

## Devaluación, inflación cambiaria y "estabilización" tradicional del FMI

### 1. DEVALUACION EN LOS PAISES INDUSTRIALES - "EFECTO-PRECIO"

Entre los múltiples estrangulamientos que pueden desarrollarse en la oferta, el más importante es el del sector externo. Por un lado, la insuficiencia de divisas puede paralizar una producción interna de un valor mucho mayor. Por el otro, al privar al país de capacidad importadora, impide solucionar todos los demás estrangulamientos en la oferta.

Dije que la teoría económica tradicional se apoya en la premisa de que en el sector externo son imposibles los estrangulamientos crónicos, pues cuando aparecen se eliminan con una devaluación. Este supuesto teórico se cumple efectivamente en las *estructuras productivas equilibradas de los países industriales*, donde el sector de crecimiento más dinámico constituye la fuente principal de las exportaciones. El desarrollo de estos países, al mismo tiempo que incrementa las necesidades de divisas, acrecienta la capacidad exportadora. Dado que la actividad interna y la capacidad externa de pagos crecen en forma paralela, los desequilibrios externos son puramente circunstanciales y se subsanan aumentando los incentivos a la sustitución de importaciones y a las exportaciones.

Veamos cómo funciona este mecanismo equilibrante. Una proporción considerable de bienes que se producen internamente también se importa, por razones de precio y calidad o tan sólo a causa de preferencias individuales. Una devaluación, al elevar el precio de los artículos importados, hace que una parte de estas importaciones no esenciales quede sustituida por la producción local. De este modo, baja la proporción de importaciones en el producto y el gasto consiguiente de divisas.

Por otra parte, casi todos los productos industriales son potencialmente exportables, incluso de hecho aquellos que en un determinado momento cuentan con una ventaja en el mercado internacional. Sin embargo, puesto que todos los precios industriales se ubican en una franja continua cercana al precio internacional, aun los productos no competitivos están en un momento dado al borde de serlo y basta una pequeña variación del tipo de cambio para movilizar estas exportaciones potenciales.

Como consecuencia de todo esto, en los países industriales la devaluación *tiene realmente un fuerte efecto-precio*: la comprensión de las importaciones y el aumento de las exportaciones ante el efecto estimulante de una mejora del tipo de cambio suelen ser muy pronunciados y basta una moderada devaluación para lograr un fuerte efecto equilibrante en la balanza de pagos.

Si la economía ya estaba trabajando a plena capacidad, este equilibrio puede presuponer un cierto sacrificio del consumo. La devaluación provoca el descenso de los salarios reales, medidos en términos internacionales, lo cual trae una disminución de su poder adquisitivo y la consiguiente reducción del consumo global. Los recursos productivos que se liberan al caer el consumo interno se utilizan en la expansión de las exportaciones y en la producción sustitutiva de importaciones, estimuladas por la misma devaluación.

De manera que, cuando se parte del pleno empleo, el retorno a la situación de equilibrio del sector externo tiene un costo dado por un cierto descenso del nivel de vida. Empero cuando el mecanismo de ajuste funciona bien el efecto es poco importante. En general, el intercambio internacional es porcentualmente reducido frente a la producción interna. El déficit externo constituye, a su vez, una pequeña parte de este intercambio. *La reducción del consumo necesaria para aumentar las exportaciones o sustituir las importaciones es porcentualmente insignificante y, en lo que hace al nivel de vida, el costo de la devaluación es bajo.*

Este pequeño costo ni siquiera existe si la economía parte de un estado de desempleo. En tales condiciones, la sustitución de las importaciones y el incremento de las exportaciones se hacen a costa de recursos ociosos y ni siquiera implican la disminución del consumo interno. Al contrario, la devaluación provoca un efecto reactivante que, al tiempo que equilibra el sector externo, *aumenta el empleo y el consumo.*

Basándose en las propiedades descriptas de las estructuras productivas equilibradas, la teoría del comercio internacional e indirectamente toda la teoría económica vigente parten de la premisa de que el estrangulamiento externo se evita con sólo dejar que el tipo de cambio fluctúe de acuerdo con la oferta y la demanda en el mercado cambiario, asegurando así la paridad de equilibrio.<sup>1</sup>

Si se parte de la base de que, efectivamente, el sector externo se equilibra con un tipo de cambio apropiado, es ineludible la conclusión de que los déficit externos que ocurren en la práctica se deben a un tipo de cambio más bajo que este valor de equilibrio. Puesto que

<sup>1</sup> A diferencia de la escasez en materia de tratados sobre las devaluaciones en las ERP, las devaluaciones en los países industriales han sido ampliamente analizadas. Se puede hallar un tratamiento riguroso en J. E. Meade: *The Balance of Payments*, tomo I; Oxford University Press. Un excelente tratamiento "con los pies en la tierra" también se puede ver en *Balance-of-Payments Policy*, de B. J. Cohen, Penguin Modern Economics.

La producción industrial trabaja sobre un plafón de costo tan elevado que una devaluación internamente tolerable no llega a colocarnos dentro del límite de los precios del mercado internacional.

En general, las exportaciones primarias encuentran alguna limitación. En los países que enfrentan una demanda mundial rígida las exportaciones no dependen de los incentivos a la producción, pues todo el volumen colocable ya se exporta. En ellos, el efecto de la devaluación hasta puede ser "perverso" y provocar la disminución del ingreso de divisas, por el efecto de la caída de los precios internacionales.

En otros casos, la limitación es de oferta interna y la producción primaria no responde a las variaciones del tipo de cambio, por lo menos a corto plazo. Tal es la situación argentina. Si el país tratara de basar todo su desarrollo en la producción del sector agropecuario, indudablemente entraría con rapidez en limitaciones de demanda. Pero a los niveles actuales de las exportaciones, aunque éstas enfrentan a veces ciertos problemas de demanda —especialmente en el caso de las carnes vacunas—, las limitaciones principales se originan en una oferta insuficiente.

La mejora de los precios para el agro que trae aparejada la devaluación debería estimular, en principio, una mayor producción. No obstante, en el agro el aumento de rendimiento por hectárea depende de inversiones y mejoras que exigen considerable tiempo de maduración. En la ganadería el retraso es aun mayor. Ya vimos en el apartado 5 del capítulo 5, al analizar la inflación en la Argentina que, siendo del ganado su propio bien de capital y como el aumento del *stock* de ganado necesario para incrementar la producción requiere que se cumpla un ciclo de reproducción de unos tres años, la ganadería disminuye su oferta, en respuesta al aumento de precios. Por lo tanto, la exportación agropecuaria —salvo que existan saldos exportables sin colocar— nunca responde de manera inmediata a la devaluación, e incluso puede bajar.

Conviene adelantar que ni siquiera a largo plazo funcionan adecuadamente los incentivos provistos por una devaluación. Sus efectos adversos a corto plazo sobre la distribución de ingresos y el nivel de actividad provocan una fuerte reacción del resto de la sociedad, que empuja hacia un nuevo aumento de salarios y precios internos y anula el incremento de incentivos. El tema es muy importante y discutido y será examinado en mayor detalle cuando analicemos las políticas de estabilización tradicional en el apartado 3 del capítulo 8.

Si nos limitamos por ahora al análisis de los efectos a corto plazo, de todo lo antedicho se infiere que una devaluación obligada no reduce sustancialmente las importaciones por debajo de sus valores habituales ni tiene tampoco el poder de incrementar las exportaciones por encima de sus valores acostumbrados. Por consiguiente, salvo la posibilidad

que pueda ofrecer de frenar movimientos financieros de tipo especulativo, parece ejercer poco efecto inmediato sobre la oferta y la demanda de divisas.

Del análisis hecho hasta ahora se desprende que producido el desequilibrio externo y forzada una devaluación, esta última avanza sin corregir el desequilibrio que la originó; a pesar de que la moneda se desvaloriza, el desequilibrio persiste, con lo cual la moneda se sigue desvalorizando, proceso que al parecer podría seguir *ad infinitum*.

Esto no sucede en el mundo real, pues en el ínterin surge un efecto equilibrante de naturaleza distinta de la prevista por la teoría. Igual a lo que pasaba en el régimen del patrón oro, la devaluación, en lugar de actuar por la vía del efecto precio, *lo hace por la vía del efecto-ingreso*: provoca una recesión, una caída de las actividades del país y un consecuente descenso de las importaciones.

El fenómeno recesivo se induce mediante el aumento de precios que ocasiona la devaluación. El tipo de cambio determina los costos en moneda nacional de los insumos importados, de los combustibles y bienes de capital. Por lo tanto, la devaluación incide directamente en los costos industriales, influencia que en mayor o menor grado se transmite también a los precios y acarrea en cadena el alza del precio de los servicios. Este es *el efecto-propagación de la devaluación*.

Al mismo tiempo, el tipo de cambio determina el nivel de los precios en moneda nacional de los productos exportables. En aquellos países cuyas exportaciones primarias son reducidas frente al tamaño del mercado mundial el precio en este mercado se puede considerar fijo e independiente de la oferta del país. La venta para el mercado interno no se realiza a un precio menor que el se podría obtener exportando la producción. Por esta causa, el tipo de cambio determina casi directamente el precio interno de los productos exportables. Al ocurrir la devaluación, sube el precio que percibe en moneda local el exportador y con él, el precio en el mercado local. *Este es el efecto-arrastre de la devaluación*.

El efecto-arrastre varía en importancia, según la influencia que tiene el producto exportable en el consumo interno. En el caso de Brasil, por ejemplo, el café tiene poca influencia en el consumo interno y el efecto-arrastre es débil. La Argentina, en cambio, exporta cereales y carne, y la devaluación provoca un alza en los precios de los productos alimentarios. La influencia de este aumento en el costo de vida determina que el efecto-arrastre tenga, en la Argentina, una intensidad particularmente fuerte.

En rigor de verdad, el efecto se da en forma neta para los cereales. En el caso de las carnes, puede estar atenuado por las restricciones de la demanda internacional que hacen que, al devaluar un ofertante importante como la Argentina, caiga también el precio internacional. Con todo, en la práctica el precio interno de la carne sigue muy de cerca al tipo de cambio, salvo cuando a raíz de una gran escasez interna como la que tuvo lugar en 1971, sube aun más.

Los dos efectos en conjunto —el propagación unido al de arrastre, especialmente intenso— provocan una elevación general de todos los costos y precios. *Este aumento de costos y precios provocado por la devaluación configura un nuevo fenómeno inflacionario, de características propias. Esta inflación, a la que he denominado cambiaria, no se origina en el exceso de la demanda global con respecto a la oferta global, como la inflación de demanda, ni tampoco en el incremento autónomo de los costos, como la inflación de costos. Nace a raíz de un estrangulamiento en la provisión de divisas, de un desequilibrio consecuciente entre la oferta y la demanda en el mercado cambiario y de la devaluación que ésta induce.* Se trata de un proceso inflacionario fuertemente recesivo, característico de las ERP y no comprendido por la teoría tradicional, que lo confunde sistemáticamente con las inflaciones de demanda y de costos. La incapacidad de la ciencia económica tradicional para percibir la inflación cambiaria está vinculada de manera muy estrecha con la obstinada negativa de ver el carácter autónomo de los desequilibrios externos. Si éstos —tal como cree la gran mayoría del mundo académico— fuesen realmente producto de la inflación interna anterior, no existiría inflación cambiaria y la elevación de costos y precios que trae consigo la devaluación no sería más que el cierre de la espiral iniciada por esta inflación interna anterior.

### 3. MECANISMO RECESIVO DE LA DEVALUACION

El brusco aumento en los precios que causa la devaluación obligada origina una consiguiente inflación cambiaria que, frente a los salarios nominales constantes, trae aparejada una caída de los salarios reales. El ingreso que pierde el sector asalariado queda transferido a favor del sector propietario rural y del sector exportador, cuyas utilidades se acrecientan gracias al incremento de los precios agropecuarios.

El porcentaje de sus ingresos que los propietarios rurales y los exportadores destinan a la adquisición de bienes de consumo masivo es mucho menor que el que asigna al mismo fin el sector asalariado. En consecuencia, *la redistribución regresiva del ingreso hace bajar el consumo global y ocasiona un fuerte efecto recesivo.*<sup>2</sup>

La caída de la demanda frena los precios e impide que el aumento de los costos industriales, provocado por el incremento de los precios de los insumos, se traslade a los precios en forma total. Desciende fuertemente la rentabilidad industrial, efecto agravado aun más por la mayor influencia de los gastos fijos de las empresas sobre una producción aminorada. Esta disminución de rentabilidad, junto con la aparición de la capacidad productiva ociosa y con las expectativas

<sup>2</sup> Para una descripción minuciosa y documentada de este efecto me remito al libro de Carlos Díaz Alejandro: *Exchange Rate Devaluation in a Semi-Industrialized Economy — The Experience of Argentina, 1955-1961*; ya citado.

adversas de las empresas paraliza las inversiones industriales, intensificando más todavía el efecto recesivo provocado por la merma del consumo.

A esto se agrega el tercer efecto recesivo, dado por la iliquidez monetaria. La cantidad de dinero y de créditos bancarios no varía inmediatamente después de la devaluación. (Tampoco varía más adelante si, tal como suele suceder, la devaluación es seguida por un plan de estabilización al estilo tradicional.) A medida que aumentan los precios baja el poder adquisitivo de este dinero, o sea, baja la cantidad real de medios de pago en circulación. El efecto es semejante al que se produciría si alguien confiscara repentinamente una parte del dinero que estaba en poder del público y de los bancos. Disminuye de súbito el poder de compra de los ahorros monetarios acumulados por la sociedad, lo cual por su cuenta y en forma independiente de la transferencia de ingreso también hace bajar el ingreso y la inversión.

Las empresas quedan sin los fondos necesarios para mantener *stocks* normales de productos en elaboración y financiar las ventas, incrementándose la demanda de créditos en el mercado extrabancario. Tiene lugar un fuerte alza de la tasa de interés extrabancaria y mediante ella, otra transferencia de ingresos, esta vez a favor del factor financiero.

En síntesis, la devaluación provoca una transferencia de ingresos múltiple y regresiva, desde el sector asalariado —urbano y rural— y el sector empresario —industrial y de servicios— hacia el sector propietario rural, el sector exportador y el sector financiero. La disminución de los salarios reales, la caída de la rentabilidad industrial y la iliquidez monetaria interaccionan entre sí y llevan a un proceso de paralización industrial y desocupación. *El fenómeno es fuertemente acumulativo, ya que la aparición de la capacidad productiva ociosa desalienta aun más las inversiones, profundizando la recesión.*

Esta recesión cumple una función esencial dentro del esquema, pues permite restituir el equilibrio externo. El primer efecto de la caída de las actividades industriales es la merma de la demanda de materias primas importadas. Al mismo tiempo, la paralización de las inversiones provoca una reducción de las inversiones de bienes de capital en el sector privado. Por otra parte, durante una recesión la disminución de las recaudaciones fiscales agrava el déficit del presupuesto y tiende a paralizar las inversiones estatales, con la consiguiente baja de las importaciones de bienes de capital en el sector público.

De este modo, a causa de la caída general de actividades, se recupera el equilibrio de la balanza de pagos. *Este es el efecto-ingreso de la devaluación, que restablece el equilibrio externo por la vía de la disminución del ingreso.*

Conviene señalar, otra vez más, la diferencia entre el *efecto-precio*, previsto por la teoría tradicional y el *efecto-ingreso* que se da

en la práctica en las EPD. El primero —previ por la teoría tradicional— restablece el equilibrio en forma compatible con la plena actividad interna, merced a la sustitución de las importaciones o al aumento de las exportaciones. El segundo —que se da en la práctica de las EPD— permite lograr el equilibrio de la balanza de pagos en virtud de la reducción del consumo y la inversión o sea, de la crisis y el desempleo.

Se trata, por lo tanto, de dos efectos equilibradores de la balanza de pagos, de características internas opuestas: el primero es reactivo, mientras que el segundo depende netamente de la existencia de una depresión.

En los países industriales, por razones ya vistas, el efecto-precio de las devaluaciones es muy pronunciado y el efecto-ingreso se manifiesta poco. En consecuencia, estos países, a menos que enfrenten obstáculos políticos que les impidan recurrir a una devaluación (como le sucede, por ejemplo, a Inglaterra y en menor grado, a Estados Unidos), alcanzan el equilibrio de sus balanzas de pagos de una manera compatible con el pleno empleo y el crecimiento.

En cambio, en la Argentina y otras EPD no basta la devaluación para lograr el equilibrio externo en forma compatible con el pleno nivel de la actividad interna, ya que al no funcionar el efecto-precio, es precisamente el desempleo el que se convierte en instrumento equilibrador de la balanza de pagos. *Por ende, resulta imposible lograr un tipo de cambio que, de por sí, asegure el equilibrio externo junto con el pleno empleo interno.*

En las EPD la acción equilibradora de las grandes devaluaciones sobre el sector externo es muy similar a la que ejerció antaño el patrón oro, régimen que, tal como dijimos, fue definitivamente abandonado después de la década de 1930, pues el espíritu del siglo xx no permitía que los objetivos de pleno empleo interno se subordinaran a los del equilibrio externo.

Insisto nuevamente en que este tipo de recesión no se remedia por la expansión monetaria. Las tentativas de subsanar la recesión por las habituales vías expansivas son autofrustrantes y llevan a una espiral inflacionaria insoluble. Si se expanden los medios de pago o se incurre en un deliberado déficit presupuestario sin eliminar el estrangulamiento del sector externo, se incrementa el consumo y la inversión y comienza a crecer nuevamente el nivel de la actividad interna. A medida que disminuye la desocupación se debilita la presión que se oponía al aumento salarial. Los salarios empiezan a reconquistar su nivel anterior, con lo cual se vuelve a una redistribución más progresiva de los ingresos. Aumenta aun más la demanda y la necesidad de importaciones. Se altera una vez más el equilibrio entre la oferta y la demanda de divisas, al cual se había llegado gracias a la recesión, cosa que obliga a una nueva devaluación. Se completa así un ciclo de inflación cambiaria. Se elevan de nuevo los costos y precios y se produce otra caída de los salarios reales; vuelve

la iliquidez monetaria sobre un nuevo escalón de precios y se induce otro efecto recesivo que neutraliza la expansión que tuvo lugar.<sup>5</sup>

#### 4. INFLACION CAMBIARIA Y DEFICIT DEL PRESUPUESTO ORIGINADO POR ESTA

Tal como sucede con la inflación de demanda, la cambiaria también se origina en el exceso de la demanda con respecto a la oferta. Pero según vimos, en la inflación de demanda este exceso se genera con relación a la capacidad productiva instalada, que marca el límite máximo que puede alcanzar a corto plazo la producción del país y constituye un verdadero desequilibrio de la demanda respecto de las posibilidades de la oferta global.

Cuando se trata de la inflación cambiaria, igual que de todas las inflaciones estructurales, el exceso de la demanda se produce en relación con la oferta de un solo bien específico —que en este caso son las divisas— cuyo abastecimiento es insuficiente para satisfacer las necesidades de la capacidad productiva movilizadora a pleno.

El aumento de precios que sobreviene después de una devaluación obligada resulta fácil de confundir con el que sobreviene después de una devaluación correctora, en la que culminan tarde o temprano todas las inflaciones internas.

Sin embargo, existe una gran diferencia entre los dos fenómenos. Los aumentos de precios de este último tipo constituyen el cierre de una espiral anterior. Su finalidad es permitir que los precios de los productos exportables y de los importados recuperen su nivel relativo habitual, que habría sido alterado por una inflación interna previa.

La devaluación obligada ocurre independientemente de la relación del tipo de cambio con respecto a los costos internos. El precio de las divisas se ve forzado hacia arriba, debido a la pérdida de control sobre la cotización por parte del Banco Central, *aunque la rela-*

<sup>5</sup> El libro ya citado de Díaz Alejandro, el mejor que se escribió desde el punto de vista académico sobre la devaluación argentina y que muestra una percepción muy aguda del tema, no alcanza a "cerrar" el concepto, precisamente porque no distingue entre las devaluaciones voluntarias y las obligadas. Analiza la política monetaria restrictiva cual si se tratara de una decisión independiente, separable de la devaluación. Al no explicitar el carácter obligado de la devaluación, tampoco queda claro que la política monetaria restrictiva y la recesión constituyen parte integrante del paquete que provee el efecto ingreso necesario para equilibrar el sector externo. Por la lucidez que revela Díaz Alejandro sospecho que vio el problema mejor que lo que lo describe y que tal vez no quiso abrir frentes todavía más polémicos que los que ya había abierto con su libro. Sin embargo, la falla es importante pues hace creer a muchos que la devaluación es, en principio, una solución para el desequilibrio externo argentino y que el único error consistía en políticas monetarias restrictivas. Esta es la impresión generalizada que he recogido en la comunidad académica de Estados Unidos, familiarizada con el libro y entre algunos economistas locales. Se desprende, por ejemplo, del trabajo de Jeffrey Nugent, *Country Study Argentina*, University of Southern California, 1965.

*ción entre el tipo de cambio y los costos... haya sido adecuada.* El tipo de cambio, en lugar de quedar fijado en el nivel correspondiente a los precios y costos del sector exportador-agropecuario en la Argentina, se desplaza hasta llegar a un nivel suficiente para provocar un brusco incremento de los precios agropecuarios y también de los ingresos respectivos, por encima de sus valores habituales. Por lo tanto, la devaluación inicia un aumento de los precios internos y desencadena una espiral inflacionaria. Se invierte así la relación tradicional de causa y efecto entre la inflación y la devaluación: *ésta, en lugar de ser una consecuencia de aquélla, pasa a ser su causa.* El objeto de esta inflación es llevar a una recesión y por medio de ella, reducir la demanda de divisas al nivel de la oferta.

Recordemos que en la inflación de demanda la secuencia en el tiempo es: aumento de demanda, de precios, de salarios y aumento del tipo de cambio, con una transferencia de ingresos a favor de los empresarios que trabajan para el mercado interno.

En la inflación cambiaria, la secuencia se invierte. Primeramente se produce el desequilibrio externo y sube el tipo de cambio, adelantándose al nivel general de los precios internos. Tiene así lugar una transferencia de ingresos a favor del sector agropecuario, a expensas de las utilidades empresarias no agropecuarias y de los salarios. Posteriormente suben los precios, con lo cual los ingresos de los empresarios no agropecuarios reconquistan en parte su posición anterior. El último eslabón de la cadena es el alza de los salarios, que tratan de reconquistar su nivel perdido. Pero si mientras tanto no se ha eliminado el desequilibrio externo inicial, el tipo de cambio vuelve a subir y el sector agropecuario conserva su delantera.

No obstante, en la práctica el diagnóstico de la inflación a partir del adelanto o atraso en la distribución de ingresos sería muy subjetivo, ya que dependería del momento elegido como punto de referencia. El nivel de actividad brinda un indicio mucho más objetivo. *Mientras que los diagnósticos tradicionales tienden a atribuir todos los fenómenos inflacionarios al exceso de la demanda con respecto a la oferta global, que se produce una vez que el nivel de actividad lleva a la superplena ocupación de la capacidad productiva, la inflación cambiaria se caracteriza por una obligada recesión.*

Volviendo a mi ejemplo anterior de una larga carretera con cierta capacidad máxima de tránsito, la inflación de demanda sería análoga a los disturbios y aglomeraciones por encima de esta capacidad máxima.

La inflación cambiaria se asemeja al caso de la carretera de cuatro vías, suficiente para dar cabida a todo el tránsito que puede existir, pero con un puente angosto de dos carriles en el sitio donde el tránsito se embotella. Aquí el disturbio se produce en un solo lugar, por culpa del estrangulamiento, propagándose posteriormente hacia atrás, a lo largo de la carretera y limitando el tránsito al volumen que dejar pasar el cuello de botella representado por el puente.

Si recu- nos a otra imagen, la inflación de demanda se puede considerar un mecanismo donde el techo formado por la oferta monetaria "tira" desde arriba a una estructura productiva y cuyo piso está dado por los precios y costos. Mientras la estructura no se aproveche a pleno, responde elásticamente, expandiéndose en respuesta al estímulo y el piso — sea los precios— no se mueve. Llegada al pleno empleo, la estructura pierde su elasticidad y el movimiento del techo se transmite al piso, momento a partir del cual comienza la inflación de demanda.

En la inflación cambiaria todo sucede como si el sistema productivo estuviese empujado desde abajo por el alza del precio de las divisas, que se propaga a los demás costos y precios y como si chocara con un techo monetario que se resistiese a esta presión. El alza de precios se frena, pero a fuerza de "comprimir" la estructura productiva, hasta llevarla a una recesión.

Según anticipé, el carácter recesivo de la inflación cambiaria invierte también la relación tradicional entre la inflación y el déficit del presupuesto. Mientras que en la inflación de demanda el déficit provocado por la ineficiencia estatal y la indisciplina fiscal es el causante de la inflación, aquí el déficit fiscal aparece como última consecuencia de una cadena de acontecimientos que se inicia con el desequilibrio externo. Igual a lo que sucede en una inflación de costos, el aumento de los costos internos provocado por la devaluación provoca el aumento de los gastos estatales. Sin embargo, no existe un incremento equivalente de las recaudaciones, ya que éstas se relacionan con los precios del período anterior.

Pero en la inflación cambiaria surge otro motivo más de déficit fiscal y su gravitación es mucho mayor. La recaudación fiscal es muy sensible a los cambios en el nivel de la actividad y, en general, cae más que proporcionalmente cuando éste descende. Además, la recaudación sufre la acción de la iliquidez monetaria pues la falta de créditos obliga a las empresas a refinanciarse a costa del fisco, incurriendo en moras crónicas. Por lo tanto, el primer síntoma de desequilibrio en la balanza de pagos y de caída de la liquidez con la cual se procura evitarlo, es siempre un desequilibrio entre los ingresos y egresos estatales.

No bien baja el nivel de actividad, la caída se acentúa y las recaudaciones disminuyen más que proporcionalmente con la baja del ingreso global. Esto se debe, por un lado, a que los réditos gravados bajan mucho más rápidamente que el ingreso y, por el otro, a la iliquidez e insolvencia de muchas empresas, que les impide pagar hasta los impuestos que adeudan.

En los años 1961-1963 pudimos ver en Argentina un ejemplo práctico de este fenómeno. Debido a la iliquidez monetaria las recaudaciones de 1961 ya habían caído mucho respecto de las previsiones. Pero esa caída se acentuó mucho más en la crisis de 1962-1963. Traduciendo a moneda constante (aplicando el índice de precios mayo-

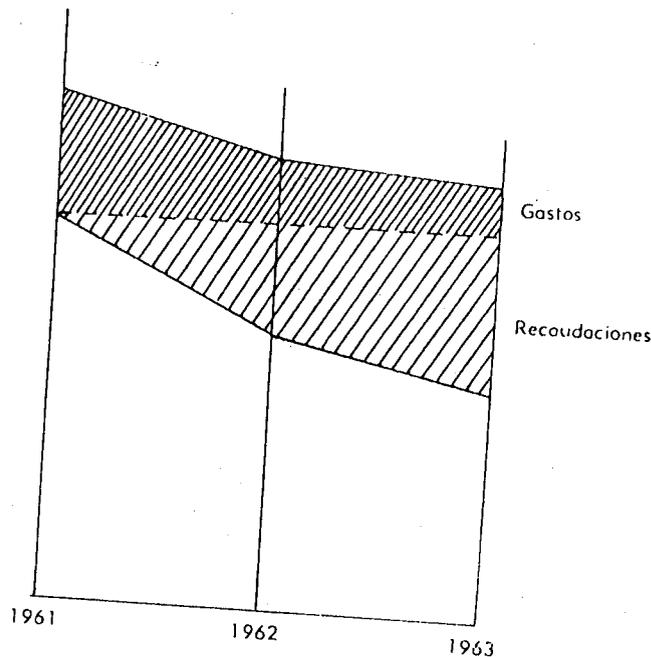
ristas) los ingresos y egresos fiscales del último de estos períodos, se observa claramente cómo aumentó el déficit en 1962 y 1963, a pesar de haber bajado las erogaciones.

Conceptos	1961	1962	1963
1. Erogaciones	282,6	247,9	242,5
2. Rentas generales	216,1	151,7	128,2
3. Déficit (1-2)	66,5	96,2	114,3

(Extraído del informe de IDES, Buenos Aires, diciembre de 1964).

Pasando estas cifras a un gráfico, el área cuadrículada representa lo que se puede llamar déficit original suponiendo que la recaudación de 1961 se pudiera considerar normal (cosa que, según señalé, no es cierta). Pero aun así, el área del déficit inducido y representado por la zona rayada sobrepasa con creces el déficit original.<sup>4</sup>

GRÁFICO 1



<sup>4</sup> Fenómenos similares aparecen claramente en la descripción de otros planes de "estabilización". Véase Rosemary Thorp, *Inflation and Orthodox Economic Policy in Peru*, Center for Latin American Studies, University of California, 1967.

En consecuencia, aun suponiendo una EPP utópica, con la mayor eficiencia estatal, una perfecta disciplina fiscal y un sector asalariado que nunca pide incrementos salariales mayores que los justificados por el incremento de la productividad, el presupuesto quedaría igualmente desequilibrado en la primera crisis de balanza de pagos, a raíz de la inflación cambiaria.

El fenómeno es acumulativo, pues el déficit fiscal pone en marcha una serie de mecanismos que llevan al descenso de la eficiencia en el sector público. Las empresas y entes estatales requieren permanentes inversiones en el reequipamiento. En mayor medida todavía su eficiencia depende de la existencia de adecuados mecanismos decisionales que son el fruto de una continua acción empresarial tendiente a entrenar, motivar y jerarquizar la función pública y a formar cuadros administrativos y técnicos idóneos.

Una consecuencia inmediata de la reducción de los ingresos fiscales es la disminución de las inversiones estatales. Sobrevienen seguidamente los atrasos en los pagos al personal, la caída en las remuneraciones reales de los funcionarios y, a menudo, una obsesiva insistencia en la ineficiencia estatal, que suele culminar en suspensiones y despido del personal. Se desalienta así al máximo a los funcionarios, despojando al sector público de los agentes más capaces. La descapitalización y la desintegración humana terminan por destruir organismos estatales enteros, convirtiéndolos muchas veces en meros esqueletos formales sin ninguna capacidad de ejecución.

##### 5. INFLACION CAMBIARIA FRENTE A INFLACION DE COSTOS

Del análisis anterior surgen ciertas similitudes entre la inflación cambiaria y la de costos. En ambos casos los aumentos de precios se pagan a través de los costos como también la inflación puede coexistir con la recesión, y el déficit del presupuesto aparece como consecuencia de la inflación. Sin embargo, existen diferencias muy importantes entre las dos inflaciones; fundamentalmente un hecho crucial: las consecuencias recesivas de la inflación cambiaria no pueden ser neutralizadas mediante la expansión monetaria. En cambio, el efecto recesivo de las inflaciones de costos pueden evitarse sin mayor dificultad.

La inflación cambiaria se origina en un estrangulamiento real de la oferta de divisas y tanto sus efectos distributivos de los ingresos como la recesión constituyen el mecanismo indirecto por medio del cual el mercado se adecúa a esta escasez. De allí que, según vimos, la recesión que provoca la inflación cambiaria no es subsanable por la vía de una reactivación monetaria. Cuando el incremento de la demanda pretende anular esta acción equilibrante del mercado sin ofrecer ningún otro mecanismo de reducción de demanda de divisas, su único efecto es "embalar" la inflación.

En las inflaciones de costos el móvil del alza de precios más frecuente está constituido por los aumentos salariales. Aquí no se trata de una escasez genuina, sino de la presión de un sector que, mediante un acuerdo entre las partes o una decisión del gobierno, logra hacer que sea mayor su participación en el ingreso.

Dije que, cuando el incremento de circulación monetaria que sigue al aumento de los salarios no es superior al necesario para restituir la liquidez al nivel anterior, simplemente impide que caiga la demanda, o sea que este tipo de expansión correctiva nunca puede elevar la demanda por encima de la capacidad productiva y, por lo tanto, no puede provocar una elevación de precios. (Esto suponiendo que no haya estrangulamientos en la oferta, ya que en este caso se estaría frente a una inflación estructural y no una inflación de costos). Por consiguiente, el efecto recesivo hacia el cual empuja la inflación de costos a través de la iliquidez monetaria puede ser evitado mediante una expansión monetaria que, puede emplearse para financiar el déficit del presupuesto *sin que esto signifique "embalar la inflación"*.

Supongamos el caso peor de inflación de costos, o sea que los empresarios o el gobierno ceden ante la presión de los asalariados sin que exista una decisión o una posibilidad real de concederles un aumento de participación en el ingreso. En tales circunstancias, al aumento nominal seguirá una pronta restitución de las relaciones anteriores entre el tipo de cambio y los salarios, que anulará el aumento otorgado y dará lugar a una nueva presión en procura de aumentos salariales. Sin embargo, aun en este caso, la velocidad de avance de la inflación estará determinada por la periodicidad de los aumentos salariales y será independiente de la restitución de la liquidez previa.

Volviendo a la analogía anterior, que establecimos al tratar sobre la inflación cambiaria, en ésta el piso es impulsado hacia arriba por la reacción instantánea del mercado de cambios ante la insuficiencia de oferta de divisas y la "compresión" no se remedia con medidas puramente expansivas. Si para aliviar dicha compresión se levanta el techo monetario hacia arriba, vuelve a subir *instantáneamente* el piso, manteniéndose el mismo grado de "compresión". Las tentativas de "descomprimir" se traducen en una subida más rápida del piso.

En cambio, en lo que se refiere a la inflación de costos, el piso es impulsado por mecanismos decisionales relativamente independientes de las variaciones de demanda. Por lo tanto, al levantarse el techo monetario el piso, o no lo sigue o lo hace en forma demorada después de nuevas negociaciones salariales y la "compresión" mientras tanto se elimina.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Conviene señalar una excepción. A veces los gobiernos, ante la presión política de los sindicatos, otorgan una garantía del nivel del salario real y, lo que es más importante, *garantizan el reajuste instantáneo de los salarios nominales*. Ocurre también que el salario real garantizado explícitamente resulta superior al que surge como resultado de las fuerzas del mercado que operan dentro del contexto cambiario, impositivo y crediticio establecido por el mismo gobierno. En

La inflación cambiaria, por sus efectos directos e indirectos, constituye con toda probabilidad la fuente más importante de fenómenos inflacionarios en las EPD, ya que en última instancia es la que interrumpe todos los esfuerzos estabilizadores. Sus periódicas explosiones desencadenan a su vez períodos compensatorios de inflaciones de costos durante los cuales los asalariados tratan de reconquistar su posición perdida a raíz de la devaluación. Esto, unido al fenómeno intenso pero más permanente de alzas de precios derivadas de los estrangulamientos internos —imposibles de subsanar por insuficiencia de divisas— crea el acostumbramiento a las inflaciones. Las expectativas inflacionarias realimentan el proceso y en algunos períodos se convierten en causas autónomas de éste.

En la Argentina la inflación cambiaria en su expresión neta se dio en los años 1959 y 1962. El fenómeno iniciado con la devaluación del año 1970 que, junto con el problema de la carne, contribuyó a quebrar el proceso de estabilización iniciado en 1967,<sup>6</sup> es asimilable también a la categoría de las inflaciones cambiarias. Finalmente los aumentos de precios desencadenados por las devaluaciones que se iniciaron a partir de setiembre de 1971 hasta marzo de 1972, constituyeron asimismo una manifestación típica de una inflación cambiaria.

#### 6. LA ESTABILIZACION NO RECESIVA CORRESPONDIENTE A LA INFLACION CAMBIARIA Y EL PROBLEMA DEL DIAGNOSTICO

Tal como sucede con todas las inflaciones estructurales, existen dos métodos alternativos de enfrentar una inflación cambiaria; se trata precisamente de los dos que se ofrecen para encarar el desequilibrio externo: el de la alternativa expansiva y el de la alternativa recesiva. La primera implica una acción directa, conducente a la eliminación del estrangulamiento en la oferta de divisas. A corto plazo, el método exige el máximo racionamiento del gasto de divisas compatible con el funcionamiento normal de la estructura productiva. Aunque por lo común incluye la necesidad de un control de cambios a fin de restringir los gastos financieros, este control, si bien puede ser necesario, nunca constituye por sí solo una solución, pues el desequilibrio principal siempre es de naturaleza comercial. Por lo tanto, al margen de las

otras palabras, aparece una incoherencia entre el salario real garantizado explícitamente y las medidas económicas que establecen el contexto dentro del cual opera el mercado que lo fija implícitamente. La discrepancia entre el salario real prometido y las medidas concretas que se adoptan impide alcanzarlo. Sin embargo, el compromiso tomado obliga a corregir las discrepancias que se producen en forma instantánea. Se llega así a una inflación de costos autoacelerante, de características similares a la inflación cambiaria.

<sup>6</sup> Los principales efectos inflacionarios fueron neutralizados en gran medida mediante derechos compensatorios a la exportación tradicional y una reducción compensatoria de derechos de importación. No obstante, a causa de la imposibilidad de compensarlos exactamente existieron considerables efectos inflacionarios residuales.

*medidas restrictivas de emergencia en materia financiera y de importaciones, la estabilización no recesiva exige políticas de fondo, consistentes en la promoción de las exportaciones industriales, el estímulo a las exportaciones tradicionales y la sustitución orgánica de las importaciones.*

En otras palabras, la estabilidad no recesiva frente a la inflación cambiaria (e indirectamente por la masa de maniobra en divisas que permite obtener, frente a todas las inflaciones estructurales) implica una política orgánica de balanza de pagos, tendiente a neutralizar la limitación externa. Dedico la segunda parte de este libro a la descripción sistemática de la política mencionada. Según veremos, las mayores dificultades que se oponen a ella se originan en las trabas conceptuales derivadas del complejo marco analítico de la teoría tradicional. Empiezan con una ceguera que impide ver los desequilibrios externos autónomos, siguen con una confusión —aparentemente inocente— de la terminología utilizada para clasificar las inflaciones y terminan con un virtual bloqueo de la percepción de las inflaciones cambiarias.

Las excepciones a esta ceguera se dan en la bibliografía estructuralista, donde se encuentran referencias a la inflación cambiaria. Sin embargo, aun en este caso la influencia de la teoría tradicional se hace sentir e impide que se esclarezca la esencia de este fenómeno inflacionario, diferente tanto de la inflación de demanda como de la inflación de costos. Incluso inhibe a los autores a darles un nombre propio que afirme su carácter distintivo.

Varios autores tratan el tema. Así, Dudley Seers define el proceso de industrialización sustitutiva y plantea un modelo formal en el que muestra cómo se produce la inflación originada en las devaluaciones y causada por la divergencia entre las importaciones y las exportaciones. Con todo, hasta donde sé, no llega estudiar el modelo más allá de este diagnóstico.<sup>7</sup>

Tal vez la explicación más completa sea la de Prebisch, que describe muchos de los síntomas de la inflación cambiaria y establece una clara contraposición entre la técnica de estabilización no ortodoxa y la ortodoxa. Dice:

"En esto consiste esencialmente la fórmula ortodoxa de estabilización monetaria: comprimir el ingreso hasta que las importaciones desciendan al nivel que pueda cubrirse con exportaciones. No lo disimulan sus partidarios: es el sacrificio temporal que hay que realizar para el saneamiento de la economía.

"Erigida esta posición ortodoxa en dogma indiscutible no se han buscado otras formas de política antiinflacionaria concordantes con las exigencias del desarrollo económico. Muy serio es el perjuicio que han sufrido algunos países que han seguido

<sup>7</sup> *Theory Inflation and Growth in Under-Developed Economies Based on the Experience of Latin America*; Economic Growth Center, Yale University.

una política semejante por convicción o por obra de las circunstancias. Urge, pues una fórmula no ortodoxa de estabilización monetaria.

"El concepto esencial de esta fórmula tiene que ser el cierre del circuito abierto sin provocar la contracción del ingreso. En la sección II se ha explicado en qué consiste esta operación: hay que hacer desaparecer la demanda excesiva de importaciones y desviarla internamente para mantener, en forma no inflacionaria, la demanda de los factores productivos empleados en las actividades de inversión."<sup>8</sup>

Empero, la presentación resulta tan entrelazada con otras inflaciones estructurales y con inflaciones de costos que tampoco deja muy claro el carácter específico de la inflación cambiaria.

Otro autor que establece una relación entre la inflación y el sector externo es Celso Furtado. Al referirse a los problemas de balanza de pagos dice:

"... otra forma de eludir las principales dificultades del problema consiste en concentrar la atención en sus síntomas inflacionarios. Siempre es más fácil manejar semejante problema si lo llamamos inflación: una enfermedad bien clarificada con muy bien anunciadas terapéuticas. Durante los últimos diez años éste ha sido el enfoque del problema hecho por las misiones internacionales enviadas en auxilio de los gobiernos latinoamericanos."<sup>9</sup>

Quien describe también la inflación cambiaria, aunque sin darle ningún nombre y diciendo únicamente que se trata de una "inflación de precios combinada con deflación de ingreso real", es Díaz Alejandro. Sin embargo, a pesar de no denominarla, el análisis que hace indica con mucha claridad sus características. Menciona que la devaluación no es suficiente para estimular exportaciones de manufacturas, señala la inelasticidad de la oferta agropecuaria y subraya que:

"En contraste con la mayoría de los países latinoamericanos, Argentina absorbe partes significativas de gran cantidad de los productos que exporta, proveyendo así un poderoso vínculo por medio del cual la devaluación puede afectar toda la economía, a pesar de que la relación entre las exportaciones realizadas y el producto bruto interno es pequeña."

Señala más adelante, que:

"Las presiones inflacionarias en Argentina han surgido de tres principales orígenes inmediatos: una expansión crediticia excesiva por parte del sector bancario, incluyendo el Banco Central, para financiar déficit públicos o privados, pero en particular los primeros; masivos aumentos salariales y las devaluaciones del tipo de cambio.

<sup>8</sup> *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano*, op. cit., pág. 182.

<sup>9</sup> *El desequilibrio externo de las economías subdesarrolladas*; Trimestre Económico, abril-junio 1958, pág. 232. También puede verse, del mismo autor, *Desarrollo y subdesarrollo*. Buenos Aires, Eudeba, 1965.

"En diferentes puntos de la espiral inflacionaria de estas fuentes aparece como una fuerza autónoma detrás de la presión inflacionaria, mientras que los otros parecen seguir en forma pasiva, pero tomando el período 1943-1961 como un todo una generalización así resulta imposible."

Señala también que estas fuentes inmediatas de inflación se ven influidas a su vez por causas económicas y sociales reales, algunas de las cuales fueron mencionadas previamente; por ejemplo, el estancamiento de la producción agropecuaria exportable mientras el resto de la economía seguía expandiéndose fue el factor clave para forzar a devaluaciones periódicas del tipo de cambio. Se puede culpar asimismo de la escasez de divisas a la incapacidad del sector industrial para generar sustanciales exportaciones de manufacturas.

Lo que llama la atención en el libro de Díaz Alejandro es el reconocimiento implícito de una estructura productiva diferente, que exige un tratamiento distinto del tradicional:

"La experiencia argentina de 1955-1961 muestra el caso de una economía que después de dejar de lado, o por lo menos de haber descuidado, el mecanismo de precios como guía de la asignación de recursos por varios años, de repente se vuelca a él con la esperanza de solucionar sus severos desbalances estructurales. Estos desbalances, generados como resultado de años de descuidar los necesarios cambios marginales en la estructura de producción, causaron una alta propensión, marginal a corto plazo, a importar y el estancamiento de las exportaciones que persiguieron a la Argentina durante los últimos 15 años. La situación hizo muy difícil lograr el equilibrio en las cuentas nacionales junto con una alta tasa de crecimiento, igual que expandir la inversión a expensas del consumo. En estas circunstancias el mecanismo de precios, un instrumento delicado y más efectivo para inducir pequeños cambios en la estructura de producción y de consumo, pierde gran parte de su utilidad."<sup>10</sup>

Salvo el menor énfasis que se pone aquí, el hecho de no dar un nombre específico a la ERD y con excepción del leve tono desaprobatorio que se trasluce respecto de las políticas que habían dejado de lado el mecanismo de precios, el párrafo coincide con el espíritu de este libro.

No obstante, los pocos trabajos citados, que con mayor o menor detalle muestran el carácter específico de la inflación cambiaria, distan de ser suficientes para inspirar la estabilización no recesiva, ya que desaparecen virtualmente en la marca de interpretaciones que identifican a esa inflación con la de demanda y que inspiran la filosofía estabilizadora tradicional.

<sup>10</sup> Carlos Díaz Alejandro. *Exchange Rate Devaluation in a Semi-Industrialized Country; The Experience of Argentina, 1955-1961*; op. cit.; págs. 88, 116 y 189.

## 7. LAS POLÍTICAS "ESTABILIZADORAS" TRADICIONALES DEL FMI

En realidad, las políticas estabilizadoras tradicionales son siempre las mismas, frente a cualquier tipo de inflación. Consisten en la restricción monetaria y el aumento de las cargas fiscales, así como en la disminución de gastos e inversiones estatales. Esta política que, en todos los demás casos, resulta adecuada para encarar la inflación de demanda, frente a otras inflaciones es un sustituto recesivo —muy pobre e ineficaz— de políticas estabilizadoras idóneas. Afortunadamente, la presión política impide que este tipo de estabilización se emplee mucho ante las inflaciones de costos y en estos casos lo más corriente es que los gobiernos intervengan de una manera más o menos directa en la fijación de salarios y precios. Se lo utiliza frente a las inflaciones estructurales provenientes de estrangulamientos de la oferta interna, pero no con demasiada frecuencia. El uso principal de la estabilización tradicional está reservado a los casos de inflaciones cambiarias en el marco de los planes del Fondo Monetario. Por lo tanto, de aquí en adelante cuando haga referencia a los planes de "estabilización" tradicionales o a la filosofía "estabilizadora" tradicional, sin especificar el tipo de inflación que pretenden combatir, se sobreentenderá que se trata de la reacción tradicional al desequilibrio externo, apoyada en forma activa o doctrinariamente por el FMI.

En la práctica los planes de "estabilización" del Fondo tienen muy poco que ver con la estabilización. Todo lo contrario; por lo general desencadenan inflaciones cambiarias mucho más fuertes que lo que lo hacen las políticas presuntamente inflacionarias, que incluyen los aumentos de la demanda y de los salarios. De allí la justificación de las comillas que pongo a la palabra "estabilización" cuando se refiere a los planes del FMI.

La filosofía de los planes del Fondo se basa en la identificación de la inflación cambiaria con el exceso de la demanda, diagnóstico compartido explícita o implícitamente por la amplia mayoría de los economistas nacionales o extranjeros. Para citar algunos diagnósticos políticamente influyentes, podemos comenzar con uno local, el de Carlos García Martínez. Su importancia política se origina en el hecho de que el autor es el principal asesor económico de la Unión Industrial Argentina, la que, de acuerdo con el sentido común, tendría que ser portavoz de la estabilización no recesiva. Sin embargo, según el libro *Inflación argentina*:

"... lo que todos denominamos "devaluación" es sólo un "ajuste a la realidad". La devaluación exterior de una moneda es consecuencia de su depreciación interna ... La responsabilidad del Estado está en la devaluación interna de la moneda, no en la externa, que es siempre un epifenómeno de la primera."<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Consejo Empresario de Cooperación; Buenos Aires, 1965, pág. 337.

Otro diagnóstico similar, en su tiempo muy ilustre, fue el del Dr. Guillermo Walter Klein (padre), quien se había desempeñado como representante argentino ante el Fondo Monetario. En una conferencia sobre inflación, pronunciada en la reunión de Río de Janeiro en enero de 1963, dice:

"En cuanto a las devaluaciones, no las hace el que quiere sino el que no tiene otro camino (salvo un rígido control de cambios). Cuando la moneda ha perdido valor interno, por el aumento de los costos, por aumentos de salarios y emisiones no queda otra salida que permitir que el valor externo se ponga a nivel."

Para ver el ejemplo del diagnóstico que inspira el gobierno norteamericano se puede mencionar *Inflation in Latin America*, Estudio de la Alianza para el Progreso, trabajo escrito en 1967 por Raymond Mikesell, en el que se asegura enfáticamente que la devaluación es siempre consecuencia de la inflación interna anterior.

Por último, el diagnóstico más importante es el de Constanzo en *Programas de estabilización económica en América Latina*,<sup>12</sup> pues refleja la posición doctrinaria del FMI. Según señala el autor —que se había desempeñado como subdirector del Fondo— las dificultades de balanza de pagos en Latinoamérica provienen casi siempre de una inflación a la que identifica con el exceso de la demanda, y dice, además:

"Cualquier efecto sobre la balanza de pagos podría ser absorbido por el uso de las reservas internacionales del país. A falta de ellas, sería necesaria una política antiinflacionaria, es decir, tendrá que reducirse el crédito y el circulante hasta el punto necesario para que disminuya la demanda corriente de importaciones hasta el nivel de los ingresos provenientes de las exportaciones."

Hay una diferencia sutil, pero muy importante con las citas anteriores. Constanzo es más específico y señala claramente que el exceso de la demanda se produce con respecto a la disponibilidad de divisas, la que adquiere así características de nivel de referencia "normal" para la economía. La política antiinflacionaria del Fondo consiste en eliminar este exceso, o sea, en buen romance, no es otra cosa que la alternativa, conocida ya, de equilibrar la balanza de pagos por la vía recesiva.<sup>13</sup>

La medida principal de la recesión es, como siempre, una política monetaria restrictiva: una contracción del crédito bancario y una limitación a la emisión de dinero nuevo, cosa que se permite únicamente si existe un respaldo de oro o de divisas. En particular se

<sup>12</sup> *Programas de estabilización económica en América Latina*; CEMLA, México, 1961.

<sup>13</sup> Aquí se ve claramente el carácter inhibitorio de las definiciones según las cuales la inflación de demanda se produce cuando hay exceso de demanda con respecto al factor más escaso. Esta terminología impide percibir la diferencia entre la limitación por capacidad productiva y por el sector externo.

insiste en el equilibrio del presupuesto —un verdadero dogma religioso para el Fondo—, salvo que existe el financiamiento externo del déficit.

La política monetaria restrictiva y la necesidad de mantener equilibrado el presupuesto se justifica —como siempre— en la necesidad de frenar la inflación. Pero aquí nuevamente se plantea el problema del tipo de inflación que se procura reprimir. Habiendo recursos ociosos no puede tratarse de una inflación de demanda ya que, desde este punto de vista, la expansión de los créditos y el déficit del presupuesto no sólo no llevarían a un exceso de demanda, sino que incluso deberían ser deseables de por sí, como fuente de reactivación.

La limitación de las emisiones de dinero y de la expansión crediticia se debe precisamente al deseo de evitar esta reactivación. Cualquiera de los procedimientos expansivos anularía el mecanismo de restricción monetaria que mantiene y limita el nivel de actividad por debajo del pleno empleo. En consecuencia, si apareciera un déficit del presupuesto, la actividad subiría a niveles que, aunque perfectamente tolerables desde el punto de vista de la capacidad productiva, serían incompatibles con el nivel dado por el cuello de botella en el sector externo.

Así, pues, el Fondo no se opone al déficit del presupuesto o a la expansión de créditos por el motivo de que podrían ser inflacionarios en el sentido convencional de la palabra, llevando la demanda hacia niveles superiores a la capacidad productiva. Se opone en razón de que esta expansión sería inflacionaria por llevar dicha demanda a valores que, aunque inferiores a la capacidad productiva, resultarían superiores al nivel que permite alcanzar la disponibilidad de divisas. En otras palabras, el Fondo efectivamente se opone a la expansión porque sería causante de una inflación, pero no de una inflación de demanda sino de una inflación cambiaria.

Para percibir la verdadera naturaleza de los objetivos que persigue el Fondo basta analizar las características de la restricción monetaria aplicada. Según dije, aunque en sus planes de "estabilización" el FMI prohíbe terminantemente la emisión o una expansión crediticia sin respaldo de divisas, no objeta aquella emisión o expansión respaldada y —lo más interesante— no pone ningún inconveniente a que el gobierno emita moneda para cubrir el déficit del presupuesto sobre la base de préstamos del exterior, cuyas divisas sirvan de respaldo a la emisión.

La idea de que la emisión no respaldada es inflacionaria, mientras que la misma emisión, cuando se basa en reservas internacionales o en préstamos del exterior, crea fondos genuinos que no son inflacionarios, se podía aplicar —con muchas restricciones— en regímenes de libre comercio internacional en los que los precios internos estaban vinculados fuertemente con los externos.<sup>14</sup> En las ERP el efecto directo

<sup>14</sup> Toda la noción de respaldo se basa en la premisa de que si los precios internos crecen en exceso, las compras se vuelven hacia las importaciones, frenando el alza interna. Sin embargo, aun habiendo libertad de comercio internacional, la

de una expansión monetaria sobre los precios internos es exactamente el mismo, se halle o no respaldada esta expansión en divisas. Si el pleno uso de la capacidad productiva hace que una emisión sea inflacionaria, lo será en los dos casos. Si hay capacidad ociosa —tal como sucede en el caso que nos ocupa—, la emisión no será causante de inflación de demanda en ninguno de ellos. La verdadera utilidad del respaldo de oro o de divisas no reside, pues, en que los fondos así creados son más "genuinos" que los no respaldados, sino en que la disponibilidad de divisas permite aumentar la circulación monetaria y reactivar la economía sin que el aumento de la demanda se enfrente con la limitación proveniente del cuello de botella externo y provoque inflación cambiaria.

La política que describí hasta ahora, aunque implica la recesión, sería verdaderamente estabilizadora, sin comillas. Sucede, sin embargo, que la restricción monetaria aplicada de modo aislado puede subsanar el desequilibrio externo únicamente cuando éste no es demasiado fuerte, tal como sucedió en la Argentina a mediados de 1961 o a fines de 1969. Cuando el desequilibrio es más severo, resulta políticamente imposible imponer una restricción monetaria de intensidad suficiente y se hace necesaria una combinación de restricción monetaria y devaluación.

Según dice Constanzo:

"La eliminación de un déficit de la balanza de pagos requiere una combinación de políticas y medidas tendientes a ajustar el nivel de la demanda a la disponibilidad de los recursos reales y a fijar el tipo de cambio a niveles realistas o ambas cosas a la vez."<sup>15</sup>

Es así como, en la mayoría de los casos, los planes de "estabilización" se inician con la fijación del tipo de cambio en un "nivel realista", léase con una fuerte devaluación. Dado que esta devaluación desata una espiral de inflación cambiaria no hace falta contraer la cantidad de dinero en circulación para imponer la restricción monetaria. Con el fin de restringir la cantidad de dinero basta un procedimiento políticamente más fácil: impedir que su provisión se expanda a la par de los costos.

De modo que el paquete de medidas completo incluye normalmente la devaluación y la restricción monetaria y también —tal como veremos— la liberalización del sector externo. El nombre de políticas "estabilizadoras" que se da a estos paquetes es totalmente ajeno a la

acción estabilizadora se ejerce tan sólo sobre los bienes comerciables internacionalmente, que en cualquier país constituyen una fracción menor de los bienes y servicios. Esta acción —ya de por sí reducida— desaparece casi por completo en las ERP, en las cuales la mayoría de los precios internos queda aislada de los precios internacionales por los regímenes de protección. Se trata aquí de otro concepto heredado del patrón oro, con poca vigencia actual en el mundo y ninguna en las ERP.

<sup>15</sup> *Programas de estabilización económica en América Latina*, op. cit., pág. 29.

realidad. En la Argentina los golpes inflacionarios más fuertes no correspondieron a las inflaciones de demanda ni a las de costos, sino precisamente a las inflaciones cambiarias, desatadas por las devaluaciones.

Surge así una evidente contradicción entre el nombre de los planes y sus efectos. No obstante, en el terreno económico el poder de los esquemas es tan fuerte que aun en medio de violentas inflaciones cambiarias los medios especializados siguen refiriéndose a la política del Fondo llamándola política "estabilizadora" sin que nadie parezca percatarse de la contradicción.

La denominación, que parece una burla, tiene su lógica interna. Para descubrirla tenemos que referirnos a la filosofía del Fondo. A pesar de que en la Argentina la política económica elabora a menudo sus dictados bajo el signo de lo que hará o dirá el Fondo, el país prácticamente no sabe qué es este organismo, por qué exige y de dónde proviene su pasión moralizadora, que lo hace condicionar su ayuda a las medidas recesivas internas en pos de la estabilidad.

El Fondo Monetario Internacional es un organismo de crédito internacional creado para que se efectúe el *libre intercambio internacional* (libre comercio y libre transferencia de capitales). Con el fin de lograr estos objetivos y evitar que, ante los desequilibrios transitorios de sus balanzas de pagos, los países miembros tengan que recurrir a controles de cambio e importaciones, el Fondo está autorizado a otorgarle una ayuda en divisas.

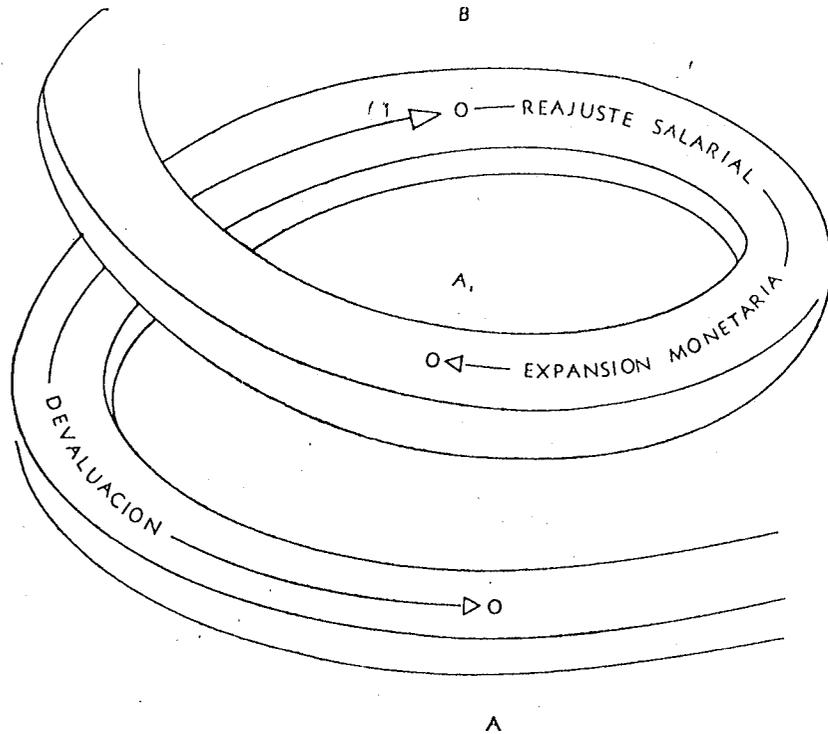
Este préstamo, aunque poco significativo, es muy importante. La tarea del Fondo es asegurarse de que no se despilfarre la ayuda que presta. En otras palabras, debe estar convencido de que el desequilibrio es transitorio y de que el país que recibe la ayuda tomará medidas para remediar la situación del sector externo que la hizo necesaria. La comunidad bancaria confía en el criterio técnico del Fondo; así como una tarjeta del Diner's Club abre las puertas a los demás créditos, el pequeño préstamo, frecuentemente simbólico, del Fondo sirve de aval automático para la obtención de créditos mucho más importantes.

La preocupación del Fondo *no es, pues, combatir la inflación sino lograr que el país termine con su déficit externo y llegue a ser solvente en términos de divisas*. Dado que su doctrina de libre comercio —que será analizada en la última parte del libro— le impide recomendar que se tomen medidas restrictivas con respecto a las importaciones o medidas promocionales heterodoxas en materia de exportaciones, la única alternativa que le queda es presionar en procura de la solución recesiva.

A pesar de su pretendido afán antiinflacionario, el Fondo no objeta sino que estimula los aumentos en los precios, siempre que se produzcan a partir de las devaluaciones masivas, pues en este caso dichos aumentos son recesivos y coinciden con su objetivo de alcanzar el equilibrio externo.

Pero la recesión no se podría mantener si después de la devaluación se aumentaran los créditos y si se expandiera la oferta monetaria. Por ello el Fondo se opone a los aumentos de salarios, que suelen ser mucho menos inflacionarios que las devaluaciones o a los de demanda que, en las condiciones recesivas, ni siquiera lo serían. Reitero nuevamente en que es por esta razón —*como medio de asegurarse que seguirá la recesión y el equilibrio del sector externo y no por su amor a la estabilidad de los precios internos*— que el Fondo insiste obstinadamente en la necesidad de la restricción monetaria, del equilibrio presupuestario y de la estabilidad salarial.

GRÁFICO 2



Visto en términos de una espiral inflacionaria completa, según la figura, el desequilibrio externo se desata en el punto A, donde la economía se halla en pleno empleo o por lo menos no demasiado lejos.

A partir de este punto, los planes del Fondo presuponen:

- devaluar y desencadenar así una espiral de inflación cambiaria, con el fin de llegar al punto recesivo B;*
- una vez en este punto, frenar los salarios y la expansión monetaria para evitar que se retorne al punto expansivo A.*

Dado que la primera etapa es netamente inflacionaria, en lugar de llamarse "estabilizadores" los planes tendrían que denominarse "planes inflacionarios, tendientes a detener la espiral en el punto recesivo". Sin embargo, el nombre sería poco político. Da una fuerza ideológica mucho mayor identificarse con la virtud, llamando a la primera parte "retorno a un tipo de cambio realista" y otorgando a los planes el calificativo de "estabilizadores", tal como si la única estabilización posible coincidiera con el punto recesivo B.

Analizando el proceso desde el punto de vista de la distribución de los ingresos se ve que el juego de nombres no es del todo desinteresado. El "retorno al valor realista del cambio" transfiere ingresos al sector agropecuario y, según veremos en la tercera parte del libro, coincide también con los intereses del sector intermediario financiero local. En cambio la "inflación" es la parte de la espiral que permite recuperar los ingresos a los asalariados, a los empresarios industriales y al comercio.

La situación es idéntica al juego de los comunicados en una guerra. El avance del bando que tiene los medios de difusión a su favor es "la recuperación de los territorios basada en los derechos históricos". En cambio, el avance del bando contrario es "el ataque traidor para apropiarse de las tierras ajenas".

En el caso de los planes estabilizadores la situación es la misma. El nombre virtuoso "retorno al valor realista del cambio" coincide con el avance de los sectores de mayor influencia sobre los medios de difusión y sobre los resortes ideológicos. En cambio, el nombre "inflación" coincide con el tramo que sirve para que recuperen posiciones los sectores que en la Argentina son ideológicamente muy poco influyentes.

La "estabilización" es el aumento de precios que permite que los sectores tradicionales aumenten sus ingresos. En cambio, la "inflación" es el aumento de precios que permite que recuperen su posición los demás sectores.

Según veremos en la tercera parte del libro, el manejo de la distribución de ingresos mediante una terminología que utiliza de manera arbitraria las palabras "inflación" y "estabilización", aprovechando la carga de valor que encierran, constituye un elemento muy importante de la confusión ideológica utilizada como arma en la lucha por el poder económico en la sociedad argentina.

La confusión no sólo lleva a la incapacidad de diagnosticar y subsanar el estrangulamiento externo, sino incluso a medidas real-

mente siniestras que echan leña a la hoguera inflacionaria. En la mayoría de los casos, los países que recurren al Fondo en busca de ayuda, como precio de ésta terminan tomando una serie de medidas liberalizadoras en el sector externo, que agravan aun más el estrangulamiento y obligan a devaluaciones mucho más intensas.

Por lo pronto, la actitud lógica y habitual de los países que ven seriamente amenazado el nivel de su actividad interna por el desequilibrio externo sería recurrir a algún tipo de control de cambio —abierto o disfrazado— y restringir las importaciones. En general, los planes de estabilización mantienen la libertad cambiaria o la restablecen si no existía y se inician, además, con la liberalización de las importaciones.

En particular, desde el comienzo y como concesión ritual al liberalismo, se suelen eliminar las prohibiciones a la importación de artículos prescindibles. Cuando el procedimiento se adopta después de un período de restricciones cuantitativas en un país hambriento de productos importados, se desata una ola de contrabando. Con anterioridad, la comercialización abierta del contrabando resultaba imposible ya que, estando vigentes las prohibiciones, los productos del contrabando se autodelataban por su mera existencia en plaza. En adelante, esta comercialización se hace posible, ya que una pequeña proporción de importaciones oficiales permite justificar volúmenes de contrabando mucho mayores.

Otras medidas liberalizadoras que se suelen adoptar son la desgravación de importaciones de bienes de capital y —en cuanto la situación lo permite— la desgravación de importaciones de bienes finales. Estas medidas liberalizadoras tienen dos efectos simultáneos. Desde el punto de vista interno, obligan y justifican la devaluación y una transferencia de ingresos al agro mucho mayores que las que se obtendrían sin ellas. Desde el punto de vista internacional significan una concesión al librecambismo, que hacen los países solicitantes para mostrar su "seriedad" y su intención de volver a la "buena senda".

El procedimiento está estrechamente relacionado con otro propósito de los planes de estabilización —según veremos, el más importante desde el punto de vista del Fondo—, que es la atracción de los capitales extranjeros. Se parte de la base de que en el mundo abundan capitales que buscan oportunidades para la inversión. Bastaría, por lo tanto, asegurar condiciones de confianza, estabilidad y rentabilidad para que afluyan, y eliminar así los problemas del sector externo. A raíz de esto enfoque, el "clima de confianza para el inversor extranjero" pasa a ser considerado una de las prioridades de la política. La política monetaria restrictiva tiene por misión proveer estabilidad y rentabilidad al inversor. Al devaluar y reprimir la propagación de la inflación cambiaria a los salarios aporta la estabilidad cambiaria que interesa al capital financiero. Brinda, además, rentabilidad, porque la restricción monetaria elimina las fuentes internas de financiamiento y levanta la tasa de interés en el mercado extrabancario local. Las empresas y el fisco se ven impulsados a endeudarse directamente en el

exterior para el fin de solventar sus erogaciones corrientes o a recurrir al financiamiento local, basado también en dólares. De las dos maneras —la directa o la indirecta— se promueve la entrada en el país de capitales extranjeros, fundamentalmente en la forma de préstamos.

La liberalización de las importaciones y del régimen cambiario y, asimismo, las políticas de cambio fijo frente a los costos crecientes —a las que se recurre según veremos más adelante— tienen un alto precio en divisas, que agrava el déficit que obligó a recurrir al Fondo. Este precio, que el país paga atraído por la perspectiva de obtener de manera inmediata y aparentemente fácil las divisas que necesita, significa hipotecar de modo inexorable el futuro, profundizando y cerrando cada vez más el endeudamiento acumulativo y el círculo vicioso de la dependencia externa.