernos de tendencia más liberal, el mercado de cambios es libre y no existe racionamiento de divisas. Tal como señalé, en este caso la esencia de los fenómenos es la misma, pero su mecanismo es mucho más complejo. Los controles de cambio, con sus cupos y permisos de importación, se ven reemplazados por controles indirectos,

mediante gravámenes a la importación, trabas administrativas a la introducción de bienes de capital y depósitos previos a la importación. Una vez agotada la efectividad de estos controles —o cuando no se los quiere aplicar con la intensidad necesaria— la recesión se induce por medio de una serie de mecanismos cambiarios, monetarios y fiscales, cuya vinculación con el desequilibrio externo primitivo es más difícil de detectar y aparece únicamente si se efectúa un complejo análisis económico.

Cuando en el mercado cambiario la demanda de divisas excede a la oferta, el déficit impulsa a la devaluación. Esta tal vez sea deliberada u obligada. En el primer caso, el Banco Central decide comprar divisas a una nueva cotización. Si no media esta decisión expresa, una vez que el agotamiento de las reservas impide al Banco Central sostener la cotización frente a una demanda que excede a la oferta, la devaluación se produce independientemente de la voluntad del gobierno.

Este tipo de devaluación forzada por el desequilibrio externo, en lugar de funcionar tal como lo hace en los países industriales, proviendo incentivos a las exportaciones y a la sustitución de importaciones, conduce a una recesión.

Con prescindencia de las limitaciones de la demanda mundial, importantes en el caso de muchos productos primarios, la oferta de las exportaciones primarias no es elástica y, por lo menos a corto plazo, responde poco al tipo de cambio. Los productos industriales, dado su elevado precio, no son exportables a ningún tipo razonable de cambio que no afecte de modo intolerable el equilibrio interno. Finalmente, las importaciones son en su mayor parte esenciales para el funcionamiento de la capacidad productiva instalada, de modo que es pequeño su margen de compresión por medio de una devaluación.

Como resultado, *la devaluación no incrementa las exportaciones, ni reduce la proporción de las importaciones en el producto.* Esto no significa que la devaluación deje de funcionar como agente de equilibrio externo. Funciona, sí; pero su mecanismo y efectos son distintos de lo que supone la teoría tradicional.

La elevación del tipo de cambio causa el aumento de los costos de todos los productos importados, que se propaga a los precios. Al mismo tiempo, el alza de los precios que recibe en moneda nacional el exportador de productos agropecuarios provoca, por arrastre, el aumento de esos productos en el mercado interno, que se traduce en el alza de precios de los alimentos.

Se desencadena así *un tipo muy especial de proceso inflacionario. Esta inflación, a la que denominaremos cambiaria, no proviene del exceso de demanda con respecto a la oferta global, sino que se origina en la devaluación, o sea, indirectamente, en el desequilibrio entre la demanda y la oferta de divisas en las EPD.*

La teoría tradicional define la inflación de demanda como el exceso de la demanda con respecto a la oferta, tomando como índice de

saturación de la oferta el agotamiento del rubro más escaso. Por lo tanto, de acuerdo con esta teoría, la inflación cambiaria sería un caso particular de inflación de demanda, en la que el rubro más escaso estaría representado por las divisas y no tendría ningún sentido diferenciarla de la primera.

Al analizar más minuciosamente los fenómenos inflacionarios demostraré que del mismo modo como la teoría económica clásica parecía especialmente diseñada para ocultar la existencia de la limitación por demanda, o sea del subempleo keynesiano, la definición de inflación proporcionada por la economía tradicional parece especialmente ideada con la finalidad de esconder la existencia de la limitación externa. Siendo mi propósito investigar a fondo esta limitación, resulta esencial distinguir entre los dos fenómenos inflacionarios dándoles desde un principio un nombre diferente.

La confusión generalizada de la inflación cambiaria con la inflación de demanda hace que el análisis de las inflaciones se convierta en uno de los temas más importantes y discutidos en el estudio de la EPD. De las propiedades de esta inflación cambiaria y de las medidas estabilizadoras que surgen a raíz de la confusión mencionada me ocuparé en detalle, a lo largo de este libro. Aquí, en esta segunda mención, me limitaré a señalar brevemente algunas de sus propiedades fundamentales.

Por lo pronto, la inflación cambiaria es, en esencia, recesiva. La elevación de los precios producida por la devaluación frente a una masa monetaria que no varía provoca la iliquidez monetaria. Ante los salarios nominales invariables, provoca el descenso de los salarios reales. Los dos mecanismos en conjunto —la iliquidez monetaria y la reducción de los salarios reales— llevan a disminuir la demanda y a la recesión.

Por consiguiente, la característica esencial de la inflación cambiaria es el alza de precios internos, provocado por la devaluación, simultánea con la insuficiencia de la demanda respecto de la capacidad productiva global. Mientras que el diagnóstico tradicional atribuye cualquier fenómeno inflacionario al exceso de la demanda con respecto a lo oferta global, en las EPD aparece una inflación con recesión, un contrasentido en términos de inflación convencional de demanda, la cual presupone siempre una demanda mayor que la capacidad productiva disponible para satisfacerla. En la Argentina, este tipo peculiar de inflación se desencadena periódicamente a raíz de los desequilibrios de la balanza de pagos, dando lugar a períodos compensatorios de inflaciones de costos, mediante las cuales los asalariados tratan de reconquistar su participación en el ingreso.

La inflación cambiaria constituye una pieza vital en el mecanismo equilibrador de la devaluación argentina. La recesión que desencadena hace que baje el nivel de la actividad interna, disminuya la cantidad de importaciones que requiere el país y se recupere así el equilibrio externo. De este modo, en la Argentina el "efecto-precio" por el

cual se supone que debería funcionar la devaluación y que consiste en el aumento de las exportaciones y la reducción de la proporción de importaciones en el producto, queda reemplazado por el "efecto-ingreso", que consiste en la reducción de las importaciones a causa del descenso de la actividad interna, o sea por la vía de una crisis. Tal como ya fuera anticipado, la incapacidad de la devaluación para actuar por la vía expansiva lleva forzosamente a la alternativa recesiva.

El desequilibrio en el mercado cambiario, la devaluación, la inflación cambiaria y la recesión son aspectos parciales de la crisis de la balanza de pagos argentina. Producido el desequilibrio externo, la devaluación y la correspondiente inflación avanzan precisamente hasta el punto de provocar una recesión de suficiente intensidad como para que la reducción de las importaciones vuelva a restablecer el equilibrio en el mercado cambiario.

Los síntomas de una crisis de balanza de pagos como la que acaba de describir guardan cierta similitud con una recesión de demanda —o keynesiana— de los países industriales; pues el descenso del producto también se inicia a raíz de la caída de la demanda interna. La semejanza se acentúa a medida que progresa la recesión ya que, al bajar las importaciones debido a la retracción de la actividad interna, desaparece el desequilibrio externo que desencadenó el proceso o inclusive la recesión puede "pasarse de medida", y surgir un cierto superávit de reservas. Cuando esto sucede, el origen externo de todo el problema se pierde definitivamente de vista.

La diferencia radica en que, en una crisis de demanda, la caída de esta última es un fenómeno espontáneo, que puede ser combatido por medio de una expansión crediticia, un aumento de inversiones o gastos estatales, etc. En una crisis de balanza de pagos, la reducción de la demanda es un fenómeno inducido por el sector externo y un instrumento esencial mediante el cual se restablece el equilibrio externo. La tentativa de expandir el ingreso puede dar resultado únicamente si se toman medidas paralelas sobre el sector externo, que aseguren una mayor provisión de divisas, o si se dispone de reservas de divisas acumuladas por el país, durante el período de la caída de actividades. No disponiéndose de divisas, no se puede expandir el ingreso y la política de expansión es autofrustrante, pues se traduce forzosamente en un nuevo ciclo de inflación cambiaria.

En resumen, la similitud entre la recesión provocada por el desequilibrio externo y la recesión keynesiana o de demanda interna reside en que ambas, al provocar el desempleo de los recursos, reducen la producción del país por debajo del límite que marca la capacidad productiva potencial. En otras palabras, en los dos casos aparecen factores limitadores anteriores, que impiden el aprovechamiento de la capitalización existente.

La diferencia entre los dos tipos de recesión estriba en que, a pesar de que las recesiones originadas en los desequilibrios externos y en el régimen de cambio libre también implican la caída de la de-

manda, esa caída no es autónoma, sino-provocada un factor limitador anterior, consistente en la falta de disponibilidad de divisas.

Este cuello de botella —o estrangulamiento— en el sector externo de la economía ejerce una limitación sobre la actividad del país, motivando el descenso de la producción por debajo de la que sería obtenible potencialmente si los recursos internos trabajasen con toda su capacidad.

El fenómeno puede manifestarse mediante una aplicación de cupos de importación, de intrincados mecanismos monetarios o, en su forma más intensa, mediante una inflación de origen cambiario, pero, sea cual fuere su mecanismo e intensidad, su esencia es la misma. Se produce la paralización de las actividades productivas y aparecen recursos ociosos, mano de obra desocupada y bienes de capital desaprovechados, por mera causa de la insuficiencia de divisas.

3. LIMITACION EXTERNA IMPLICITA: CONTROLES Y RESTRICCION MONETARIA

El desequilibrio externo explícito, que desemboca en una devaluación forzada y, a través de ella, en una recesión, no es más que una de las manifestaciones de la limitación externa. En los períodos aparentemente normales que median entre las sucesivas recesiones, aparece el desequilibrio externo implícito, que se manifiesta en el hecho de que los *instrumentos de la política económica dejan de estar orientados hacia la maximización del crecimiento interno de la economía —tal como sucede en situaciones normales— y pasan a reconocer como objetivo la necesidad de evitar que se desequilibre nuevamente el sector externo.*

El primer mecanismo restrictivo, permanentemente presente e indispensable para la existencia misma de las EPD, está dado por los regímenes selectivos de importaciones. Las dificultades prácticas para lograr que los niveles de restricción reflejen con exactitud las necesidades conflictivas de diferentes etapas y ramas industriales, agravadas por la falta de elementos teóricos apropiados para elaborar esos regímenes, llevan a altas dosis de irracionalidad en la protección que se ofrece a las actividades internas. Conviene, además, establecer una distinción entre los regímenes que por la vía de cupos y restricciones directas limitan la importación y aquellos que actúan por la vía arancelaria pues, en el caso de los controles directos, al componente de irracionalidad se suma la secuela de arbitrariedad y, muchas veces, de corrupción.

Por último, tanto los controles directos como los indirectos quedan superados por la creciente necesidad de divisas que atrae el desarrollo económico. Una vez que esto sucede, el equilibrio externo se suele restablecer, aunque sea en forma parcial, mediante la segunda alternativa, o sea del sacrificio del nivel de la actividad interna y del crecimiento.

Una ventaja aparente de los controles directos es su mayor selectividad; este sacrificio del nivel de actividad interna opera sólo cuando se han eliminado todos los gastos superfluos de divisas. En cambio, los regímenes arancelarios suelen ser mucho menos selectivos y la falta de divisas comienza a actuar sobre el ingreso global, antes de agotarse las posibilidades de racionar su gasto. Sin embargo, intrínsecamente los mecanismos arancelarios no son menos eficientes que los controles directos. Bien usados, permitirían ejercer la selección de gastos tan eficazmente como éstos y sin sus arbitrariedades.

La dificultad principal se origina en la acostumbrada disociación entre las ideas y la realidad. Cuando se utilizan mecanismos arancelarios, la acción restrictiva del sector externo sobre la actividad interna se ejerce a través de mecanismos indirectos, cuya complejidad hace necesario un adecuado marco teórico a fin de visualizar la vinculación causal entre las importaciones y el nivel de actividad interna. Dado que éste no existe, desde el punto de vista político se hace difícil emprender una acción coherente para limitar las importaciones por la vía arancelaria.⁸

Volviendo a los mecanismos recesivos, uno de los elementos más frecuentes de que se vale el sector externo para hacer descender el nivel de la actividad interna es la restricción monetaria. Cuando bajan las reservas de divisas en el Banco Central, tiene lugar el descenso de la circulación monetaria interna. Este efecto se debe, en parte, al mecanismo automático que, según las reglas de juego vigentes en un régimen de cambio libre —copiadas del patrón oro— liga los medios de pago internos a la disponibilidad de divisas. Pero, independientemente de él, suele verse agravado por restricciones crediticias adicionales que aplica el Banco Central con el fin de frenar la fuga de divisas.

La justificación de la restricción monetaria se hace habitualmente en términos psicológicos, alegando que es necesario impedir transacciones especulativas de divisas. Aunque no del todo falsa, la explicación es muy parcial. La parte más importante del egreso de divisas corresponde a las importaciones de bienes y servicios, mientras que la parte financiera de esos egresos, a pesar de la importancia que adquiere durante una corrida cambiaria, en general tiene una gravitación menor.⁹ Aunque el propósito manifiesto de la restricción monetaria es

⁸ La discusión que se suscitó en la Argentina en el seno del gobierno, en el año 1971, acerca de dos formas de enfrentar la crisis externa, demostró que ni siquiera se entiende el concepto de restricción indirecta del gasto de divisas, por la vía arancelaria. Las propuestas de reducir selectivamente las importaciones —en cuya elaboración intervine— a pesar de múltiples aclaraciones de que el propósito era actuar por la vía arancelaria, se interpretaban obstinadamente como propuestas de restablecer cupos y permisos de cambio.

⁹ A menudo la corrida cambiaria tiene el efecto adicional de provocar la retracción de oferta de divisas por parte de los exportadores y la compra anticipada por parte de los importadores —ambas en previsión de la devaluación— realimentando así el proceso.

actuar sobre los egresos financieros, la actividad real, a menudo no del todo consciente, es actuar sobre las importaciones a través del descenso del ingreso, o sea, a través de la alternativa recesiva global.

Se supone que el papel de las autoridades monetarias es proveer un volumen de créditos bancarios que baste exactamente para movilizar a pleno la capacidad productiva sin dejar recursos ociosos y al mismo tiempo sin excederse, ya que esto llevaría la demanda a niveles que superan dicha capacidad productiva, provocando un fuerte efecto inflacionario.

En la situación que estoy describiendo, las autoridades monetarias se apartan de esa función. *La política monetaria, en lugar de adecuarse al grado de ocupación de la capacidad productiva—tal como sucede en las economías normales— se maneja más bien como un elemento para preservar el equilibrio del sector externo y en general es mucho más restrictiva que lo que sería si no existieran problemas de balanza de pagos.* En consecuencia, la oferta monetaria se hace menor que la que existiría en ausencia de las restricciones dadas por el sector externo.

Este fenómeno es el principal responsable de la escasez crónica de créditos bancarios¹⁰ y de las elevadas tasas de interés extrabancario, que configuran el fenómeno de iliquidez monetaria. Esa iliquidez lleva a la disminución de la demanda interna y, mediante ella, a la caída de las actividades o por lo menos a la desaceleración del crecimiento.

La política monetaria restrictiva, además de actuar sobre el sector externo por la vía de la depresión general de la actividad y del desaliento a la salida especulativa de divisas, tiene también el efecto de atraer nuevos capitales y préstamos del exterior. El Estado, sus empresas y la comunidad de negocios perciben la insuficiencia de dinero provocada por la restricción monetaria como una insuficiencia de capitales de inversión y evolución. A raíz de esta pseudoinsuficiencia, los entes estatales, el Estado,¹¹ las empresas particulares y las entidades financieras locales recurren a créditos e inversiones de capital del exterior. Salvo que se utilicen directamente para importar, los fondos obtenidos en el exterior deben ser convertidos a moneda nacional en el mercado cambiario. Las divisas son compradas por aquellos que necesitan solventar sus operaciones con el exterior. Se utilizan indirectamente para financiar las importaciones y los demás gastos corrientes del país y compensar así el déficit externo.

¹⁰ En la Argentina, los intereses bancarios están fijados por el Banco Central, la demanda de créditos es siempre mayor que la oferta y los créditos se distribuyen por la vía de un racionamiento cuantitativo de hecho.

¹¹ Más adelante veremos que la financiación del déficit del presupuesto recurriendo a los créditos externos se hace única y exclusivamente para conseguir divisas, ya que desde el punto de vista interno la emisión basada en la afluencia de divisas tiene exactamente el mismo efecto sobre los precios que la emisión sin respaldo.

El eventual exceso es adquirido por el Banco Central. Este, con el respaldo de las divisas que compra emite dinero y, por un lado, acrecienta sus reservas y, por el otro, hace más líquida la plaza. En consecuencia, el ingreso de los capitales del exterior permite eliminar la iliquidez, elevar la demanda y recobrar el ritmo normal de las actividades.

De modo que otro objetivo de la restricción monetaria interna, complementario del que busca desalentar las transferencias financieras al exterior, es crear la escasez de capitales monetarios internos, con el fin de inducir la entrada de los capitales extranjeros. La capacidad de estos capitales para eliminar las restricciones ejercidas por la balanza de pagos constituye la verdadera razón de su permanente búsqueda por parte de las ERP y es independiente del destino específico que, en el país, se da a los fondos que ingresan. Sin embargo, desafortunadamente la solución que se obtiene por la vía del ingreso de estos capitales no es más que un paliativo que, a un plazo más largo, agrava el problema externo.

4. LIMITACION EXTERNA POSTERGADA: ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Cuando una estructura productiva equilibrada, o EPE, que no sufre problemas de balanza de pagos apela a los capitales extranjeros, lo hace para suplir la insuficiencia del ahorro nacional y acelerar así su crecimiento por encima de las tasas que estarían a su alcance, sobre la base del propio esfuerzo. En esos casos, los capitales extranjeros se comportan de manera muy semejante a los capitales locales. Es cierto que ingresan en forma de divisas y que, para ser utilizados, deben pasar por el mercado de cambios para sufrir una conversión a moneda nacional. También es cierto que cuando se remiten los dividendos o intereses o se amortizan las deudas es necesario un proceso inverso de conversión, de moneda nacional a divisas. Sin embargo, si no hay dificultades con la balanza de pagos, existen siempre reservas disponibles y la conversión de moneda nacional a divisas es automática.

La única diferencia entre los dos tipos de capitales consiste en que, en el caso de los extranjeros el país, por la vía de dividendos e intereses, pierde una parte del beneficio derivado del crecimiento de su economía. Pero si la rentabilidad de la inversión es lo suficientemente alta y no existe capacidad de ahorro que permita realizar el crecimiento de otro modo, el beneficio remanente que le queda justifica —por lo menos en términos económicos— el uso del capital extranjero.

Algo distinto sucede en las estructuras productivas desequilibradas. Las ERP dejan de crecer no porque su ahorro sea insuficiente, sino porque la restricción ejercida por el sector externo impide aprovechar ese ahorro, frena el crecimiento e incluso lleva a la subutilización de la capacidad productiva. En consecuencia, la necesidad de los ca-

pitales extranjeros no se origina tanto en la insuficiencia del ahorro nacional como en la insuficiencia de divisas, que de ninguna manera se subsanaría mediante el aumento de la tasa de ahorro del país.

El hecho de que los capitales extranjeros se usen para compensar los déficit de la balanza de pagos hace que el aspecto de la convertibilidad de las divisas a moneda nacional —cuando los capitales ingresan— y de moneda nacional a divisas —cuando se devuelven o se pagan los intereses y dividendos— pase ahora a primer plano. Para que el endeudamiento se autofinancie debe generar las divisas necesarias con destino al pago de las cargas financieras y amortizaciones. Para esto no basta que sea rentable en moneda nacional: *debe ser rentable, además, en términos de divisas.*

No obstante, los préstamos e inversiones se destinan normalmente a los sectores que trabajan para el mercado interno —no olvidemos que en las ERP el sector industrial prácticamente no exporta— y no ayudan a generar divisas. Salvo que durante su afluencia se produzca el aumento de la capacidad sustitutiva de importaciones o de la capacidad exportadora, el desarrollo industrial que tiene lugar en el ínterin incrementa aun más el consumo de divisas. Se agrega por otra parte el pago de los nuevos intereses, agravándose con ello, por partida doble, el déficit externo inicial.

Así, pues, aunque los capitales externos suplan divisas al ingresar, no sólo no resuelven el déficit de fondo, sino que lo empeoran. El respiro que ofrecen permite que crezca la economía y que aumente aun más el desnivel primitivo entre las necesidades y la provisión de divisas. A este efecto hay que sumarle la carga adicional de los intereses y dividendos que se generan, haciendo que el déficit se incremente por dos motivos simultáneos: el crecimiento del producto bruto que se está operando y la carga financiera que se genera.

Para mantener el crecimiento y el pleno empleo de la capacidad productiva hacen falta aportes cada vez mayores de capitales externos. En la práctica éstos consisten sobre todo en créditos destinados al sector privado, exigibles a corto plazo y que, para poder seguir manteniendo el aparente equilibrio externo del país, deben ser renovados cada vez que vencen. Además, para compensar los intereses y el mayor gasto de divisas que se produce mientras tanto, se requiere la entrada de nuevos créditos. Se acrecienta así rápidamente el monto de la deuda, siguiendo la fórmula del interés compuesto.

Este proceso puede continuar mientras existe confianza en que se sostenga el equilibrio del mercado cambiario. A su vez, para el mantenimiento de este equilibrio no basta que se sigan renovando los créditos ya existentes: el carácter progresivo del endeudamiento exige un aporte constante de créditos nuevos, en volumen cada vez mayor.

Cuanto más tiempo dura el proceso, más inestable se vuelve. Basta que se reduzca la entrada de nuevos créditos o que un problema momentáneo de desconfianza frene el ritmo de las renovaciones, para

provocar el desequilibrio en el mercado cambiario, con lo cual el Banco Central se ve forzado a vender una parte de sus reservas. La entrada de créditos nuevos y renovaciones se retrae aun más. El proceso culmina en pánico generalizado y en una fuga masiva de divisas, imposible de frenar. Se desemboca así en una devaluación que, según vimos, lleva a una inflación cambiaria —característica de las ERP— y a una recesión.

Si todo el fenómeno apareciera en forma gradual, podría dar tiempo a que se despertase una conciencia del peligro y a que se adoptasen eventuales medidas correctivas. Empero, la crisis suele desencadenarse muy bruscamente, debido a que, en general, el proceso no se vislumbra hasta que es demasiado tarde.

Cuando la afluencia de los capitales lleva al incremento de las reservas en el Banco Central a la correspondiente expansión monetaria interna y al auge de la actividad económica el país vive un período de euforia.

El problema externo, que incluso en el período de restricción monetaria aguda, anterior a la entrada de capitales, no se veía bien, se da por totalmente superado. Se deja de percibir la necesidad de una acción correctiva sobre la balanza de pagos. Se atenúan las restricciones a las importaciones y las medidas de estímulo a las exportaciones. La tranquilidad que otorgan las reservas, las necesidades reales de importación y los intereses importadores impulsan en forma conjunta a la liberalización de las importaciones. No existe conciencia del peligro que representa el progresivo endeudamiento externo, ni del tiempo que se está dejando pasar sin tomar medidas de fondo, como tampoco de la crisis hacia la cual se precipita el país, a pasos agigantados.

La situación es muy parecida a la de una empresa deficitaria que se mantiene en funcionamiento merced a los créditos que consigue. El hecho de pagar puntualmente los compromisos le permite crear un clima de confianza e ir consiguiendo gran cantidad de préstamos. Las pérdidas que sigue dando la empresa, los préstamos que vencen y los intereses de éstos, se cubren con préstamos nuevos que incrementan la deuda, y así sucesivamente. Es obvio que procesos de este tipo, aunque quizá duren cierto tiempo, no pueden seguir a perpetuidad, ya que el rápido crecimiento de la deuda, que se opera según la fórmula del interés compuesto, lleva inevitablemente a un colapso.

El efecto de la limitación externa es no sólo detener el crecimiento, provocar la subutilización de recursos, inducir iliquidez monetaria y endeudar el país; obran, además, una serie de otros efectos deformantes sobre el sistema económico, entre los cuales se puede destacar la ineficiencia operativa de las empresas, a causa de la subutilización de la capacidad productiva y del deterioro financiero; la caída de los salarios reales y la distribución cada vez más regresiva de los ingresos; la desaparición de los incentivos a la inversión y la baja tasa de inversión productiva/resultante; el déficit del presupuesto,

inducido por la crisis de la balanza de pagos. Estos aspectos deformantes secundarios serán analizados en los próximos capítulos, que dedicaré al análisis más profundo de distintos problemas que presenta la limitación externa. Pero la inflación es la más importante de las deformaciones introducidas por esta limitación, en virtud de las repercusiones ideológicas que acarrea.

La capacidad de distinguir los diferentes tipos de inflación que convergen hacia la formación del fenómeno conocido con el nombre genérico de "inflación" y el conocimiento de las propiedades que tiene cada uno de ellos —especialmente la inflación cambiaria, vinculada con el sector externo y negada con persistencia por la teoría tradicional— es probable que constituyan el aspecto más polémico del análisis de la EPD. Por lo tanto, antes de comenzar el análisis específico de la limitación externa y de la inflación cambiaria me detendré a analizar los fenómenos inflacionarios en general.