

REVISTA  
DE LA  
CEPAL



NACIONES UNIDAS

23

# Revista de la CEPAL

*Director*  
RAUL PREBISCH

*Secretario Técnico*  
ADOLFO GURRIERI

*Secretaria Adjunta*  
ROSA NIELSEN



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA  
SANTIAGO DE CHILE AGOSTO 1984

**SUMARIO**

América Latina: crisis y opciones de desarrollo. <i>Secretario Ejecutivo de la CEPAL, Enrique V. Iglesias</i>	7
Elementos institucionales de una nueva diplomacia para el desarrollo (Apuntes para un libro de memorias). <i>Diego Cordovez</i>	31
Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina: un examen crítico de las políticas del Fondo Monetario Internacional. <i>Richard Lynn Ground</i>	47
El proceso de ajuste en los años ochenta: la necesidad de un enfoque global. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler</i>	85
Monetarismo global y destrucción industrial. <i>Victor E. Tokman</i>	111
La crisis estructural de la industria argentina. <i>Adolfo Dorfman</i>	127
Interrelaciones entre población, recursos, medio ambiente y desarrollo en las Naciones Unidas: en busca de un enfoque. <i>Branislav Gosovic</i>	139
La participación: una visión desde arriba. <i>Marshall Wolfe</i>	159
Publicaciones recientes de la CEPAL	185

# Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina: un examen crítico de las políticas del Fondo Monetario Internacional

*Richard Lynn Ground\**

Las medidas de política cuya aplicación propone el FMI han estado sometidas, desde la creación de esa institución, a una severa crítica. En la mayoría de los casos, dicha crítica adquiere la forma de un rechazo global de las mismas, motivado —sobre todo— por las costosas consecuencias económicas, sociales y políticas que ellas suelen acarrear.

Este artículo también adopta una actitud crítica ante la posición del FMI, pero la misma se fundamenta en un examen pormenorizado de los principales elementos que la constituyen. En efecto, el autor analiza, por un lado, el paradigma ortodoxo de ajuste y las sugerencias recientes que se han formulado a fin de incorporar al mismo la consideración de algunos factores estructurales; y, por otro, el sesgo recesivo propio de ese paradigma. Dicho sesgo se manifiesta tanto en el escaso y tardío apoyo financiero prestado a los países de América Latina por el FMI durante la crisis actual, como en las políticas internas contenidas en los programas de ajuste auspiciados por esa institución.

El examen de estas políticas internas, que constituye el núcleo central del artículo, se basa en el estudio de los 17 acuerdos con el FMI que estaban vigentes en América Latina y el Caribe a fines de 1983. En dicho examen se distinguen y analizan los criterios de ejecución, las condiciones previas y los compromisos de política; se identifican y comparan las combinaciones de políticas que contienen los acuerdos; se consideran las metas operacionales, intermedias y finales de los mismos; y, por último, se evalúa el empleo por el FMI de metas específicas fijas para los criterios de ejecución. Sobre la base de dicho examen, el autor señala las principales fuentes que alimentan al sesgo recesivo de las políticas del FMI y sugiere medidas para reformarlas.

\*Funcionario de la División de Desarrollo Económico de la CEPAL.

## I

### Introducción\*

#### A. PROPÓSITO Y JUSTIFICACIÓN DE ESTE TRABAJO

Posiblemente no haya una alternativa clara al modelo ortodoxo de ajuste, en la ausencia de un nuevo estilo de desarrollo basado en reformas internas profundas que incluyan, ante todo, el financiamiento interno de la formación de capital.<sup>1</sup> Sin embargo, ello no quiere decir que el modelo ortodoxo carezca de defectos, pues de hecho presenta una serie de anomalías y deficiencias que en la práctica perjudican innecesariamente a la economía y al bienestar de la población.

Uno de los propósitos principales de este trabajo es justamente mostrar por qué debe reformarse el modelo de ajuste que aplica el Fondo Monetario Internacional y cómo podría hacerse. El otro es dar a conocer en forma más detallada y sistemática la naturaleza y características de los programas de ajuste que auspicia dicha institución.

La investigación tiene dos importantes justificaciones. En primer lugar, hacia fines de 1983 eran diecisiete los países de América Latina y el Caribe que tenían acuerdos de ajuste con el Fondo Monetario Internacional. En segundo término, ha existido siempre y aún persiste una ignorancia sorprendente acerca del contenido específico de los programas de ajuste del Fondo. En este sentido puede ser de especial interés el estu-

\*El autor agradece a Guillermo Mundt la eficiente colaboración prestada en la preparación de los cuadros estadísticos. Asimismo, agradece a Andrés Bianchi y Adolfo Gurrieri los muy útiles comentarios que hicieron a versiones preliminares de este trabajo, cuya versión final fue terminada en marzo de 1984. Cualquier error o deficiencia que permanezca es de la exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>1</sup>Se espera desarrollar esa tesis en otra oportunidad. Han aparecido varias propuestas para enfrentar y superar la crisis actual. Véanse, por ejemplo, Enrique V. Iglesias y Carlos Alzamora Traverso, "Bases para una respuesta de América Latina a la crisis económica internacional", *Revista de la CEPAL*, No. 20, agosto de 1983; "América Latina ante la recesión", *Pensamiento Iberoamericano*, No. 4, julio-diciembre de 1983; y CEPAL, *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa (E/CEPAL/SES.20/G.17)*, Santiago de Chile, febrero de 1984. Véase también Raúl Prebisch, *Capitalismo periférico: crisis y transformación*, sexta parte, Fondo de Cultura Económica, México, 1981.

dio comparado de las características de esos programas.

Se cree haber demostrado en este trabajo, aprovechando en gran medida una serie de nuevos análisis teóricos y empíricos sobre las recientes experiencias monetaristas en el centro, que el enfoque del Fondo presenta deficiencias formales y prácticas de trascendental importancia, no sólo desde el punto de vista académico, sino teniendo en cuenta que la suerte de varios cientos de millones de individuos, incluso un 80% de la población de América Latina y el Caribe, se encuentra ligada en mayor o menor grado a los resultados de sus programas de ajuste. Con todo, al analizar el contenido de esos programas se ha visto que algunas de las críticas tradicionalmente dirigidas en contra del Fondo no parecen bien fundamentadas.

Sin embargo, tal vez el resultado más relevante de este trabajo sea que las reformas propuestas a las políticas del Fondo Monetario Internacional serían casi todas de fácil aplicación y de ninguna manera supondrían abandonar los principios básicos que rigen sus operaciones ni el paradigma que preconiza. No obstante, tengo el firme convencimiento de que esas reformas podrían significar un mejoramiento notable en la evolución de las economías que se vean obligadas por las circunstancias a acudir al Fondo.

Este trabajo consta de tres partes. En lo que resta de la primera se considerarán la naturaleza y el significado macroeconómico del proceso de ajuste y se describirá someramente el paradigma de ajuste. En la segunda parte, y núcleo del trabajo, se pone de relieve el sesgo recesivo del enfoque del Fondo. En primer término se analiza la gestión del Fondo como fuente y catalizador del financiamiento. Luego se examinan las políticas económicas internas comprendidas en los programas de ajuste del Fondo. Para ello se estudian tanto el enfoque que los sustenta como su aplicación concreta en los 17 acuerdos de ajuste que estaban vigentes en América Latina y el Caribe a fines de 1983. Por último, se desarrolla una crítica de la condicionalidad y demás políticas internas de ajuste y se proponen algunas reformas. En la tercera parte se presenta un resumen y las conclusiones.

## B. LA NATURALEZA Y SIGNIFICADO MACROECONÓMICO DEL PROCESO DE AJUSTE

Desde un comienzo conviene señalar que, cuando llega a prevalecer, la lógica del ajuste es implacable, pues surge de una restricción presupuestaria: la imposibilidad de absorber (gastar) más recursos que los que están disponibles, entre propios y prestados. Un proceso de ajuste es inevitable siempre que el déficit entre gasto e ingresos sube por sobre una magnitud que pueda sostenerse. Supone reducir la diferencia entre la inversión bruta interna y el ahorro bruto nacional —o lo que es lo mismo, aminorar el déficit en la cuenta corriente del balance de pagos— a un monto compatible con el flujo esperado —y, a la postre, efectivo— de financiamiento externo. En este marco la cuestión central es cómo minimizar el costo del ajuste. Si bien la lógica del ajuste no tiene nada que ver, por lo tanto, con las causas de los desequilibrios, ni con las políticas que se adopten —o no se adopten— frente a ellas, cabe preguntarse sobre la importancia que tiene la duración de la o las fuentes del desajuste de las cuentas externas para efectos del diseño de la política de ajuste.

Lo cierto es que el ajuste tendrá que ocurrir, y de hecho tendrá lugar, si el desequilibrio no puede financiarse. Asimismo, independientemente del origen —interno, externo o ambos a la vez— del desajuste, un desequilibrio entre el gasto y el ingreso no puede perdurar a falta de financiamiento externo. En cambio, las cuestiones de la duración y el origen de los desequilibrios insostenibles sí son atinentes para el diseño de las políticas internacionales de ajuste; esto es, son pertinentes para establecer la combinación óptima de financiamiento externo y ajuste interno. Sobre este asunto crucial están todos de acuerdo en principio: a base de criterios de eficiencia, un desequilibrio cuyo origen sea atribuible a factores externos de duración transitoria debe ser financiado. Sin embargo, otro asunto es que la comunidad financiera internacional esté dispuesta a proveer los recursos necesarios para evitar que se imponga un ajuste ineficiente. En la práctica, la pauta que ha determinado el rigor del ajuste impuesto a los países deficitarios no ha sido la ideal.

C. UNA PRIMERA APROXIMACIÓN  
AL PARADIGMA ORTODOXO DE AJUSTE<sup>2</sup>

Aunque con el tiempo ha evolucionado, el enfoque ortodoxo de las causas y del proceso de ajuste, sigue atribuyendo al dinero un papel central o, si se quiere, continúa siendo esencialmente monetarista. En efecto, según él, no puede haber inflación ni déficit insostenible en el balance de pagos sin que haya existido, con relación a la demanda de saldos monetarios reales, una oferta excesiva de dinero. Esto no quiere decir que se desconozca la existencia de otros factores causales. Por el contrario, a la fuente del crecimiento desmedido del dinero —que suele ser el déficit del sector público— se le asigna en determinados casos un papel protagónico fundamental. Pero se sostiene, en principio, que ningún factor no monetario puede generar inflación ni desequilibrios externos por sí solo, independientemente del comportamiento de las variables monetarias; se admite, no obstante, la posibilidad de que el tipo de cambio real pueda declinar por debajo de su nivel de equilibrio —lo que originaría déficit en las cuentas corrientes aunque no necesariamente en el saldo global del balance de pagos— pero ello también sería el resultado de una creación excesiva de dinero.

En este paradigma se prevén tres tipos de políticas para orientar el proceso de ajuste: restricciones del crecimiento de los medios de pago; limitaciones del gasto deficitario del sector público; y modificaciones en los precios relativos, sobre todo el tipo de cambio real. Las primeras medidas favorecen la desaceleración de la inflación, así como el restablecimiento de una relación sostenible entre el gasto interno y el ingreso, gracias a sus efectos depresivos sobre la demanda interna. Se espera obtener este resultado no sólo por el descenso de las importaciones, sino con el aumento de las exportaciones, pues al restringirse la demanda interna, se liberarían bienes y servicios para el mercado externo y se deprimiría la rentabilidad de las ventas internas. Al mismo tiempo, la restricción monetaria aumenta la magnitud del déficit externo que puede financiarse en la medida en que el alza de las tasas internas de interés fortalezca la cuenta de capital del balance

de pagos. Por su parte, la contracción del déficit del sector público cumple también otro propósito: evitar que, en las condiciones de restricción monetaria, el sector público monopolice el crédito bancario en desmedro de la inversión privada. Por su parte, la modificación de los precios relativos que implica el alza del tipo de cambio real —lo que puede lograrse en principio reduciendo la tasa interna de inflación con relación a la externa (o la reducción del nivel interno de precios en relación con el externo) o modificando el tipo de cambio nominal— contribuye a disminuir tanto el desequilibrio externo como el interno, al desviar el gasto interno de las importaciones y los bienes y servicios exportables y alentar la reasignación de los factores de la producción en favor de los sectores productores de bienes y servicios transables. Al mismo tiempo, la modificación cambiaria puede complementar los efectos depresivos de las políticas monetaria y fiscal restrictivas en el nivel del gasto interno y de la restricción monetaria en el flujo de capitales, toda vez que crea un exceso de demanda en el mercado de activos financieros.

Además, los ajustes cambiarios suelen acompañarse con políticas que influyen sobre otros precios relativos, como los sueldos y salarios reales y la tasa real de interés, para reforzar el efecto de un alza del tipo nominal sobre el tipo real de cambio.

El enfoque ortodoxo se opone a la introducción de medidas, como aranceles y controles, que afecten los movimientos de capital y de precios, y que restrinjan el ámbito del mercado para efectos de la política de ajuste, tanto por considerar que no atacan el problema de raíz —por consiguiente sólo suprimen transitoriamente sus manifestaciones— como por estimar que pueden perjudicar el bienestar interno. Asimismo, se arguye que las medidas que coartan el libre comercio socavan las bases de la prosperidad internacional.

Hasta aquí la descripción del modelo y las políticas tradicionales. Más recientemente, al deteriorarse en forma notoria la economía internacional, acumularse desequilibrios muy grandes y surgir numerosos procesos de ajuste mucho más violentos que los que se acostumbraba enfrentar (en unos pocos países) cuando se elaboró el paradigma y las políticas de ajuste entre comienzos del decenio de 1950 y el de 1970, se introdujo

<sup>2</sup>En la sección II se desarrolla en forma más completa y detallada el paradigma de ajuste a corto plazo del FMI.

una preocupación mucho más explícita por el curso real de la economía en el proceso de ajuste, y la proyección de dicho proceso en el desarrollo de la capacidad productiva.<sup>3</sup>

Aunque esa inquietud no se ha incorporado aún de manera sistemática en la estructura formal del paradigma ortodoxo, se ha manifestado en una serie de iniciativas de política encaminadas a tratar los casos en que los desequilibrios del sector externo sean muy grandes, parezcan tener un trasfondo estructural, o ambas cosas a la vez. En síntesis, en el enfoque ortodoxo contemporáneo o de largo plazo, se propone complementar la estrategia tradicional de gestión a corto plazo de la demanda interna con políticas que influyan en forma más directa y amplia por el lado de la oferta, a fin de resolver los desajustes estructurales sin deprimir de manera excesiva (injustificada) el nivel de actividad y el desarrollo de la capacidad de producción.

En lo que atañe al contenido de los programas del Fondo, esa preocupación se tradujo en la creación de un nuevo servicio en que se amplió hasta tres años el plazo de los programas de ajuste, se elevó el financiamiento disponible, y se extendió hasta diez años el plazo de amortización de los préstamos. Paralelamente se prestó nueva importancia a medidas que inciden en variables tales como las estructuras de producción y de empleo, y la composición del gasto y de las cuentas del balance de pagos, mientras en el pasado, cuando se privilegiaba casi exclusivamente el corto plazo, eran consideradas exógenas o indiferentes. Se ha prestado también mayor importancia a lo microeconómico en los desequilibrios y

por ende al uso de medidas que afectan en forma directa —o más directa— la eficiencia en la asignación y utilización de los recursos.

Por su parte, el Banco Mundial ha reaccionado con la creación del llamado "préstamo de ajuste estructural". Con este servicio se prevén plazos más largos —de cinco a siete años— para lograr las metas previstas; se otorga mayor atención a políticas relacionadas con la oferta y la condicionalidad se vincula exclusivamente con la adopción de medidas específicas. El volumen total de financiamiento disponible es parecido al del nuevo servicio del Fondo.

Tanto el Fondo como el Banco Mundial, al enfocar los problemas estructurales y el fortalecimiento por el lado de la oferta, se basan en la conocida interpretación neoclásica del subdesarrollo: las políticas económicas internas inadecuadas o equivocadas, al volverse crónicas, deforman las estructuras de la economía, socavan su capacidad y, en casos extremos, la dejan inerte para responder de manera eficaz a la coyuntura cambiante —ya sea desfavorable o favorable— de la economía internacional.

Con este marco de referencia la contrapartida de los grandes desequilibrios actuales —aun si hubieran sido generados principalmente por factores externos— ha de ser la reforma —ojalá amplia y profunda— de las políticas y las instituciones internas que restringen y entorpecen el ámbito y la evolución del mercado y la iniciativa privada. En resumen, esas reformas comprenden, según el caso, la liberación del mercado de capitales, incluso la apertura de la cuenta de capital del balance de pagos; la liberación del sistema interno de precios, comprendida la apertura —ojalá amplia y pareja— de la cuenta corriente del balance de pagos; y la reestructuración y reducción del tamaño del sector público, junto con la aplicación de criterios de eficiencia financiera. También se incluyen a veces reformas del mercado de trabajo y de la seguridad social, o políticas excepcionales de promoción, en particular para el desarrollo del sector energético. Asimismo, cabe mencionar el interés —ausente en gran medida en el pasado— por los valores desagregados. Por ejemplo, no sólo se trata de restaurar el equilibrio financiero sino de elegir los ingresos y gastos que habrá que aumentar o reducir, a fin de conciliar el equilibrio financiero con los ajustes estructurales. Por último, se advierte una

<sup>3</sup>Véanse, por ejemplo, Andrew D. Crockett, "Stabilization policies in developing countries: some policy considerations" *IMF Staff Papers*, vol. 28, marzo de 1981; Bela Belassa, "Structural adjustment policies in developing economies" *World Development*, vol. 10 No. 1, octubre de 1982 y Ernest Stern "World Bank financing of structural adjustment", John Williamson (Ed.), *IMF conditionality*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1983. Véanse también Tony Killick y Mary Sutton, "Desequilibria financing and adjustment in developing countries", en Tony Killick (Ed.) *Adjustment and financing in the developing world. The role of the International Monetary Fund*, International Monetary Fund (asociado con el Overseas Development Institute de Londres), Washington D.C., 1982; y Moshin Khan y Roberto Zahler, *Efectos macroeconómicos de cambios en las barreras del comercio al movimiento de capitales*, Cuadernos de la CEPAL No. 20, Santiago de Chile, diciembre de 1982.

mayor preocupación por la manipulación del tipo de cambio para mantenerlo en un valor realista.

Este sería el programa de propuestas de política del enfoque ortodoxo para hacer frente a desequilibrios estructurales. Aunque algunas, como la mayor desagregación de las variables financieras, aparentemente se habrían incorporado a todos los programas de ajuste (de corto y largo plazo) auspiciados por el Fondo, en la práctica ha sido muy limitada la influencia de los nuevos programas ortodoxos de ajuste a largo plazo para superar la crisis actual, ya que han tenido escasa difusión. Apenas una docena de países ha participado en los programas de ajuste estructural del Banco Mundial desde que se creó

este medio en 1979, mientras que entre mediados de 1981 y fines de 1982, por alguna razón, el Fondo restringió fuertemente la concertación de acuerdos al amparo de su servicio de largo plazo. Como resultado, en la actualidad la gran mayoría de los países deficitarios ajusta sus economías aplicando los programas tradicionales del Fondo, en que la gestión de la demanda de corto plazo, y en particular la de las variables financieras, representa el papel preponderante. En todo caso, al analizar los pocos programas de largo plazo concertados con el Fondo, se advierte que el meollo de la estrategia de ajuste sigue siendo la administración de las variables financieras, por lo que la crítica desarrollada en el resto del trabajo se centrará necesariamente en esa cuestión.<sup>4</sup>

## II

### El sesgo recesivo de los programas de ajuste del Fondo Monetario Internacional

#### A. LA INSUFICIENCIA DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO

Hacia fines de 1983, diecisiete países de América Latina y el Caribe tenían acuerdos de ajuste con el Fondo Monetario Internacional. De ellos, 10 habían suscrito Acuerdos de Derechos de Giro (ADG, o *stand-by*) y siete se habían acogido a Acuerdos al amparo del Servicio Ampliado (ASA). Al mismo tiempo, 12 de los países en cuestión habían obtenido préstamos del Servicio de Financiamiento Compensatorio (SFC) del Fondo, diez en la misma fecha de concretar sus programas de ajuste y dos en una fecha posterior. Uno de estos países también había girado un préstamo del Servicio de Financiamiento de Existencias Reguladoras (SFER) del Fondo, (Véase el cuadro 1.)<sup>5</sup>

<sup>4</sup>Para una crítica de la interpretación neoclásica o neoliberal del subdesarrollo y de sus propuestas de política para superar los desequilibrios estructurales, en la literatura reciente, véanse Aníbal Pinto, "Falsos dilemas y opciones reales en la discusión latinoamericana actual", *Revista de la CEPAL* N° 6, segundo semestre de 1978; Raúl Prebisch, "Las teorías neoclásicas del liberalismo económico", *Revista de la CEPAL* N° 7, abril de 1979; Aníbal Pinto, "La apertura de América Latina al exterior", *Revista de la CEPAL* N° 11, agosto de 1980;

Celso Furtado "Transnacionalización e monetarismo", *Pensamiento Iberoamericano* N° 1, enero-junio de 1982 y Joseph Ramos, *Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur* (en prensa), en la Serie Estudios e Informes de la CEPAL.

<sup>5</sup>Otros tres países de la región obtuvieron financiamiento del Fondo en 1983. Pero en dos casos (Belice y Bolivia) los préstamos, siendo a cuenta del SFC, no obligaban a llevar a cabo un programa de ajuste. En el otro, El Salvador, el ADG que tenía venció a mediados de 1983.

Los Acuerdos de Derecho de Giro (ADG) y los Acuerdos al amparo del Servicio Ampliado (ASA) pueden diferenciarse de los Acuerdos al amparo del Servicio de Financiamiento Compensatorio (SFC) y del Servicio de Financiamiento de Existencias Reguladoras (SFER) tanto por el nivel de financiamiento como el grado de condicionalidad. El monto máximo de recursos obtenibles mediante los ADG y ASA supera apreciablemente los disponibles a través de los SFC y SFER. Sin embargo, los giros del financiamiento prestado bajo los ADG y ASA están sujetos al cumplimiento de ciertas condiciones, en tanto que el disponible de los SFC y SFER no está condicionado; es decir, no supone la obligación de llevar a cabo un programa de ajuste. También pueden diferenciarse los ADG de los ASA. En efecto, el plazo de los ADG fluctúa entre uno y dos años, en tanto el de los ASA alcanza a tres años. El monto total de recursos obtenibles de los ASA es también mayor que el de los ADG. En general, los ADG suponen programas de ajuste de "corto plazo" y los ASA de "largo plazo". Para información sobre todas las facilidades del Fondo, véase Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, volumen xxxvii N° 3, marzo de 1984, pp. S5 a S8.

**Cuadro 1**  
**DATOS FINANCIEROS DE LOS ACUERDOS ENTRE PAISES DE AMERICA LATINA Y EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL**  
*(Vigentes a fines de 1983)\**

Fecha del acuerdo	Duración (meses)	Financiamiento condicionado		Financiamiento no condicionado <sup>b</sup>		Financiamiento total			Monto girado con relación al financiamiento <sup>c</sup>			
		Millones de DEG	Con relación a la cuota en el FMI <sup>e</sup>	Millones de DEG	Con relación a la cuota en el FMI <sup>e</sup>	Con relación al déficit en cuenta corriente <sup>d</sup>			En la fecha del acuerdo		Hasta la fecha	
						1981	1982	1983	Condicionado	Total	Total	
<i>Acuerdos de Derecho de Giro</i>												
Argentina	24 ene. 83	15	500	187	520	65	40	72	91	20	41	55
Barbados	1 oct. 82	20	32	125	13	51	12	31	...	30	64	91
Costa Rica	20 dic. 82	12	92	150	16	26	31	58	29	—	—	77
Chile	10 ene. 83	24	500	154	295	91	10	19	39	24	53	65
Ecuador	25 jul. 83	12	158	157	—	—	18	16	29	50	50	50
Guatemala	31 ago. 83	16	115	150	—	—	20	28	34	11	11	11
Haití	7 nov. 83	24	60	174	—	—	16	23	19	...	...	...
Honduras	5 nov. 82	12	77	150	23	45	36	44	48	20	39	46
Panamá	24 jun. 83	18	150	222	59	87	33	29	40	7	33	43
Uruguay	22 abr. 83	24	378	300	—	—	47	89	224	13	13	25
<i>Acuerdos del Servicio Ampliado</i>												
Brasil	6 ene. 83 <sup>e</sup>	36	239	425	965	97	17	12	24	9	26	26
Dominica	6 feb. 81	36	9	295	2	67	21	21	...	9	26	87
Granada	24 ago. 83	36	14	300	—	—	22	14	...	8	8	8
Jamaica	13 abr. 81	36	478	450	42	38	55	33	...	14	17	71
México	1 ene. 83	36	411	425	—	—	8	40	33 <sup>f</sup>	6	6	26
Perú	7 jun. 82	36	650	265	192	78	18	17	22	—	23	88
República Dominicana	21 ene. 83	36	371	450	55	66	40	34	39	12	21	35

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Boletín Semanal*, varios números; y CEPAL, sobre la base de información oficial.

\* Incluye los acuerdos vigentes al 1° de diciembre de 1983.

<sup>b</sup> Incluye el financiamiento proveniente del Servicio de Financiamiento Compensatorio a partir de las fechas de los Acuerdos (Derechos de Giro y Servicio Ampliado) señalados. Sin embargo, también incluye una partida de 499 millones DEG obtenido por Brasil de dicho servicio en diciembre de 1982, y una de 12.6 millones DEG obtenida por la República Dominicana del Servicio de Financiamiento de Existencias Reguladoras (agosto, 1983).

<sup>c</sup> Porcentaje.

<sup>d</sup> Flujo anual medio (sin ajustes por suspensión de giros) al valor medio del DEG de cada año para todos los países, salvo Dominica y Jamaica donde las cifras son las efectivas.

<sup>e</sup> Este acuerdo fue reemplazado por el del 24 de febrero de 1983, el que a su vez fue reemplazado por el del 15 de septiembre del mismo año.

<sup>f</sup> Superávit.

Es de señalar, en primer término, que la gran mayoría de los programas de ajuste (ADG y ASA) no entró en vigor sino hasta principios de 1983; es decir, alrededor de un año y medio después de haber comenzado la peor recesión económica que ha experimentado la región desde la gran crisis de los años treinta. En efecto, entre mediados de 1981 y fines de 1982 sólo siete países (Barbados, octubre de 1982; El Salvador, julio de 1982; Guatemala, noviembre de 1981; Haití, agosto de 1982; Honduras, noviembre de 1982; Panamá, abril de 1982, y Perú, junio de 1982) concertaron acuerdos de ajuste con el Fondo, en circunstancias que el producto *per cápita* y las reservas internacionales brutas estaban cayendo más o menos abruptamente en casi todos los treinta países que comprendía en aquel entonces la región.<sup>6</sup> De estos siete países, sólo tres (Barbados, Honduras y Perú) obtuvieron en virtud de los acuerdos señalados financiamiento por encima del tramo de crédito ordinario —esto es, por un monto superior al 100% de sus cuotas respectivas en el Fondo— y sólo uno (Perú) accedió al Servicio Ampliado —a un programa de ajuste de más largo plazo.<sup>7</sup>

En segundo término, es de notar que mientras el financiamiento proporcionado por el Fondo en 1981 y 1982 equivalía a 19% del déficit en cuenta corriente de los países que obtuvieron

financiamiento de él, cubrió apenas 1% del déficit global experimentado por América Latina en 1981 y 2% del registrado en 1982, cuando forzosamente el ajuste había comenzado ya en la mayoría de los países de la región. (Véase el cuadro 2.)

A lo largo de 1983 doce países de la región concertaron acuerdos de ajuste con el Fondo y se concretaron los primeros acuerdos de ajuste a largo plazo (ASA) desde mediados de 1981, con excepción del firmado por Perú en julio de 1982. (Véase nuevamente el cuadro 1.)<sup>8</sup> Sin embargo, a pesar de que en la mayoría de los casos se obtuvo un monto de financiamiento cercano o igual al máximo (150% de la cuota anual) permitido en virtud de los reglamentos vigentes para los ADG y las ASA, y de que también se efectuaron giros del SFC y del SFER, en general el rigor de ajuste se intensificó de manera radical.

La propia envergadura del ajuste experimentado por la región en 1983 —reducción de alrededor de 80% en el déficit en cuenta corriente— hace que el financiamiento otorgado por el Fondo aparezca bastante más generoso que lo que fue efectivamente, si se compara con el déficit *ex-post*. (Véase de nuevo el cuadro 2.) Si bien es cierto que en algunos países (Costa Rica y Haití, por ejemplo) se relajó el rigor del ajuste en 1983, no lo es menos que esos casos tampoco pueden evaluarse sin referirlos a la magnitud del ajuste que experimentaron en años anteriores. En otros, como el Uruguay, en que *ex-ante* el nivel de financiamiento prestado por el Fondo parece relativamente elevado en relación con el déficit, a la postre el proceso de ajuste prosiguió de manera más o menos intensa.

Cabe preguntarse por qué en medio de la más profunda crisis económica desde los años treinta fue tan débil la respuesta del Fondo. En efecto, ¿podría pensarse que apenas 1% a 2% del déficit incurrido por América Latina en cuenta corriente en 1981 y 1982 fue resultado de factores externos transitorios? ¿Es atribuible casi todo ese déficit a un crecimiento desmedido del gasto interno, al deterioro permanente de los términos de intercambio o a un alza irreversible de las tasas internacionales de interés? Más aún ¿cómo pue-

<sup>6</sup>En total trece países obtuvieron financiamiento del Fondo en este período. Además de los ya señalados, la República Dominicana (5/1982/42%), Guyana (11/1982/16%) y Uruguay (8/1982/44%) accedieron al SFER. (La última cifra entre paréntesis se refiere al monto de financiamiento obtenido en relación con la cuota del país en el Fondo.) Sin embargo, se recordará que el acceso al SFC y al SFER no supone la obligación de aplicar un programa de ajuste diseñado por el Fondo. Por otra parte, Dominica y Jamaica suscribieron un ASA en febrero y abril de 1981, respectivamente, o sea, antes del período en consideración. Por último, Costa Rica firmó un ADG en diciembre de 1982, pero no obtuvo el primer giro hasta enero de 1983. También había concretado un ASA en junio de 1981, pero éste fue suspendido en agosto de 1981.

<sup>7</sup>Los montos de financiamiento con relación a las respectivas cuotas fueron: Barbados, 125%; El Salvador, 67%; Guatemala, 25%; Haití, 100%; Honduras, 150%; Panamá, 44% y Perú, 265%. Sin embargo, debe observarse que seis de los siete países en cuestión también giraron préstamos del SFC en ese período. Ellos son, con fechas y montos (en relación con sus respectivas cuotas), los siguientes: Barbados, 10/1982, 51%; El Salvador, 7/1981, 50% y 7/1982, 50%; Guatemala, 11/1981, 100%; Haití, 12/1982, 49%; Honduras, 11/1982, 51%; y Perú, 7/1982, 78%.

<sup>8</sup>Con la excepción señalada, éstos fueron los primeros ASA suscritos en el mundo entero desde 1981.

Cuadro 2  
FINANCIAMIENTO NETO OBTENIDO POR LOS PAISES DE AMERICA LATINA  
DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y SALDOS EN SUS CUENTAS DE CAPITAL, 1981-1983

	Financiamiento neto proveniente del Fondo						Variación porcentual del saldo en la cuenta de capital		
	Millones de DEG			Como porcentaje del déficit en cuenta corriente			1981	1982	1983
	1981	1982	1983	1981	1982	1983			
Argentina	—	—	1 121	—	—	63	-30	19	5
Bahamas	—	—	—	—	—	—	108	-43	...
Barbados	-2	21	14	—	59	...	317	-51	...
Belice	—	—	4	—	—	...	...	...	...
Bolivia	-2	17	11	-1	15	6	1 580	-52	*
Brasil	—	—	1 339	—	—	19	32	-10	-44
Colombia	—	—	—	—	—	—	37	-29	*
Costa Rica	44	-4	83	12	-2	22	-52	-7	-9
Chile	-55	-36	519	-1	-2	51	48	-79	-57
Dominica	5	3	1	21	21	...	-39	-63	...
Ecuador	—	—	79	—	—	8	-30	13	-34
El Salvador	32	60	16	14	29	7	393	-22	100
Granada	5	-1	1	24	-3	...	43	45	...
Guatemala	96	—	13	19	—	5	<sup>b</sup>	28	-23
Guyana	11	4	-3	4	3	-2	332	5	-6
Haití	18	11	24	6	9	14	50	-42	65
Honduras	34	62	46	8	27	22	-2	-18	-2
Jamaica	161	124	81	55	333	...	-42	508	...
México	—	—	903	—	—	26	69	-98	*
Nicaragua	-17	-4	-4	-3	-1	-1	71	-60	89
Panamá	62	-4	88	15	-1	25	13	24	-29
Paraguay	—	—	—	—	—	—	-3	-22	-54
Perú	-39	256	95	3	15	8	57	54	-22
República Dominicana	-18	44	174	-5	11	22	-36	-31	9
Santa Lucía	3	-2	—	4	-3	—	17	4	*
Suriname	—	—	—	—	—	—	-16	-86	...
Trinidad y Tabago	—	—	—	—	—	—	36	-20	*
Uruguay	—	87	83	—	41	99	"	"	"
Venezuela	—	—	—	—	—	—	-31	"	"
Subtotal <sup>f</sup>	471	689	4 695	19	19	29 <sup>d</sup> e 50 <sup>e</sup> f	6	-9	-43 <sup>a</sup> c
Total <sup>g</sup>	338	638	4 688	1	2	58 <sup>h</sup>	44	-56	-73 <sup>a</sup> h

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, vol. XXXVII, N° 1, enero 1984, y CEPAL, sobre la base de información oficial.

\* Déficit.

<sup>b</sup> Pasó de déficit a superávit.

<sup>c</sup> Países que obtuvieron financiamiento del Fondo.

<sup>d</sup> Sin México.

<sup>e</sup> Excluye Barbados, Dominica, Granada y Jamaica.

<sup>f</sup> Con México.

<sup>g</sup> Todos los países.

<sup>h</sup> Excluye Bahamas, Barbados, Dominica, Granada y Jamaica.

de establecerse con seguridad que será permanente un deterioro de los términos del intercambio o un alza de la tasa de interés? E incluso si el déficit fuera atribuible a esos factores ¿qué sentido tiene obligar a los países a ajustarse en forma inmediata, como en la práctica sucedió? No hay duda de que la magnitud de la respuesta del Fondo a la crisis de la región en su conjunto se relacionó estrechamente con la lentitud en concertar los acuerdos de ajuste. Sin embargo, subsiste la cuestión de si el monto de financiamiento que proporciona el Fondo una vez suscrito un acuerdo es comparable con la magnitud del déficit atribuible a factores externos transitorios.

En cuanto a la lentitud con que se respondió a la crisis, no puede negarse que los países tienen que estar dispuestos a recurrir al Fondo para que éste pueda otorgarles recursos y que hubo una renuencia más o menos marcada por parte de muchos países para acudir a él. Sin embargo, conviene recordar también que la intención de un gobierno de negociar un acuerdo con el Fondo no implica que éste se suscribirá en forma expedita, ni siquiera que se formalizará en absoluto: en la práctica suelen ser muy prolongadas y accidentadas las negociaciones. Más a propósito, entonces, es averiguar si la renuencia de los países a acudir al Fondo y la demora en concertar acuerdos refleja miopía de los gobiernos o deficiencias del enfoque del Fondo.

Por regla general, los gobiernos son reacios a tomar decisiones que impliquen costos políticos a corto plazo o en el plazo que coincide con su mandato. Muchas veces actúan también como si creyeran posible eludir costos que en realidad son inevitables. Sin embargo, muchos observadores han sostenido en distintos medios y foros que la lentitud que caracteriza el proceso de negociación de un acuerdo de ajuste con el Fondo es atribuible en gran parte al rigor exagerado de sus políticas.<sup>9</sup> Y como es demostrable que los progra-

mas de ajuste del Fondo padecen de graves defectos, la renuencia de los gobiernos a seguir su receta al pie de la letra tiene sólidos fundamentos en tanto tengan otras opciones. Comprobarlo es precisamente uno de los propósitos principales de este trabajo, pero lo que se quiere destacar a estas alturas es que, según varios expertos, el Fondo resolvió extremar sus políticas justo cuando estalló la actual crisis económica.

Así, en una reciente conferencia sobre las políticas del Fondo se sostuvo que hacia mediados de 1981 esta institución extremó las condiciones para optar a su financiamiento.<sup>10</sup>

---

de 1981; y Dragoslav Avramovic, "The role of the International Monetary Fund: the disputes, the qualifications and the future", trabajo presentado a la Mesa Redonda Norte-Sur, Tokio, 1982 y también publicado en John Williamson (Ed.), *IMF conditionality, op. cit.*

<sup>10</sup>Véase John Williamson (comp.), *IMF conditionality*, Washington D.C., Institute for International Economics, 1983, en particular del propio John Williamson, "The lending policies of the International Monetary Fund". Sobre esta misma cuestión un nuevo libro, que llegó a nuestras manos cuando este artículo iba camino a la imprenta, dice lo siguiente: "Hacia mediados de 1981 se echó marcha atrás, abruptamente, en el ensayo de aplicar una condicionalidad más relajada. Los efectos de la segunda crisis petrolera y de las políticas antinflacionarias impuestas por los gobiernos de los principales países industriales se conjugaron para provocar un deterioro extraordinario en la relación de precios del intercambio de los países importadores de petróleo. En consecuencia decayó rápidamente su situación de balance de pagos y gran proporción de los Acuerdos de Derechos de Giro y del Servicio Ampliado suscritos en 1979 y 1980 se vieron abocados a graves dificultades... Entre tanto, el Fondo había comenzado a experimentar problemas de liquidez, ya que sus recursos no bastaban para hacer frente al problema con la magnitud que comenzaba a adquirir. Otro factor crítico fue la elección —en noviembre de 1980— de Reagan, cuyo gobierno, pasado cierto tiempo, asumió una actitud mucho más dura en los consejos del Fondo y pudo formar una coalición eficaz con otros países industrializados, como Alemania occidental y el Reino Unido, haciendo frente común contra las políticas anteriores de liberalización. Además, algunos de los propios funcionarios del Fondo sentían cierta inquietud con respecto a la liberalización... Sea como fuere, no hay duda de que se dio un vuelco. A los gobiernos que negociaban con el Fondo en 1982 se les impartió una poco grata noticia: mayores condiciones previas, incluso mayor insistencia en las devaluaciones; estipulaciones más variadas en los programas en cuanto a políticas; ...menos disposición a conceder exenciones y modificaciones; programas de horizonte temporal más reducido con menores giros iniciales. En efecto, aparentemente se extremaron casi todas (las diversas dimensiones de la condicionalidad). Hubo también un regreso al enfoque de corto plazo. Se restauraron los programas de

<sup>9</sup>Véanse, por ejemplo, United Nations, *Balance of payments adjustment process in developing countries*, Nueva York, UNDP/UNCTAD Proyecto INT/75/015, enero de 1979; The South-North Conference on The International Monetary System and the New International Order, que tuvo lugar en Dar-es-Salaam, Tanzania, del 30 de junio al 3 de julio de 1980 y cuyas ponencias fueron publicadas en *Development Dialogue*, 1980:2; Sidney Deil, "El Fondo Monetario Internacional y el principio de condicionalidad" *Revista de la CEPAL* N° 13, abril

Otro observador que comparte esta interpretación ha recalcado también el cambio notable entre la proporción del financiamiento no sujeto a condiciones y la del que sí lo está. Principalmente a este factor le atribuye el hecho de que en el primer semestre de 1982 "...durante la peor recesión desde los años treinta" fuera negativo el financiamiento neto nuevo proporcionado por el Fondo.<sup>11</sup>

El planteamiento de que la condicionalidad se endureció a comienzos de la crisis económica ha sido desestimado por el Fondo. Según el Director Gerente de esa entidad, "...lo que sucedió en realidad no fue que la condicionalidad en sí se hubiera hecho más rigurosa, sino un empeoramiento de las condiciones externas de los países en cuestión y la necesidad de más ajustes."<sup>12</sup>

---

un año como cosa normal, aunque hubo un intento de conservar la visión de más largo plazo al concebir la planificación como una sucesión de programas anuales. Los acuerdos del Servicio Ampliado pasaron decididamente a segundo plano". (Los paréntesis fueron agregados por el autor del presente artículo). Véase Tony Killick, "The impact of Fund stabilization programs", en Tony Killick (Ed.) *The quest for economic stabilization (the IMF and the Third World)*, Londres, Heinemann Educational Books (asociado con el Overseas Development Institute, Londres), 1984, pp. 211 y 212.

<sup>11</sup>G.K. Helleiner, "The IMF and Africa in the 1980's", *Essays in International Finance*, N° 152, julio de 1983, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University. Helleiner (p. 13) observa que la "utilización de recursos del Fondo para préstamos y una política de acceso ampliado en lugar de la expansión de las cuotas y asignaciones de DEG dio por resultado, sin duda en forma intencional, de que aproximadamente 80% del financiamiento que proporcionó en el período 1981-1982 fuera acompañado de condiciones restrictivas, ya que los países que giraban recursos del Fondo se encontraron rápidamente en los tramos superiores de los servicios con fuertes condiciones por cumplir. En cambio, en 1974-1975, su último período de gran actividad, el FMI impuso un grado similar de condicionalidad a sólo un tercio del financiamiento que proporcionó".

Más adelante agrega (p. 14): "La evolución del Fondo hacia condiciones más estrictas en su financiamiento ha sido acompañada por una restricción en las condiciones de sus préstamos. Los tipos de interés del FMI han estado subiendo con relación a las tasas del mercado. El crédito del Fondo que se financia por endeudamiento y no por expansión acordada de las cuotas devenga tasas de interés suficientemente elevadas como para que el FMI pueda servir esa deuda. El no haber incrementado las cuotas a una tasa suficiente para enfrentar la demanda de crédito supuso, pues, que el FMI debió imponer tasas de interés comerciales a sus préstamos".

<sup>12</sup>Véase, "Conversación con el Sr. de Larosière", *Finanzas y Desarrollo*, vol. 19, N° 2, junio de 1982, p. 5.

Todas estas interpretaciones son consistentes con la falta de apoyo, o falta de apoyo oportuno, del Fondo durante la crisis. La pregunta es si se justifica o no la política procíclica que el Fondo ha aplicado durante esta crisis económica.

En otra parte de la entrevista citada, el señor Larosière da a entender que el empeoramiento de las condiciones (léase cuentas) externas fue enteramente atribuible a un deterioro irreversible de los términos del intercambio y a políticas financieras internas inadecuadas. Tal vez este argumento sea válido para 1979-1980 cuando irrumpió la segunda crisis petrolera, pero no es convincente para 1981 en adelante, pues pasa por alto el hecho de que una parte muy importante del deterioro de las posiciones de cuenta corriente a partir de ese año fue provocada por bajas, presumiblemente transitorias, en los precios de la gran mayoría de los productos básicos,<sup>13</sup> por el alza inusitada de las tasas internacionales de interés,<sup>14</sup> y, en 1982 y 1983, también por la reducción notable del financiamiento proveniente de la banca privada internacional.<sup>15</sup>

Si bien el violento ajuste que soportó América Latina tuvo entonces un fundamento objetivo —la carencia de financiamiento—, su envergadura parece haber sido desmedida a juzgar por el

<sup>13</sup>En efecto, entre 1980 y 1981, el precio medio (simple) de los 17 productos principales (excluido el petróleo) de exportación de América Latina declinó 12.3%; entre 1981 y 1982, bajó en 12.2%. Se dio en 1983 una leve recuperación en comparación con 1982. No obstante, en relación con 1980 el precio medio registrado en 1983 se encontraba aún a un nivel bastante inferior al 80% del imperante en 1980. En 1983 el valor unitario medio de las exportaciones de los países de la región que no exportan petróleo era inferior en 18% del que se obtuvo en 1980, habiendo decrecido 7% en 1981, 6.7% en 1982, y 5% en 1983. Véase CEPAL, *Balance preliminar de la economía latinoamericana*, op. cit., cuadros 9 y 10.

<sup>14</sup>En promedio, la tasa internacional de interés LIBOR, para depositar en dólares por un plazo de seis meses, llegó a 16.6% en 1981, frente a 14% en 1980, 12.2% en 1979 y 9.2% en 1978. En 1982 declinó a 13.5% y en 1983 a 9.5%. Véase Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets*, enero de 1984, cuadro 9.

<sup>15</sup>A falta de datos precisos sobre ese financiamiento, obsérvese que el ingreso neto en la cuenta de capital de América Latina se redujo en casi 54% en 1982 y 73% en 1983, luego de haber aumentado 47% en 1981. En 1983 la entrada neta de capitales fue de apenas 12% de la experimentada en 1981 y 17% de la registrada en 1980. Véanse CEPAL, *Balance preliminar de la economía latinoamericana*, op. cit., cuadro 7, y *Estudio económico de América Latina*, 1982, op. cit., cuadro 30.

origen y la duración previsible de las causas del deterioro de sus cuentas externas. No parece haber sido un ajuste eficiente ni para América Latina, ni para la economía internacional. Por otro lado, si todas estas perturbaciones externas fuesen a la postre irreversibles, tarde o temprano los países de la región se verían forzados a dejar de cumplir sus obligaciones externas.

Con todo, no se puede aislar una evaluación de la oportunidad y el monto del financiamiento que proporciona el Fondo de un examen del comportamiento de la cuenta de capital, porque según el propio Fondo, tanto o quizás más importante que el financiamiento que él proporciona directamente es el papel que representa como catalizador del financiamiento proveniente de otras fuentes.<sup>16</sup>

Puesta en este marco de referencia, la actuación del Fondo podría considerarse menos adecuada aún ya que si bien entre 1980 y 1981 la afluencia neta de capitales a los países que obtuvieron financiamiento de él aumentó en alrededor de 6%, entre 1981 y 1982 y entre 1982 y 1983 el ingreso neto de capitales a esos países declinó en 9% y 43%, respectivamente.

Estas cifras difícilmente avalarían el éxito del Fondo en su papel de agente catalizador. Sin embargo, a la luz del comportamiento de la cuenta de capital de los países que no recurrieron al Fondo, podría sostenerse que el decrecimiento de la entrada neta de capitales en los países que sí giraron recursos de él habría sido aun mayor en el período 1982-1983, de no haber mediado ese apoyo. En efecto, en esos dos años la merma en la afluencia neta de capitales a la región en su conjunto llegó a 56% y 73%, respectivamente. La variación media de los saldos correspondientes en los países que no acudieron a él fue desde luego bastante más negativa. En cambio, la experiencia de 1981 fue a la inversa: el ingreso neto de capitales a la región aumentó 44%, en comparación con el incremento de 6% registrado por los países que acudieron al Fondo (véase de nuevo el cuadro 2).

En síntesis, la evaluación de su papel como catalizador se presta a interpretaciones ambiguas

<sup>16</sup>Véase nuevamente "Conversación con el Sr. Larosièrre", *op. cit.*, 1982.

aplicando ambos criterios considerados, particularmente si se desagregan las cifras globales.<sup>17</sup>

Sin embargo, no queda en claro que alguno de esos criterios sea el más idóneo. En efecto, tanto desde el punto de vista analítico como con relación al estatuto del Fondo, parecería que el criterio más útil y apropiado es, más bien, el de la eficiencia. Con ese criterio, la evaluación de la gestión del Fondo, tanto en relación con el financiamiento que proporciona en forma directa como con el que promueve en forma indirecta, debe hacerse en función de la magnitud del déficit en cuenta corriente que es atribuible a factores externos transitorios.

No obstante, es preciso reconocer que, por insuficiente que fuera, si no hubiera habido financiamiento del Fondo, el rigor del ajuste pudo haber sido bastante mayor, como suelen recordarnos los representantes del mismo.<sup>18</sup> Otra posibilidad, olvidada a menudo por los que propugnan este tipo de enfoque, es que en esas circunstancias muchos países se habrían visto obligados a elegir entre comer o seguir sirviendo su deuda externa.

En todo caso, por este prisma, la pauta adecuada no la definen los resultados pasados, ni las metas futuras establecidas en el propio acuerdo de ajuste, ni siquiera los criterios de eficiencia, sino los resultados que se habrían experimenta-

<sup>17</sup>Como suele suceder, en los totales o promedios influyen fuertemente las cifras de uno, dos o tres países. Por ejemplo, aunque la afluencia neta de capitales a todos los países que giraron recursos del Fondo disminuyó 43% en 1983, la cifra correspondiente fue -18% si se eliminan México y Brasil. Asimismo, en tanto el déficit total en la cuenta de capital de los países que no recurrieron al Fondo en 1983 aumentó en casi 190%, al eliminar a Colombia y Trinidad y Tabago el déficit para este grupo sube apenas en poco más de 17%. (Para los datos de balance de pagos para la región en el período 1980-1983, véase CEPAL, *Balance preliminar de la economía latinoamericana durante 1983*, Santiago de Chile, 16 de diciembre de 1983, cuadro 7; y *Estudio económico de América Latina, 1982*, Santiago de Chile, E/CEPAL/I. 286., diciembre de 1983, cuadro 30. Véase también Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, vol. XXXVII N° 1, enero de 1984.)

<sup>18</sup>Véase, por ejemplo, Manuel Guitián, "Economic management and International Monetary Fund conditionality", en Tony Killick (Ed.) *Adjustment and financing in the developing world: the role of the International Monetary Fund*, Washington D.C., International Monetary Fund (asociado con la Overseas Development Institution), Londres, 1982.

do sin el financiamiento y el programa de ajuste del Fondo.<sup>19</sup> Esta forma de evaluación, a contrapelo de los hechos, es muy interesante pero constituye una petición de principio: si el papel del Fondo es o no promover la prosperidad y estabilidad internacionales y, si lo es, si lo está o no cumpliendo.<sup>20</sup> Siendo, como es, un modo elocuente de evaluación, podría también utilizarse como recurso para esquivar responsabilidades por el desastre ocurrido.

La escasez de financiamiento externo en relación con las exigencias de la actual crisis económica parece reflejar en su mayor parte la anomalía de que el procedimiento usado para fijar y reajustar las cuotas de los países en el Fondo no guarda mucha relación con los criterios de eficiencia,<sup>21</sup> aunque también haya influido la decisión del Fondo de extremar hacia mediados de 1981 su condicionalidad. Y no cabe duda de que si hay en el trasfondo insuficiente capacidad o inclinación para financiar un proceso eficiente de ajuste, forzosamente ese proceso será más riguroso que lo necesario. Asimismo, las recesiones corren el riesgo de ser, como la actual, innecesariamente severas. Pero ha de admitirse que este problema no es de fácil solución, toda vez que supone iniciativas no acostumbradas como el desembolso de mayores recursos por parte de los países acreedores o alguna acción concertada por parte de los deudores.<sup>22</sup> Sin embargo, el enfoque

del Fondo presenta otros importantes defectos que sí podrían subsanarse sin costo alguno.

## B. LAS DEFICIENCIAS DE LA CONDICIONALIDAD Y DE LAS DEMÁS POLÍTICAS INTERNAS DE AJUSTE

### 1. La lógica y la aplicación del programa del Fondo

#### a) La combinación de políticas

##### i) Definición de conceptos.

Es útil diferenciar las políticas de ajuste del Fondo según sus criterios de ejecución, condiciones previas y compromisos de política.<sup>23</sup>

Los elementos principales de los acuerdos de ajuste del Fondo son los llamados criterios de ejecución, que no sólo atañen a las variables sobre las que debe actuar el manejo de la política económica para poder, en el marco del paradigma ortodoxo, orientar el proceso de ajuste, sino que se utilizan como mecanismos de seguimiento y control del avance hacia las metas macroeconómicas que se fijan en el acuerdo y como tales, condicionan si las erogaciones del Fondo se hacen según el cronograma establecido. Esta función de condicionalidad puede también tener un efecto muy importante en el nivel de financiamiento de otras fuentes, en particular, de la banca privada internacional. Cuando se cumplen, los criterios de ejecución se convierten en una especie de "sello de aprobación" del manejo de la política económica interna, que podría aprovecharse en el mercado financiero internacional.

<sup>19</sup>*Ibid.* pp. 99-101.

<sup>20</sup>Este asunto fue discutido recientemente por Sidney Dell, "Stabilization: the political economy of overkill", en John Williamson (comp.) *op. cit.*, 1983.

<sup>21</sup>Véase Helleiner, *op. cit.*, 1983.

<sup>22</sup>No obstante, es concebible que un uso más flexible del procedimiento de adelantar en el primer desembolso una fracción desproporcionadamente grande del financiamiento total previsto en el acuerdo en vez de prorratearlo a lo largo de la vigencia del convenio (*front-loading*) pudo haber ayudado, precisamente por su efecto catalizador, a atenuar, si no a detener el deterioro de las cuentas externas. Aunque el Fondo está facultado para emplear este procedimiento cuando se trata de desequilibrios muy grandes, ha sido reacio a utilizarlo como se advierte en la experiencia reciente de los países de la región. (Véanse nuevamente el cuadro I y la nota 10.) En cambio, es cuestionable que un uso más extenso del Servicio Ampliado, que ampara los programas de ajuste de largo plazo, hubiera aliviado el rigor del ajuste, ya que el nivel de financiamiento obtenible anualmente por medio de un ASA no es mayor que el que daría un ADG. Además los países pueden obtener ADG sucesivos o bien, seguir un ADG con un

ASA, o *vice-versa*. Los ASA no suponen más ventajas que las que representaría el conocer con más anticipación el monto de recursos potencialmente disponibles del Fondo. Ese conocimiento podría ser importante, pero como las políticas de ajuste y las condiciones que determinan el giro de los fondos se renegocian cada año del ASA, es menor que lo que parece la probabilidad de obtener todo el financiamiento originalmente previsto.

<sup>23</sup>Véanse Joseph Gold, "Conditionality" *Pamphlet Series* N° 34, International Monetary Fund, Washington D.C., 1979; John Williamson, "The lending policies of the International Monetary Fund", en Williamson, *op. cit.*, 1983; William H. L. Day, "Domestic credit and money ceilings under alternative exchange rate regimes" *IMF Staff Papers*, vol. 26 N° 3, septiembre de 1979; Manuel Guitián *op. cit.*, 1981; y Russel Kincaid, "What are credit ceilings", *Finance and Development*, vol. 20 N° 1, marzo de 1983.

En caso contrario, se limitaría e incluso cerraría el acceso a ese mercado.

Los criterios de ejecución se establecen para cada trimestre que comprenda el acuerdo de ajuste, y, tradicionalmente, para un día particular de ese período. El financiamiento del Fondo también se hace efectivo por trimestre, generalmente en proporciones iguales durante el programa, sujeto al cumplimiento cabal de todos los criterios de ejecución que se establecen en el acuerdo. El no cumplimiento de cualquiera de ellos constituye en forma automática motivo suficiente para suspender el financiamiento pues, para el Fondo, cualquier discrepancia entre los resultados efectivos y los criterios de ejecución ha de ser señal de que no se está llevando a cabo el ajuste en la forma debida y acordada —a menos que se compruebe lo contrario. Si se trata de una desviación pequeña con relación a algún criterio cuantitativo de ejecución, el FMI puede conceder una dispensa del criterio infringido y reanudar los giros. De otro modo habrá que modificar el programa original o negociar un nuevo acuerdo, para poder contar nuevamente con financiamiento del Fondo.

Tanto las condiciones previas como los compromisos de política suponen obligaciones en cuanto al uso de lo que, en general, podrían denominarse los instrumentos de política, como el tipo de cambio, los gastos del gobierno o la tasa de interés. Sin embargo, las condiciones previas se distinguen de los compromisos de política porque, como sugiere su nombre, se refieren a medidas que han de tomarse *antes* del comienzo oficial del acuerdo de ajuste y el consiguiente desembolso de financiamiento. Más aún, y por motivos obvios, las condiciones previas suelen comprender de manera preferente modificaciones discretas del tipo de cambio y medidas que lo apoyen, en tanto que los compromisos de política pueden guardar relación con cualquier medida que se estime necesaria o útil para el logro de las metas que se fijan en el programa de ajuste.

Es oportuno también señalar que, a diferencia de lo que sucede con los criterios de ejecución, el incumplimiento de un compromiso de política no implica la interrupción automática de los desembolsos de financiamiento del Fondo. No obstante, esos compromisos se incluyen en el concepto de condicionalidad a que está supeditado el

uso de los recursos del Fondo, ya que violarlos podría a la postre afectar el acceso al financiamiento de la institución.

Para comprender la lógica —o falta de lógica— de los tipos de políticas que aplica el Fondo en sus programas de ajuste es necesario conocer en forma más completa y detallada su modelo macroeconómico. Un primer análisis permite distinguir entre las medidas de política que ejercen sus efectos a través de las variables monetarias y las que lo hacen a través de los precios. Esa dicotomía corresponde también, en general, a la que puede hacerse entre las variables que se eligen como criterios de ejecución y las que no condicionan en forma automática el desembolso de los recursos del Fondo.

## ii) Fundamentos teóricos

—*Los medios de pago (el enfoque monetario del balance de pagos).*<sup>24</sup> Igual que en una economía cerrada, el enfoque monetarista de la política económica en una economía abierta parte del supuesto de una función estable para la demanda de saldos monetarios reales.<sup>25</sup> Pero a diferen-

<sup>24</sup>Para el desarrollo del enfoque monetarista del balance de pagos, véanse Robert Triffin, "Esbozo general de un análisis de las series estadísticas monetarias de América Latina sobre bases uniformes y comparables", en Banco de México, *Memoria: Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas de Banca Central del Continente Americano*, México, 1946; J.J. Polak, "Monetary analysis of income formation and payments problems" *IMF Staff Papers*, vol. 6, noviembre de 1957; Harry G. Johnson, "The monetary approach to balance of payments theory" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. VII, 1972; Manuel Guitián, "Credit versus money as an instrument of control" *IMF Staff Papers*, vol. 29, noviembre de 1973. Véanse también Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson (Ed.) *The monetary approach to the balance of payments*, George Allen Unwin Ltd., Londres, 1976; International Monetary Fund, "The monetary approach to the balance of payments" recopilación de estudios preparados por funcionarios del Fondo, Washington D.C., 1977; Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson (Ed.) *The economics of exchange rates*, Addison Wesley, Publishing Co. Reading Mass. Estados Unidos, 1978; y Manuel Guitián, *op. cit.*, 1982.

<sup>25</sup>También suele suponer funciones estables para la demanda del público no bancario de dinero en efectivo (con relación a la demanda de dinero en la forma de depósitos bancarios) y para la demanda de los bancos de reservas (con relación a sus inversiones); esto es, también suele suponer una función estable para el multiplicador monetario.

cia de una economía cerrada, en que la autoridad puede controlar el acervo de dinero (la masa monetaria) —por lo que el manejo de la política económica se reduce en esencia a determinar la tendencia de la demanda de medios de pago y los activos que constituyen esos medios—, en una economía abierta con tipo de cambio fijo la autoridad monetaria no puede programar ni el acervo ni el flujo del dinero, sino que sólo puede controlar el componente que se origina en fuentes internas: los activos internos netos (los que se componen principalmente pero no exclusivamente del crédito interno neto).

Si el tipo de cambio fuera absolutamente flexible, el caso de la economía abierta se asemejaría, en principio, al de la economía cerrada en lo que se refiere a la posibilidad de administrar el acervo de dinero. En efecto, una oferta excesiva de medios de pago con relación a la demanda de saldos monetarios reales se elimina mediante el alza del nivel de precios, incluyendo el de los medios externos de pago, esto es, del tipo de cambio. Sin embargo —y esta observación es muy importante— en la medida en que las autoridades permitan que preocupaciones en torno a la estabilidad del tipo de cambio condicionen sus demás políticas, el acervo de dinero se vuelve endógeno. En otras palabras, si en la práctica la autoridad no está dispuesta a dejar que el tipo de cambio fluctúe en total libertad, en rigor tampoco puede determinar el acervo de medios de pago.

En lo que toca a *los activos internos netos*, la diferencia entre una economía abierta con un tipo de cambio fijo y las demás se basa en el hecho de que, en una economía abierta cuyo tipo de cambio no es totalmente flexible, el sector no financiero puede compatibilizar su tenencia nominal de dinero con su demanda de medios de pago mediante sus transacciones con el resto del mundo. Frente a un exceso de dinero el público no bancario puede ajustar sus tenencias al nivel deseado mediante la "exportación" del excedente al resto del mundo; y en el caso contrario, puede "importar" el faltante del exterior. En otros términos, el público puede conciliar su tenencia nominal de dinero con su demanda de medios de pago produciendo un déficit (reducciones del acervo de activos externos netos y por ende del dinero) o un superávit (aumento del

acervo de activos externos netos y del dinero) en el balance de pagos.<sup>26</sup>

Así pues, en una economía con tipo de cambio fijo las autoridades se verán frustradas en su intento de controlar el acervo de dinero cuando su meta no coincida con la cantidad de dinero que el público está dispuesto a tener. Por otro lado, la existencia de un equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero no garantiza un equilibrio paralelo en el balance de pagos (entendiéndose como tal el saldo que la autoridad estima sostenible y deseable) ya que, en principio, el equilibrio en el mercado monetario es compatible con cualquier composición de activos externos netos y activos internos netos. Siendo así, las autoridades sólo lograrían su meta global para las cuentas externas si compatibilizaran la creación de activos internos netos con esa meta, por un lado, y con la demanda de dinero, por el otro. En otras palabras, para satisfacer en forma simultánea la demanda del público de saldos monetarios reales y su meta global para las cuentas externas —su demanda de activos externos netos— las autoridades están obligadas a ajustar el acervo de activos internos. Más aún, al ser el manejo de esta variable financiera la clave para lograr equilibrios simultáneos en los mercados monetario y externo, necesariamente lo es también para el del mercado de bienes y servicios, dado el supuesto inicial de una función estable para la demanda de saldos monetarios reales.<sup>27</sup>

<sup>26</sup>Es de señalar que una equivalencia entre la pérdida o acumulación de reservas y el incremento o reducción de los medios de pago supone que el saldo global del balance de pagos refleja la posición de todo el sistema bancario, o bien, que el multiplicador monetario es igual a uno. No obstante, bastaría para validar los resultados sustantivos del enfoque un multiplicador monetario constante. También se supone que la autoridad monetaria no puede compensar ("esterilizar") en forma permanente los efectos monetarios de las transacciones externas.

<sup>27</sup>Al obtener el equilibrio en  $N-1$  mercados se asegura su logro en todos los mercados (aquí  $N=3$ ). Sin embargo, el equilibrio general de flujos no implica necesariamente el de los acervos (aquí el dinero y las reservas internacionales netas) en cada período, a menos que se haya partido de un punto de equilibrio de los acervos. Por otro lado, incluir un mercado de valores fortalecería los resultados del modelo, pues permitiría prever los vínculos entre el crédito, la tasa de interés y el balance de pagos. (Véase Manuel Guitián, *op. cit.*, 1973.)

De estos resultados surge en forma nítida un criterio de ejecución: el manejo de los activos internos netos (del crédito interno neto).

En cuanto al *financiamiento interno y externo del sector público*, así como el equilibrio en el mercado monetario puede lograrse con cualquier combinación de activos externos e internos netos, la meta global para el balance de pagos puede alcanzarse con innumerables combinaciones de saldos en las cuentas corrientes y de capital y la expansión residual de los activos internos netos puede originarse en distintas asignaciones entre los sectores público y privado. Por lo tanto, por regla general, la programación de la oferta de los activos internos netos no bastará por sí sola para lograr una posición sostenible en el balance de pagos ni para promover el crecimiento y la eficiencia de la inversión; para conseguir esos objetivos habría que acompañar la administración de los activos internos netos de medidas que conformen la composición del balance de pagos y que afecten la asignación sectorial del crédito.

La noción de un balance de pagos sostenible se relaciona con la magnitud del déficit en cuenta corriente que puede financiarse a largo plazo, y, por consiguiente, atañe en el fondo a la capacidad de la economía para absorber (gastar) productivamente los recursos disponibles (reales y financieros, internos y externos). Puesto que la contrapartida de un déficit en cuenta corriente es en términos generales la importación de capital, el logro de una posición sostenible en las cuentas externas implica restringir el endeudamiento externo a una magnitud compatible con dicha capacidad. Sin embargo, por razones no evidentes desde el punto de vista analítico, el Fondo recomienda restringir exclusivamente el endeudamiento externo del sector público.<sup>28</sup> Esta política constituye otro criterio de ejecución.

Por su parte, proteger el nivel de actividad y el crecimiento de la capacidad de producción, en circunstancias en que se restringen la oferta de crédito y el endeudamiento externo, supone aplicar medidas que canalicen el crédito disponible hacia el financiamiento de inversiones, incluso el capital de trabajo (en vez de hacia el consumo) y, en particular, hacia las inversiones más

productivas. Por razones quizá relacionadas con su experiencia práctica, el Fondo ha perseguido estos objetivos mediante una restricción específica al financiamiento bancario de los gastos del sector público.<sup>29</sup> Esta política es también utilizada como criterio de ejecución.

En lo que al *déficit del sector público* se refiere, las restricciones al endeudamiento bancario interno y externo del sector público implican, a su vez, una restricción a la magnitud del déficit del sector público, que varía de grado según el nivel de desarrollo del mercado interno de capitales. En el caso extremo —pero no necesariamente atípico— en que no exista un mercado organizado de activos financieros fuera del sistema bancario, esa restricción es, en principio, rigurosa, pues gasto deficitario y creación de dinero son contrapartidas de un mismo proceso. En los demás casos, esas restricciones no significan un límite rígido al déficit del sector público. Sin embargo, igual que ocurre cuando no hay un mercado de capitales, existe una limitación a la creación de crédito, y el sector público aumenta su captación de recursos bancarios; expandir el gasto deficitario más allá de dichas restricciones implica reducir *pari passu* el monto global de recursos monetarios disponibles para financiar los gastos del sector privado. Por lo tanto, cuando existe un mercado interno de capitales se justificaría acompañar las restricciones crediticias con un criterio de ejecución referente a la magnitud del déficit del sector público.

Estas consideraciones ponen de relieve el vínculo que puede existir entre el déficit del sector público y la creación de dinero, por un lado, y entre el déficit del sector público y la inversión privada, por otro, y por lo tanto, el papel que puede tener el gasto deficitario en la generación de desequilibrios externos e internos. Se ha sugerido que este enfoque podría considerarse “fiscal” en vez de “monetario”. En cualquier caso,

<sup>29</sup>Si bien es cierto que el Banco Central no puede controlar sus activos internos netos si no puede limitar su financiamiento al sector público, la cuestión aquí es la creación y asignación del crédito de todo el sistema financiero. Aparentemente, esta predisposición en contra del sector público descansa en la premisa de que el Estado es capaz de vencer sistemáticamente al sector privado en la competencia por el crédito cuando éste escasea.

<sup>28</sup>A veces la limitación se hace extensiva al endeudamiento externo privado garantizado por el Estado.

cuando se carece de un mercado de capitales o cuando su desarrollo es incipiente, la restricción del crecimiento de los medios de pago a un ritmo compatible con el equilibrio financiero pasa necesariamente por una rebaja del déficit del sector público.

En lo que atañe a los *activos externos netos*, tanto la restricción a la expansión de los activos internos netos como las limitaciones al financiamiento interno y externo de los gastos del sector público tienen como objetivo ajustar el balance de pagos a una meta considerada viable. En consecuencia, el cumplimiento de estos criterios de ejecución debe asegurar el logro de la meta para las cuentas externas, siempre que sean válidos los supuestos y parámetros del modelo. No obstante, en los programas de ajuste del Fondo esa meta también figura como un criterio de ejecución.

En resumen, la naturaleza monetarista del paradigma explica en gran parte la selección de la mayoría de los criterios de ejecución. Su trasfondo neoclásico (la creencia de que la eficiencia y la prosperidad internacionales se maximizan en mercados libres de interferencias tales como los controles a los movimientos de capitales, los aranceles o las cuotas) desemboca en otro criterio y el único que no es cuantitativo: la no introducción de nuevas trabas al flujo internacional de bienes, servicios y capitales. También se relaciona con el criterio restante: la eliminación de los atrasos de pago.

Los criterios de ejecución incluyen en casi todos los programas de ajuste restricciones en: 1) los activos internos netos (el crédito interno, más algunos activos de menor importancia, menos los depósitos bancarios del gobierno y otros pasivos secundarios); 2) el crédito interno neto al sector público no financiero (el crédito interno al Estado, menos los depósitos bancarios del gobierno); 3) el endeudamiento externo del sector público; 4) los activos externos netos (las reservas internacionales brutas menos el endeudamiento externo de corto plazo) y 5) la introducción de nuevas medidas que limitan el comercio exterior, las remesas de pagos por el servicio de factores, o los flujos de capitales. Pueden también, según el caso, comprender: 6) la eliminación de los pagos externos atrasados y 7) la restricción de la magnitud del déficit del sector público no financiero.

Los criterios relativos al sector financiero podrían en principio incluir los del Banco Central o

los de todo el sistema bancario, según cual sea más estable: el multiplicador monetario o la demanda del público de dinero.<sup>30</sup> Por su parte, puede suprimirse el relacionado con el déficit global del sector público no financiero cuando no existe un mercado de capitales fuera del sistema bancario, y el concerniente al endeudamiento externo puede hacerse extensivo a la deuda privada garantizada por el Estado si se considera que las obligaciones globales de éste son excesivas. Por último, y como es obvio, el de los pagos atrasados es aplicable sólo cuando corresponda.

Los criterios relativos a los agregados monetarios se establecen como niveles mínimos (activos externos netos) o máximos (los activos internos netos y crédito interno neto al sector público) para un día particular de cada trimestre que dure el acuerdo. El del déficit global del sector público no financiero se suele fijar sobre una base anual en tanto que el relativo al endeudamiento externo del sector público generalmente comprende los créditos a plazos inferiores a 10 años, recalándose la restricción de los inferiores de cinco años (excepción hecha de los créditos de abastecedores de corto plazo).

—*Los precios.* Las otras políticas principales que emplea el Fondo en sus programas de ajuste involucran a los precios; sin embargo, esas medidas no se utilizan como criterios de ejecución. De las medidas que suelen ser condiciones previas o

<sup>30</sup>Como se sabe, el multiplicador monetario se deriva de las preferencias del público acerca de la composición de sus tenencias de dinero entre efectivo y depósitos bancarios, las de los bancos comerciales acerca de la relación entre sus reservas y sus pasivos, y el encaje legal que establece la autoridad monetaria; es decir, su valor depende de la demanda de base monetaria (el efectivo en circulación más las reservas bancarias). Si la demanda de base monetaria fuera inestable, una restricción en los activos internos netos del Banco Central podría obstaculizar el logro de cualquier meta para los activos externos netos, ya fuera formulada en relación con el Banco Central o el sistema bancario, toda vez que el sector financiero pueda compatibilizar su tenencia nominal de dinero con su demanda de medios de pago mediante sus transacciones con el resto del mundo. Conseguir en este caso la meta para el balance de pagos supone más bien que la autoridad monetaria puede compensar la fluctuación del multiplicador monetario con ajustes de sus activos internos netos. En cambio, si la demanda de dinero fuera inestable, lograr cualquier meta en el balance de pagos supone poder ajustar los activos internos netos de todo el sistema bancario.

compromisos de política, las cruciales para el logro del equilibrio externo e interno son las relativas a las finanzas públicas, el tipo de cambio, la remuneración de la fuerza de trabajo y la tasa de interés. Se examinarán las tres últimas.

En cuanto al *tipo de cambio*,<sup>31</sup> si está fijo, una oferta excesiva de dinero se traduce en un déficit en el balance global de pagos. Sin embargo, es evidente que ese tipo de desequilibrio sólo puede eliminarse mediante transacciones con el resto del mundo mientras la autoridad monetaria disponga o pueda disponer de un monto suficiente de activos externos y no obstaculice los flujos internacionales de bienes, servicios y capital. Una vez que las reservas internacionales se agoten o decaigan al monto que la autoridad estima como mínimo indispensable —o una vez que la capacidad de la economía de endeudarse con el exterior se agote o alcance la magnitud que se estime representa la máxima deseable— tendrá que eliminarse el exceso de oferta de medios de pago con la reducción del acervo de activos internos netos y/o el alza del nivel de precios, incluso el tipo de cambio.

<sup>31</sup>Véanse Sidney S. Alexander, "Effects of a devaluation on a trade balance", *IMF Staff Papers*, vol. 2, abril de 1952; S.C. Tsiang, "The role of money in trade-balance stability: synthesis of the elasticity and absorption approach", *American Economic Review*, septiembre de 1961; Manuel Gutiérrez, "The effects of changes in the exchange rate on output, prices and the balance of payments", *Journal of International Economics*, vol. 6, N° 1, febrero de 1976; Carl P. Blackwell "Reflections on the monetary approach to the balance of payments", trabajo presentado a la Tercera Conferencia de los Bancos Centrales de la Cuenca del Pacífico sobre Modelos Económicos, Wellington, Nueva Zelanda, 8 al 11 de noviembre de 1977; Harry G. Johnson, "Money, balance of payments theory and the international monetary problem", *Essays in International Finance*, N° 124, noviembre de 1977, Princeton, Princeton University, Department of Economics, 1977; Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson *op. cit.*, 1972; John F.O. Bilson, "Recent developments in monetary models of open economies", *IMF Staff Papers*, vol. 26, N° 2, junio de 1979; Joanne Salop y Eric Spittaler, "Why does the current account matter?", *IMF Staff Papers*, vol. 27, marzo de 1980; Ronald I. McKinnon, "The exchange rate and macroeconomic policy: changing postwar perceptions", *Journal of Economic Literature*, junio de 1981, vol. XIX, N° 2, y Conference on Exchange Rate Regimes and Policy Interdependence, auspiciada por el Fondo Monetario Internacional y el National Bureau of Economic Research, Washington D.C., 31 de agosto de 1982, cuyo informe fue publicado en *IMF Staff Papers*, vol. 30, N° 1, marzo de 1983; en particular, véase William H. Branson, "Economic structure and policy for external balance".

En estas circunstancias, cabría preguntarse si hay razones que aconsejen elegir entre una u otra política para orientar el proceso de ajuste. El paradigma del Fondo admite la posibilidad de que sea necesario actuar directamente sobre el tipo de cambio, en vez de depender exclusivamente de una reducción del acervo de medios de pago, para lograr el ajuste de la economía sin provocar pérdidas injustificadas de producción y de empleo. Una razón podría hallarse en rigideces que hagan incierta, irregular y lenta una baja de los precios internos o que vuelvan perversos o inelásticos los movimientos de capital. Otra sería la existencia de distintas velocidades de ajuste entre los mercados internos de bienes y de activos. Favorecer una devaluación también puede justificarse desde el punto de vista ortodoxo por razones netamente pragmáticas o estratégicas, pues una modificación cambiaria es una alternativa a la aplicación de medidas discrecionales, como aranceles, cuotas o controles a los movimientos de capital, para reprimir un exceso de demanda. Sin embargo, si en la economía se dan rigideces de precios reales, la devaluación cambiaria no surtirá más efecto que una deflación monetaria.

En todo caso, cabe destacar que en el marco del paradigma monetarista, un desequilibrio externo sólo puede perdurar en la medida en que haya, en relación con la demanda de saldos monetarios reales, una oferta desmedida de medios de pago, cualesquiera hayan sido las causas iniciales del desajuste. Por lo tanto, la opción no es elegir entre una devaluación o una deflación, sino entre una modificación cambiaria y el grado de restricción de las políticas monetaria y fiscal.

Supóngase que, como resultado de una creación excesiva de crédito interno, se ha llegado a un cuadro en que sea necesario recuperarse al menos parcialmente de la pérdida acumulada de reservas internacionales. Supóngase, además, que la demanda de saldos monetarios reales ha dejado al mismo tiempo de crecer —quizá por esta misma restricción externa.

A falta de un ajuste del tipo de cambio, la necesidad de crear una escasez de medios de pago —para conseguir el superávit en el balance de pagos— supone reducir el acervo absoluto de activos internos netos. Lograr acercarse en esta forma a un balance sostenible de los activos externos netos implica, a su vez, comprimir el crédi-

to interno neto al sector privado y/o obtener un superávit en las operaciones presupuestarias del sector público.

En cambio, la devaluación, al transformar el valor de los activos internos netos en uno compatible con la demanda de saldos monetarios reales, "avalaría" la expansión pasada de los medios de pago. En otras palabras, una devaluación, al crear, con la elevación del nivel interno de precios, un exceso de demanda de dinero, permite conseguir el superávit deseado en el balance de pagos sin necesidad de disminuir el acervo de activos internos netos y, por lo tanto, sin tener que comprimir el endeudamiento del sector privado ni lograr un superávit en el presupuesto del sector público;<sup>32</sup> lo que sí supone son políticas monetaria y fiscal que detengan la creación interna de medios de pago. De otro modo se disminuiría el exceso de demanda de saldos reales tanto directa como indirectamente.

Cuando en la economía se dan rigideces que hacen imposible contrarrestar en forma instantánea la reducción de los medios de pago con la deflación del nivel interno de precios o un superávit en el balance global de pagos, ha de descender el gasto interno y, por lo tanto, el nivel de la actividad interna, a fin de restaurar el equilibrio en el mercado monetario, es decir, eliminar la escasez de medios de pago.<sup>33</sup> Más aún, habrá pérdidas irre recuperables de producto en compa-

<sup>32</sup>En la medida en que una devaluación se traduce en un alza del nivel de precios tiene el efecto secundario de reducir el valor real de los activos financieros no reajustables tal como el acervo de dinero. Si la demanda de dinero es una demanda de saldos monetarios reales, al subir el nivel de precios habrá un exceso de demanda con relación a las existencias de dinero, a menos que el público espere que dicha alza persista; esto es, que se convierta en inflación (en cuyo caso la demanda de dinero puede incluso disminuir). Un exceso de demanda de dinero sólo puede eliminarse con este enfoque mediante un alza de la tasa de interés, un decrecimiento del ingreso, un aumento en la inflación esperada o el crecimiento de la oferta de medios de pago. La existencia simultánea de una política monetaria restrictiva sugiere que cualquier aumento en el acervo de dinero tendría que provenir de fuentes externas —de un superávit en el balance de pagos— y esto es precisamente lo que se pretende lograr.

<sup>33</sup>También puede haber rigideces que hagan imposible aplicar en forma instantánea una deflación monetaria. Por otro lado, sin una modificación de los precios relativos internos, el decrecimiento del gasto interno afectará en forma desproporcionada al producto interno, a menos que la propensión marginal a importar sea mayor que 1/2.

ración con su nivel potencial mientras y, en la medida en que, la compresión de los medios de pago no sea totalmente compensada con ajustes de los precios relativos internos y/o del saldo global de las transacciones con el resto del mundo.

Si las rigideces son al mismo tiempo desiguales entre los diversos mercados, de tal manera que los procesos de ajuste sean más veloces y parejos en el mercado de activos que en los mercados de factores y de bienes y servicios, el peso del ajuste del balance de pagos tendrá que recaer en forma desproporcionada sobre la cuenta de capital. Así pues, una política de ajuste que dependa exclusivamente de una deflación monetaria no bastará en esas condiciones para asegurar por sí sola un balance de pagos sostenible, aun si pudiera conseguir el mejoramiento deseado sin provocar trastornos en la producción interna. Habría que emplear entonces un instrumento que influya en forma más directa en los precios relativos, a saber, el tipo de cambio.

Por último, la prevalencia en la economía de expectativas contrarias a las requeridas para la eficacia de su ajuste mediante una deflación monetaria bastaría —sin ningún otro tipo de rigidez— para frustrarla.

Por ejemplo, si se espera una devaluación, las tasas de interés podrían tener que alcanzar valores insostenibles para el desenvolvimiento de la actividad económica antes de eliminar la escasez de medios de pago.

Por el contrario, un alza del tipo de cambio, aparte de poderse aplicar instantáneamente, modifica, en forma abrupta y generalizada, los precios relativos internos, a menos que algunos precios reales, ya sea de bienes, factores o activos, presentaran una rigidez absoluta al descenso. Aun si no hubiera tal inflexibilidad, y se presentara algún grado de resistencia al descenso en algunos precios nominales, la devaluación será más ventajosa que una deflación monetaria en lo que toca a sus efectos sobre la estabilidad del producto y el empleo y la viabilidad del balance de pagos. Cuando y en la medida en que se desvíe el gasto interno de las importaciones y los bienes exportables a los no transables y a los sustitutos de las importaciones y se induce una reasignación de los factores de producción de los sectores productores de no transables a los de transables, la devaluación real compensa el exceso de de-

manda de saldos reales a que da lugar. Por consiguiente, reduce la magnitud de las desviaciones que podría tener que acusar la producción en comparación con su nivel potencial o efectivo para contribuir a restaurar el equilibrio en el mercado monetario.

Si no bastara una modificación del tipo de cambio real para mejorar la cuenta corriente, no importaría, para efectos del equilibrio externo, si se tratara de un ajuste del tipo de cambio nominal o de una reducción del nivel interno de precios. Por otra parte, si la economía registra rigideces que impiden la devaluación real, también desaparecerán las ventajas de una modificación cambiaria, frente a una deflación monetaria. Es más, en estas condiciones la devaluación sería equiparable a una deflación monetaria, ya que ambas se limitarían a promover el ajuste exclusivamente a través de crear una escasez de medios de pago. Por este motivo, se suele acompañar una modificación cambiaria con medidas que repercutan en forma más directa sobre los valores de otros precios relativos.

Por último, las expectativas también pueden frustrar una devaluación y tornarla altamente recesiva. Pero esas expectativas deben influir en la oportunidad y la magnitud de un alza cambiaria, antes que en la elección entre una devaluación y una deflación monetaria.

En lo que toca a *las remuneraciones*,<sup>34</sup> ajustar la economía a un déficit menor en cuenta corriente supone acondicionar las remuneraciones reales, en la medida en que éstas determinan el tipo de cambio real y el gasto interno, so pena de deprimir la producción interna por debajo de su potencial y/o reducir la tasa de crecimiento de la capacidad de producción.

Aumentar el tipo de cambio real, ya sea en el marco de una devaluación nominal o en el de una deflación monetaria, implica disminuir los costos de producción en relación con los precios de los bienes y servicios transables. Aunque ese requisi-

to establece un tope al incremento nominal que pueden experimentar las remuneraciones luego de una devaluación (o suponen su decrecimiento nominal cuando no la hay) no significa que los sueldos y salarios reales tengan necesariamente que descender para poder alzar el tipo de cambio real.<sup>35</sup> En otros términos es concebible —aunque poco probable— que imperen condiciones en las que sea factible disminuir el déficit en cuenta corriente sin reducir las remuneraciones reales ni crear desempleo.<sup>36</sup>

En contraposición, para bajar el gasto interno con relación al producto sin menoscabar el esfuerzo de acumulación, es obligatorio por regla general comprimir los sueldos y salarios reales, pues de otro modo no sería posible aumentar el ahorro interno; esto es, no sería posible financiar el nivel existente de gastos de inversión.<sup>37</sup>

<sup>35</sup>Supóngase que en una economía pequeña tanto el valor del producto como el del consumo están compuestos en partes iguales por bienes y servicios transables y bienes y servicios no transables; que los sueldos y salarios representan en promedio 50% de los costos de producción en ambos sectores; y que no se importan bienes intermedios siendo que en general los productores de no transables no son capaces de influir en forma duradera sobre los precios. En estas condiciones, es fácil demostrar que el logro de una devaluación real no implica disminuir la remuneración real de la fuerza de trabajo. Por ejemplo, supóngase que se sube el tipo de cambio nominal en 60%, y como resultado, que los sueldos y salarios nominales se incrementen en 40% en promedio. Esta alza se traducirá, según los supuestos anteriores, en un aumento medio de 20% en los precios de los no transables. Las remuneraciones reales no habrán disminuido, pues su aumento nominal compensó en forma total la variación del nivel interno de precios:  $\frac{160 + 120}{2}$ . No obstante, el tipo de cambio real habrá aumentado en 33.3% (160/120) (Desde luego, durante el proceso de ajuste del gasto y el producto a los nuevos precios relativos internos, los precios de los no transables volverán a subir). (Este ejemplo es similar al que citó Cline, *op. cit.*, p. 181)

<sup>36</sup>Para mostrar la dificultad de mantener en un proceso de ajuste el nivel de actividad, baste señalar que, para lograrlo, todo el decrecimiento del gasto interno tendría que recaer en las importaciones, en tanto que la merma de la inversión tendría que afectar exclusivamente la tasa de crecimiento de la capacidad de producción (y no su utilización).

<sup>37</sup>Sin embargo, esta restricción no sería necesariamente operante si la propensión marginal a consumir de los ingresos provenientes de utilidades y rentas en el sector productor de bienes y servicios transables fuera menor que la prevaleciente en el sector productor de no transables, o si se pudiera aumentar la eficiencia de la inversión.

<sup>34</sup>Véanse, por ejemplo, Rudiger Dornbusch, *Open economy macroeconomics*, Basic Books, Inc. Publishers, Nueva York, 1980, Parte 2; William C. Cline, "Economic stabilization in developing countries", *op. cit.*, y Omotunde Johnson y Joanne Salop, "Distributional aspects of stabilization programs in developing countries", *IMF Staff Papers*, marzo de 1980 y Rudiger Dornbusch "Comments" en John Williamson (Ed.) *IMF conditionality*, *op. cit.*

En la medida en que fuese necesario disminuir la remuneración real de la fuerza de trabajo para no deprimir el nivel de actividad o sacrificar el crecimiento futuro, tal disminución no sería según el enfoque ortodoxo, sino la contrapartida de haberla aumentado en forma excesiva en el pasado, o de una pérdida permanente de ingreso nacional.

En lo que se refiere a la *tasa de interés*,<sup>38</sup> en una economía abierta, con un tipo de cambio fijo, la autoridad monetaria está obligada a ajustar los activos internos netos para satisfacer, en forma simultánea, la demanda del público de saldos reales y su meta para el balance global de pagos. En este marco la tasa de interés se vuelve endógena: la autoridad no puede controlar en forma simultánea la oferta de los agregados monetarios y la tasa de interés. Más aún, en una economía en que los activos internos y externos que devengan interés son perfectamente intercambiables entre sí, la tasa de interés del mercado interno no puede apartarse en forma duradera de la que prevalece en el mercado externo, a menos que sea imperfecta la movilidad internacional del capital. Por otra parte, si la economía es pequeña, su tasa de interés no incide en la internacional.

Si el tipo de cambio es fijo, la tasa interna de interés puede apartarse de la externa en la medida en que existan expectativas de una variación cambiaria. Sin embargo, la tasa interna real aún reflejaría, a largo plazo, la tasa real del mercado internacional. Si el tipo de cambio es totalmente flexible, la autoridad puede elegir en principio entre administrar la oferta monetaria y controlar la tasa de interés. Pero en este caso no podría surgir la necesidad de un ajuste, puesto que la flexibilidad total del tipo de cambio implica un saldo del balance de pagos siempre igual a cero. Por lo tanto, el único caso que interesa para determinar la política de tasas de interés con relación al ajuste es aquel en que no es totalmente flexible el tipo de cambio.<sup>39</sup>

En este marco, la política ha de consistir entonces en no obstaculizar el curso espontáneo del

tipo de interés, pues de otro modo se corre el riesgo de socavar el papel que le corresponde en el logro del ajuste. Supongamos que en el programa de ajuste se crea una escasez de medios de pago, ya sea mediante una deflación monetaria o una devaluación cambiaria. La contrapartida del exceso de demanda en el mercado monetario es un exceso de oferta en los mercados de bienes y de activos; y es justamente en el proceso de resolver estos desequilibrios que se espera mejorar el balance de pagos. Restaurar el equilibrio en el mercado monetario supone un alza de la tasa de interés para provocar un ingreso neto de activos externos. Fijar en estas circunstancias una tasa de interés inferior a la correspondiente al equilibrio implica invertir el proceso de deflación monetaria (o la devaluación cambiaria) y debilitar o eliminar el incentivo a la entrada neta de capitales. En cambio, fijar una tasa mayor que la del mercado supone sacrificar en forma innecesaria el nivel de actividad y el crecimiento de la capacidad de producción.

### iii) Aplicación de los programas de ajuste del Fondo en América Latina

En lo que toca a las combinaciones de políticas —criterios de ejecución, condiciones previas y compromisos de política— puestas en práctica en los programas de ajuste pactados con el Fondo por países de América Latina y el Caribe y en vigor a fines de 1983, cabe señalar que todas ellas —amparadas en ADG o ASA— son casi iguales. En cuanto a los criterios de ejecución, no hay casi diferencia entre los 17 programas de ajuste salvo que algunos países habían acumulado atrasos de pago y otros no, cuando se pusieron en marcha los acuerdos respectivos. (Véase el cuadro 3.)<sup>40</sup> Llama la atención que todos hayan fijado restricciones a los activos internos netos del balance del Banco Central (y no al del sistema bancario total),<sup>41</sup> y que no haya en ningún programa un

<sup>38</sup>Véase, por ejemplo, William H. Branson, "Economic structure and policy for external balance", *op. cit.*

<sup>39</sup>Podría estabilizarse un tipo de cambio flexible, pero en ese caso se estaría nuevamente en la situación de un tipo de cambio fijo o no del todo flexible.

<sup>40</sup>En el cuadro 3 no se incluye el criterio de ejecución, común a todos los acuerdos, referente a la no introducción de medidas que restrinjan el comercio internacional de bienes, servicios y capital.

<sup>41</sup>En dos países (Brasil y Perú) los criterios de ejecución en los agregados monetarios incluyen, además del balance del Banco Central, los de otros bancos del Estado que cumplen funciones propias de la autoridad monetaria.

Cuadro 3  
 POLITICAS ECONOMICAS CONVENIDAS ENTRE LOS PAISES DE AMERICA LATINA  
 Y EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL<sup>a</sup>  
 (Acuerdos vigentes a fines de 1983)

País	Criterios de ejecución					Compromisos de política									
	Trimestrales			Anuales		Tipo de cambio	Remane- raciones	Tasa de interés	Déficit del sector público	Ingresos corrientes	Gastos corrientes	Ahorro corriente	Gastos de capital	Gastos totales	Tarifas de empresas del sector público
	Activos externos netos	Pagos en mora	Activos internos netos	Crédito interno neto	Endeudamiento externo										
<i>Acuerdos de Derecho de Giro</i>															
Argentina	Banco Central	t	Banco Central	Sector público	Sector público	+		-	+	-	+	-	-	+	
Barbados	Banco Central		Banco Central	Sector público	nd		nd	-	+	-	+	-	-	+	
Chile	Banco Central		Banco Central	Sector público	Sector público	+	-	r	-	+	-	+	-	+	
Costa Rica	Banco Central	t	Banco Central	Sector público	Sector público	+	-	r	-	+	-	+	-	+	
Ecuador	Banco Central		Banco Central	Sector público	Sector público	+	-	r	-	+	-	+	-	+	
Guatemala	Banco Central	t	Banco Central	Sector público	nd		nd	r	-	+	-	+	-	+	
Haití	Banco Central	t	Banco Central	Sector público	nd		nd	-	+	-	+	+	-	+	
Honduras	Banco Central		Banco Central	Sector público	nd		nd	r	-	+	-	+	+	+	
Panamá	Banco Central		Banco Central	Sector público	nd		nd	-	+	-	+	-	-	+	
Uruguay	Banco Central		Banco Central	Sector público	Sector público	+	-	-	+	-	+	-	-	+	
<i>Acuerdos en virtud del Servicio Ampliado</i>															
Brasil	Banco Central-Banco Brasil	t	Banco Central-Banco Brasil	Sector público	Sector público	+	-	-	+	-	+	-	-	+	
Dominica	Banco Central		Banco Central	Sector público	nd		nd	-	+	-	+	+	-	+	
Granada	Banco Central		Banco Central	Sector público	nd		-	-	+	-	+	-	-	+	
Jamaica	Banco Central		Banco Central	Sector público	nd		nd	nd	+	nd	nd	nd	-	+	
México	Banco Central		Banco Central	Sector público	Sector público	+	-	r	-	+	-	+	-	+	
Perú	Banco Central-Banco de la Nación		Banco Central-Banco de la Nación	Sector público	Sector público	+	-	r	-	+	-	+	+	+	
República Dominicana	Banco Central	t	Banco Central	Sector público	Sector público			r	-	+	-	+	+	+	

Fuente: CEPAL, sobre la base de informaciones oficiales y de diversas fuentes nacionales e internacionales.

<sup>a</sup> Las abreviaturas utilizadas son las siguientes: (t) Eliminación total; (nd) No disponible; (+), Aumento en términos reales; (-), Disminución en términos reales; (r) Positiva en términos reales.

criterio de ejecución relativo al déficit del sector público.

La primera similitud no deja de extrañar, ya que es difícil creer que en todos esos países el multiplicador monetario sea más estable que la demanda de dinero. *A priori* no podría llegarse a ninguna conclusión contundente al respecto. Empíricamente, los resultados también discrepan entre sí.<sup>42</sup> Empero, tal situación parecería ser la única justificación teórica de la observada igualdad en este criterio de ejecución en los 17 programas de ajuste.<sup>43</sup>

La segunda es sorprendente porque no es obvio de ninguna manera que todos los países en cuestión carezcan de mercados de capitales fuera del sistema bancario.<sup>44</sup> Por el contrario, varían entre sí considerablemente en cuanto al volumen de la intermediación financiera extrabancaria. Esta igualdad de tratamiento, por lo tanto, tampoco parece derivar inequívocamente del razonamiento teórico en que se fundamentan los programas de ajuste del Fondo, ni de las condiciones objetivas imperantes en la región. Cualquiera sea la trascendencia de estas dos aparentes anomalías, se plantea la cuestión general de la correspondencia entre el modelo teórico y su aplicación al mundo real.

En cuanto a los compromisos de política, también se observa una gran uniformidad en los programas de ajuste (véase de nuevo el cuadro

<sup>42</sup>Véase William Fellner, "Criteria for useful targeting: money versus the base and other variables", *Current Issues in the Conduct of U.S. Monetary Policy, A conference sponsored by the American Enterprise Institute for Public Policy Research*, 4 a 5 de febrero de 1982, Washington D.C. y publicado en *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. XIV, N° 4, parte 2, noviembre de 1982.

<sup>43</sup>Hay, en realidad, otras opciones (las reservas bancarias o la tasa de descuento, por ejemplo), al empleo del acervo de activos internos netos como la variable operacional para efectos de la programación monetaria. Se ha demostrado incluso que no hay un enfoque ideal para el manejo de los medios de pago, es decir, no hay ninguno que dé un mejor resultado ante cada tipo de perturbación que puede experimentar el mercado monetario. A la luz de estas consideraciones, la uniformidad señalada parecería más cuestionable aún. Véase Ralf C. Bryant "Federal Reserve control of the monetary stock", *Current Issues in the Conduct of U.S. Monetary Policy*, *op. cit.*

<sup>44</sup>También puede resultar sorprendente porque se suele creer que el déficit del sector público es un criterio de ejecución en los programas del Fondo.

3.)<sup>45</sup> Ella en sí no tiene gran significación; lo que más importan son las magnitudes en juego: cuánto hubo que subir el tipo de cambio, en qué proporción se acordó incrementar los ingresos corrientes del gobierno, etc. No obstante, hay cuatro puntos que merecen destacarse. En primer lugar, esta sección del cuadro 3 es instructiva por lo que no contiene. En efecto, mientras se restringen de manera explícita o implícita las remuneraciones de la fuerza de trabajo y los gastos del sector público en términos reales y se incrementan en términos reales otros precios claves, como los de los servicios públicos y el tipo de cambio, no hay política alguna dirigida a condicionar el nivel de precios de los bienes y los servicios en el sector privado.

Esta asimetría podría obstaculizar la vigencia de las condiciones que se requieren para que la restricción del crecimiento del dinero con relación a la inflación reinante —la deflación monetaria— se traduzca en una desaceleración de la inflación y mejoramiento de la posición externa antes que en una caída del nivel de actividad. Si las expectativas inflacionarias se guían por la inflación pasada, o lo que sería tanto o más probable y peor, por las alzas reales del tipo de cambio, los precios de los servicios públicos y los impuestos, en el corto plazo una restricción del crecimiento de los medios de pago deprimiría el producto interno sin frenar la inflación ni fortalecer el balance de pagos.<sup>46</sup> En suma, falta alguna me-

<sup>45</sup>Nótese que no fue posible establecer con grado alguno de certeza la existencia de condiciones previas a los acuerdos considerados.

<sup>46</sup>Bastaría la inflexibilidad de un solo precio para crear condiciones en que el producto y el empleo, y no sólo el nivel de precios y las cuentas externas, fluctuaran ante perturbaciones como una deflación monetaria. Y aunque todos los precios fuesen capaces de ajustes instantáneos ello no constituiría una condición suficiente para proteger de las perturbaciones el nivel de actividad. En efecto, para lograr tal inmunidad se requerirían también ajustes instantáneos del gasto, de los factores de producción y de los movimientos de capital al nuevo sistema de precios relativos en los sentidos y magnitudes necesarios. Sobre el primer punto, véase E. Malinvaud, *The theory of unemployment reconsidered*, Londres, 1977; G. Muellbauer y R. Portes "Macroeconomic models with quantity rationing", *The Economic Journal*, vol. 88 N° 352, diciembre de 1978; y William H. Branson, "Economic structure and policy for external balance", *op. cit.* Sobre el segundo aspecto, véase, por ejemplo, Richard Lynn Ground, *El enfoque ortodoxo de ajuste: una exposición, una crítica y la*

dida o medidas que armonicen las expectativas inflacionarias con las restricciones de la remuneración de la fuerza de trabajo y la creación de medios de pago.<sup>47</sup>

Por otro lado, en los acuerdos de ajuste se observa cierta desagregación de las variables, característica que brillaba por su ausencia en los programas pasados del Fondo. En efecto, no hay en estos acuerdos una concentración exclusiva en las variables más globales como el déficit del sector público, sino que se incluyen medidas relacionadas con los ingresos corrientes, determinados impuestos, los gastos corrientes y los egresos de capital. En algunos de los programas se propone aumentar los gastos de capital en términos reales y disminuir los corrientes. (Véase nuevamente el cuadro 3.)

Sería lógico pensar que esta evolución aparente en el grado de especificidad de los compromisos de política obedece a la preocupación por el aspecto estructural (el lado de la oferta) del proceso de ajuste. Sin embargo, la información disponible no permite deducir que los programas de ajuste de largo plazo (ASA) contengan un conjunto de medidas más pormenorizado que el de los programas de ajuste de corto plazo (ADG). Y esto también llama la atención, ya que habría sido de esperar alguna diferencia entre programas de ajuste de corto y largo plazo, cuando más no fuera porque el Fondo así lo ha planteado en sus documentos.<sup>48</sup>

Por último, cabe señalar que si bien la reducción del déficit del sector público no es un criterio de ejecución, figura en forma prominente en la lista de los compromisos de política en todos los acuerdos. (Véase nuevamente el cuadro 3).

## b) La naturaleza de las metas

### i) Aspectos conceptuales

La selección de metas en la formulación de la

*búsqueda de alternativas*, CEPAL, División de Desarrollo Económico, Santiago de Chile, abril de 1984 (*mimeo.*).

<sup>47</sup>El problema de las incongruencias de las políticas económicas de los programas de ajuste en América Latina ha sido examinado por Ramos, *op. cit.*, capítulo 6, y por CEPAL, *op. cit.*, 1984. Véase también, Jorge Marshall S., José Luis Mardones S. e Isabel Marshall L., "IMF conditionality: The experiences of Argentina, Brasil and Chile", en Williamson, *op. cit.*, 1983.

<sup>48</sup>Véase Guitián, *op. cit.*, 1980 y *op. cit.*, 1982.

política económica presenta dos aspectos: la selección de las variables cuyos valores se pretende afectar (es decir, las variables-meta) y la elección del tipo de meta en sí. Conceptualmente, entre las variables-meta pueden distinguirse las finales, las intermedias y las operacionales.<sup>49</sup> Las finales se fijan para aquellas variables macroeconómicas, como el nivel de actividad, el empleo, los precios y el balance de pagos, que son o representan —a falta de otros indicadores de corto plazo— los objetivos últimos, como el bienestar y la autonomía, de la política económica. Las intermedias comprenden variables, como el acervo de medios de pago y el tipo de cambio real, con que se asocian en forma más estrecha las variables-meta finales pero que no pueden ser controladas ni directa ni completamente por la autoridad en el horizonte temporal considerado. Las variables-meta operacionales son variables que puede utilizar la autoridad para influir sobre las variables-meta intermedias, y a través de ellas, ojalá sobre variables-meta finales en el sentido y magnitud deseados. Se trata de variables como el acervo de activos internos netos de la autoridad monetaria y el tipo de cambio, sobre las cuales la autoridad puede ejercer un control más directo y estrecho (sin ser necesariamente total).

Los tipos de metas pueden también diferenciarse según el grado de control que suponen por parte de la autoridad: específicas, de promedios, de recorrido (o rangos) y fijas o flexibles. Sobre este aspecto se volverá más adelante.

### ii) Las metas de los programas de ajuste del Fondo en América Latina

—*Clasificación y cálculo de las metas.* Por regla general, el Fondo fija las metas de sus programas de ajuste para el último día de cada trimestre del año que sigue a la entrada en vigencia del acuerdo; esto es, suele emplear metas específicas de corto plazo. Tal es la naturaleza de las metas más importantes de sus programas, a saber, las que involucran sus criterios de ejecución.<sup>50</sup> En aras

<sup>49</sup>Véase por ejemplo Benjamín Friedman "Targets, instruments, and indicators of monetary policy" *Journal of Monetary Economics* vol. 1, N° 2 octubre de 1975; y Gordon H. Sellon Jr. y Ronald L. Teigan "The choice of short-run targets for monetary policy" *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, abril de 1981.

<sup>50</sup>Se recordará que dichas metas se expresan como valo-

de la sencillez, sin embargo, se calcularon las metas para un período de doce meses, a contar (aproximadamente) de las fechas en que se suscribieron los respectivos convenios. (Véase el cuadro 4.)<sup>51</sup> A menos que se indique lo contrario, las metas que se expresan como tasas de crecimiento se refieren a las variaciones entre las fechas en que los respectivos acuerdos se celebraron y el término del siguiente período de doce meses. Esas fechas aparecen en la primera columna del cuadro 4.

Las metas finales para las cuales se pudo obtener datos o presentar estimaciones en forma indirecta aparecen en la segunda y tercera columnas del cuadro; se refieren al saldo global del balance de pagos —la variación de los activos externos netos de la autoridad monetaria— y la inflación.<sup>52</sup> Los datos para aquellas metas se tomaron de los acuerdos de ajuste; en cambio, las metas presentadas para la inflación se derivaron de una comparación entre las metas para el crecimiento del acervo de dinero (véase más adelante) y las tasas de inflación que regían al suscribirse los acuerdos respectivos. Las metas para la inflación muestran cuánto tendría que bajar la tasa vigente de inflación para mantener constante el acervo de dinero en términos reales entre el comienzo y el fin del período considerado, dada la meta para esa variable. Siguiendo la misma lógica, se puede calcular el grado de deflación monetaria implícito en los acuerdos, que indica el grado de contracción real que experimentaría el monto programado de medios de pago si se mantuviera constante la tasa vigente de inflación. La primera estadística que aparece en la columna tres es la meta implícita para la inflación y la segunda es el grado implícito de deflación monetaria.

En las cuarta a sexta columnas del cuadro 4 se muestran las variables-meta intermedias: el sistema de precios relativos, representado por el desenvolvimiento efectivo del tipo de cambio real, y el dinero ( $M_1$  y  $M_2$ ). Las metas para  $M_1$  y

$M_2$  son implícitas y fueron derivadas de las metas para la base monetaria y proyecciones de los multiplicadores monetarios.<sup>53</sup> Alternativamente, se pudo haber derivado metas para los activos internos netos del sistema bancario.<sup>54</sup>

Las metas operacionales aparecen en la séptima y octava columnas.<sup>55</sup> Se obtuvieron las estadísticas para la base monetaria directamente de los criterios de ejecución; esto es, directamente de la suma de los valores de las metas para el acervo de activos internos netos y el acervo de activos externos netos de la autoridad monetaria.<sup>56</sup> Las metas para el endeudamiento del sector público también fueron tomadas directamente de los acuerdos.

Las últimas dos columnas comprenden las metas para el déficit del sector público no financiero y su utilización de crédito bancario. Se las ha denominado instrumentos de política (se vinculan con el manejo de los activos internos netos de la autoridad monetaria).<sup>57</sup>

<sup>53</sup>Para proyectar los multiplicadores monetarios se usó una fórmula muy sencilla: un promedio del valor medio observado en los cinco años anteriores al acuerdo, del valor observado en el año anterior a él, y del valor que habría resultado de haberse seguido la tendencia observada entre el penúltimo y el último año previo a la vigencia del programa de ajuste. No obstante, no parece haber razón alguna para creer que esa fórmula sea peor (o mejor) que cualquier otra, incluyendo la que emplea el Fondo para calcular multiplicadores monetarios, pero no se pretende haber reproducido los cálculos que efectuó el Fondo. Las estadísticas presentadas son meramente ilustrativas.

<sup>54</sup>De hecho, ese procedimiento sería una representación más fiel de los ejercicios de programación monetaria del Fondo, ya que el agregado monetario que ha de ser ajustado para conciliar la demanda de dinero del público con la meta para el balance de pagos es el acervo de activos internos netos. Sin embargo, el propósito aquí fue más bien representar el grado de restricción implícita en los acuerdos en caso de cumplirse todas las metas que en ellos se fijaron para los agregados monetarios. Para tal efecto la medida apropiada es la meta implícita para el dinero.

<sup>55</sup>No se dispuso de información acerca de las metas para el tipo de cambio nominal.

<sup>56</sup>Al fijar metas para ambas fuentes de la base monetaria, el Fondo fija, en realidad, una meta para la base monetaria. Sin embargo, en el esquema del Fondo la variable-meta operacional es el acervo de activos internacionales netos de la autoridad monetaria. Sobre esta cuestión véase la nota 54.

<sup>57</sup>Podría ser más apropiado tratarlas como variables-meta operacionales (vinculadas con metas para la asignación sectorial del crédito y el destino del gasto). Sin embargo, ésta es una cuestión secundaria que no hace falta examinar aquí.

res máximos (por ejemplo el acervo de activos internos netos) o mínimos (por ejemplo el acervo de activos externos netos).

<sup>51</sup>En la práctica se tomó la última meta y se comparó con la magnitud efectiva que registró la variable considerada doce meses antes.

<sup>52</sup>Se careció de datos para las metas de la cuenta corriente y —si los hubo— para el nivel de actividad.

Cuadro 4  
**LAS METAS DE LOS ACUERDOS ENTRE LOS PAISES DE AMERICA LATINA  
 Y EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL<sup>a</sup>**  
*Tasas de crecimiento*

País	Fecha de suscripción de los convenios	Metas finales			Metas intermedias			Metas operacionales				Instrumentos de política				
		Activos externos netos	Inflación		Tipo de cambio real <i>ex-post</i> (1980=100)			Dinero <sup>c</sup>		Base monetaria	Endeudamiento externo público <sup>f</sup>	Déficit del sector público (como porcentaje del PIB) <sup>g</sup>			Crédito interno neto al sector público	
			b	c	1981	1982	1983 <sup>d</sup>	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>			1982	1983	1984	Nominal	Real <sup>h</sup>
<i>Acuerdos de Derecho de Giro</i>																
Argentina	24 ene. 83	-29	-23	-16	143	189	191	170	44	119	8.3	14.0	8.0	5.0	209	-4
Barbados	1 oct. 82	...	...	...	95	88	85	...	...	...	...	6.6	...	1.8	...	...
Chile	10 ene. 83	-23	...	-29	99	125	138	-14	-18	-18	9.4	4.0	2.3	...	10	-10
Costa Rica	20 dic. 82	-2	-95	-45	168	141	124	5	...	...	3.3	9.5	4.5	...	15	-40
Ecuador	25 jul. 83	...	-27	-10	97	107	114	41	48	44	10.0	7.5	4.0	...	29	-18
Guatemala	31 ago. 83	...	...	...	98	100	100	...	...	...	...	5.0	...	3.0	...	...
Haití	7 nov. 83	...	...	...	103	98	...	...	...	...	...	4.8	...	...	...	...
Honduras	5 nov. 82	...	...	...	99	92	86	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Panamá	24 jun. 83	...	...	...	102	100	99	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Uruguay	22 abr. 83	...	...	...	105	129	176	...	...	...	...	8.0	3.0	1.0	...	...
<i>Acuerdos del Servicio Ampliado</i>																
Brasil																
1ª carta	6 ene. 83	-67	-43	-22	93	95	118	60	60	63	7.4	16.9	7.9	...	98	-1
2ª carta	24 feb. 83	-67	-44	-23				58	58	61	7.4	16.9	8.8	...	123	9
3ª carta	15 sep. 83	...	...	...				...	...	61	11.0	16.9	15.2	...	118	19
Dominica	6 feb. 81	...	...	...	96	94	91	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Granada	24 ago. 83	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	17.0	8.5	...	...
Jamaica <sup>f</sup>	13 abr. 81	17	-33	-5	97	92	87	13	15	13	11.0	...	...	...	31	18
		14	92	9				14	16	8	...	...	...	...	...	...
México	1 ene. 83	...	...	...	94	137	152	...	...	...	...	16.5	8.5	5.5	...	...
Perú	7 jun. 82	-12	-22	-9	91	94	132	57	52	51	8.8	4.0	...	2.0	9	-37
República Dominicana	21 ene. 83	...	...	...	101	96	94	...	...	...	...	4.0	...	3.0	...	...

Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial y diversas fuentes nacionales e internacionales.

<sup>a</sup>Información provisional y sujeta a revisión. <sup>b</sup>Meta implícita para la reducción de la inflación. Corresponde a la meta implícita para el crecimiento de M<sub>1</sub> dividida por la tasa de inflación imperante (variación del índice de precios al consumidor en los doce meses precedentes) al comenzar a regir el acuerdo con el FMI. <sup>c</sup>Grado implícito de deflación monetaria. Corresponde a la meta implícita para el acervo de M<sub>1</sub> deflactada por la tasa de inflación imperante. <sup>d</sup>Los datos para 1983 corresponden al promedio de enero a septiembre. <sup>e</sup>Las metas para el crecimiento de M<sub>1</sub> y M<sub>2</sub> son implícitas. Para efectuar los cálculos se usó el multiplicador monetario observado en los años anteriores a la vigencia del acuerdo con el FMI, conforme a la fórmula mencionada en el texto. <sup>f</sup>En el caso del Brasil incluye el endeudamiento privado con garantía estatal. <sup>g</sup>El primer año corresponde a la situación anterior al acuerdo y los siguientes se refieren a las metas, salvo para Perú, donde se muestran sólo las metas. En 1981 el déficit fue 8.0%. <sup>h</sup>Deflactado por la tasa de inflación imperante al comenzar a regir el acuerdo. <sup>i</sup>Más de 100. <sup>j</sup>Corresponde a 1985-1986. <sup>k</sup>Abril-diciembre 1981, salvo que se indique lo contrario. <sup>l</sup>Se refiere al año 1982, salvo que se indique lo contrario.

—*Los datos.* Con respecto a las metas finales, se observa una gran variedad en lo que se refiere a la variación de la tenencia de activos externos netos de la autoridad monetaria. En efecto, en algunos de los acuerdos se propuso un aumento; en otros, que se mantuviera constante o casi constante; y, en algunos, se aceptó un decrecimiento, incluso muy pronunciado. (Véase nuevamente el cuadro 4). Desde esta perspectiva los programas de ajuste no aparecen muy restrictivos. Sin embargo, ese juicio no puede emitirse sin relacionarlo con las metas para la cuenta corriente y el valor del producto interno bruto.

En lo que toca a las metas para la inflación, se aprecia, como era de esperar en el enfoque ortodoxo del ajuste, algún grado de deflación monetaria implícita en todos los acuerdos (para los que estuvo disponible la información de base, salvo en el segundo año del ASA de Jamaica); es decir, a las tasas vigentes de inflación, las metas para la variación de  $M_1$  suponían (o suponen) reducciones reales en el acervo de los medios de pago en todos los países en cuestión. El nivel fluctuó entre 5% para Jamaica (en el primer año de su ASA) y 45% para Costa Rica. Se situó entre 9% y 16% para Ecuador, Perú y Argentina, alcanzó 22% a 23% en Brasil y sobrepasó al 29% en Chile. Traducidas a metas para la reducción de la inflación —esto es, tasas de inflación congruentes con el mantenimiento del acervo de dinero en términos reales— las cifras variaron entre —22% para Perú (de 73% a 57%) y más de —100% para Chile (de 22% a —14%). Para Argentina (de 221% a 170%), Ecuador (de 57% a 41%) y Jamaica (de 19% a 13% en el primer año de su acuerdo) fluctuaron entre —23% y —33%. Para Brasil fue —43% (de 105% a 60%) en el primer acuerdo y —44% (de 104% a 58%) en el segundo; y para Costa Rica, la meta implícita para la reducción de la inflación alcanzó a —95% (de 92% a 5%). En cambio, en el segundo año del acuerdo de Jamaica la meta implícita para la expansión de  $M_1$  sobrepasó, con creces, la inflación entonces vigente. (Véase nuevamente el cuadro 4)

Aunque en general se observan políticas monetarias bastante restrictivas y, en varios casos, metas muy rigurosas para reducir la inflación, de las metas para los agregados monetarios se desprende que la inflación que el Fondo está dispuesto a “tolerar” puede ser muy alta. En efecto, en un caso (Argentina) la meta implícita para el

crecimiento de  $M_1$  llegó al 170%. No hay que ser un monetarista para reconocer que con semejante expansión de los medios de pago la inflación tiene que ser altísima. Al mismo tiempo, esas metas señalan claras diferencias entre los programas de ajuste. Por ejemplo, en el de Costa Rica la meta para el crecimiento de  $M_1$  fue 5% en circunstancias en que la inflación vigente era del 82%, en tanto en el de Perú la meta implícita para  $M_1$  se situó en 57% cuando la inflación llegaba a 72%.

Con respecto a esta cuestión, por último, cabe señalar que si en vez de descender, la inflación se acelerara —cosa que efectivamente sucedió por ejemplo en Argentina, Brasil y Jamaica— el grado de deflación monetaria se habría intensificado concomitantemente con los efectos negativos consiguientes sobre el nivel de actividad, a menos que se expandiera el acervo de dinero en una proporción mayor que la prevista —cosa que también ocurrió en varios de los mismos países.

En cambio, en la medida en que la deflación monetaria se tradujera, como se pretende, en una desaceleración de la inflación, se evitaría el decrecimiento del valor real de los medios de pago y por tanto su impacto recesivo. Puede mencionarse al respecto la experiencia de Costa Rica, donde se produjo una desaceleración violenta de la inflación en los meses posteriores a la puesta en marcha del programa de ajuste. Los mismos resultados se producirían si el crecimiento del dinero pudiera sobrepasar la meta sin acelerar la inflación. Tal fue la experiencia de Chile, donde en vez de decrecer  $M_1$  se elevó, en tanto la inflación se mantuvo más o menos constante.

Con relación al comportamiento de la otra meta intermedia, referida al sistema de precios relativos y representada muy imperfectamente aquí por el tipo de cambio real *ex-post*, también se observa una gran variedad de cifras, como sería razonable esperar a la luz del abanico de condiciones objetivas reinantes en las economías de los países en consideración. En seis de los quince países para los que se pudo calcularlo para el período correspondiente, el tipo de cambio real subió; en cinco se mantuvo más o menos constante; y en cuatro declinó. En un país (Argentina), entre aquellos en que fue relativamente estable, había subido ya violentamente en años anteriores, y en otro (Costa Rica), en que decreció, tam-

bién se había elevado fuertemente en los años precedentes.

En más de la mitad de los países en cuestión el tipo de cambio real se encontraba en 1983 muy por encima del nivel ostentado a principios de los años ochenta; en algunos de ellos —principalmente los más grandes— estaba mucho más alto. No obstante, no parece correcto sostener, como a veces se hace, que el Fondo, mediante sus programas de ajuste, haya alentado a la región "a forzar" sus exportaciones, es decir, incrementarlas más allá del cuántum que podía absorber la economía internacional sin baja de los precios. Tampoco puede descartarse de manera categórica el planteamiento, sin conocer las condiciones previas a la firma de los acuerdos. En todo caso, de hecho ha habido un reajuste dramático de los precios relativos de la economía regional en los últimos tres años, pues si se suman las economías de Argentina (donde el tipo de cambio subió 91%), Brasil (18%), Chile (38%), México (52%) y Perú (32%) se obtiene un 80% del producto interno bruto regional.

Por otra parte, cabe también señalar que no se aprecia una relación consistente entre la magnitud de la variación del tipo de cambio real y el grado de deflación monetaria. En efecto, al contrario de lo esperado, no se advierte una relación inversa entre el rigor de la deflación monetaria y la variación del tipo de cambio. Sin embargo, bastaría para explicar esa aparente anomalía el hecho de que los datos del tipo de cambio no se refieren a la meta sino a los resultados efectivos y reales.

Con respecto a las metas operacionales, ya se ha aludido a las observadas para la base monetaria, en el contexto de la discusión de la política monetaria. Ahí se subrayó la amplia variedad de metas, así como la gran expansión prevista en algunos acuerdos. Las metas para el crecimiento del endeudamiento externo del sector público, en cambio, son relativamente uniformes: entre 7.5% y 11% para todos los casos sobre los que se cuenta con información, salvo Costa Rica, con 3%.

Asimismo, las metas para el déficit del sector público no financiero exhiben gran similitud entre sí. Así podría decirse que hay una regla de reducir ese déficit aproximadamente en la mitad de un año a otro. Sólo se apartan de la norma el Uruguay, para el cual se fijaron reducciones mu-

cho más marcadas, y Brasil en el tercer acuerdo que concertó con el Fondo en 1983, en que la nueva meta habría significado disminuir apenas el déficit. En este último caso, claro está, se trató más que nada de reconocer un hecho consumado.

Si bien es cierto que en varios países el déficit del sector público no financiero subió en 1981-1982 (y también en 1983), a consecuencia directa de la caída del nivel de la actividad económica, por lo que difícilmente podría atribuirse en cada caso el deterioro de las cuentas externas a un exceso de demanda, no lo es menos que, una vez operante la restricción externa —es decir, cuando ya es imposible aumentar el cuántum de las importaciones— la expansión del déficit suele traducirse en inflación antes que en un incremento del producto. Y cuando ha de reducirse el volumen de las compras en el exterior, es casi inevitable que un aumento del déficit del sector público se traduzca en inflación. He ahí la aberración de la coexistencia de inflación (incluso hiperinflación) y recesión (incluso depresión). En otros términos, mientras al nivel de pleno empleo los presupuestos del sector público de varios países estarían incluso registrando superávit, de esa relación no puede desprenderse necesariamente que un mayor déficit constituiría en la práctica una política contracíclica. Cuando prevalece la restricción externa puede justificarse reducir el déficit pese a encontrarse la economía en recesión —lo que no quiere decir que esa política pueda llevarse a cabo sin costo alguno. Tampoco supone que la observada uniformidad en el tratamiento acordado a los países en materia del déficit del sector público sea congruente con las posibilidades y necesidades objetivas de cada uno de ellos.

Las metas para el financiamiento bancario interno neto al sector público, como las demás variables monetarias, muestran distintos grados de restricción. Lo que es más, no parece haber una regla general para aplicar una mayor restricción de crédito al sector público que al sector privado, como era de esperar. Por el contrario, dados los multiplicadores monetarios para  $M_2$ , de las relaciones que se observan entre las metas para la base monetaria y para el crédito interno neto al sector público, se desprende que en la mayoría de los casos para los que se dispone de datos, la restricción más fuerte recae sobre la

asignación del crédito al sector privado. (Véase nuevamente el cuadro 4).

En resumen, se observa un enfoque que, de acuerdo con su aplicación reciente en América Latina, puede caracterizarse a grandes rasgos como casi siempre muy restrictivo en sus dimensiones monetaria y fiscal y, en general, muy activo en su aspecto cambiario. Esos resultados son perfectamente congruentes con el modelo subyacente y la necesidad de reducir el déficit en cuenta corriente. Y si bien se aprecia cierta rigidez o uniformidad en la combinación de políticas —o si se quiere, una uniformidad cualitativa— no puede sostenerse, a base de las cifras revisadas aquí, que en su aplicación el enfoque del Fondo pase totalmente por alto la variedad de condiciones objetivas que se dan en cada país.

La cuestión que se quisiera resolver a estas alturas es si, en su aplicación concreta —considerados su magnitud y sentido— las políticas de ajuste del Fondo tienen un sesgo recesivo. Si se atiende exclusivamente a las cifras examinadas aquí, no se advierten a primera vista en la mayoría de los acuerdos fuentes de tal sesgo, con la posible excepción de la política crediticia, que —contra toda expectativa— parece haber sido más rigurosa para el sector privado que para el público. En cambio, por lo menos en dos países (Costa Rica y Chile) y quizá en un tercero (Brasil, en los primeros dos acuerdos) el grado extremo de restricción de la política monetaria parecería ofrecer a primera vista pruebas de tal sesgo. Sin embargo, en rigor no puede responderse a la pregunta en forma categórica ni en estos dos o tres casos, ni en los demás, sin remitirse a más información. Por ejemplo, ¿hasta qué punto refleja la inflación la inercia del sistema económico? En un país como Costa Rica que no tiene una historia inflacionaria reciente, una política decididamente antinflacionaria puede ser mucho menos recesiva que en uno como la Argentina, en que el impulso propio de la inflación puede significar que una política monetaria sólo moderadamente restrictiva se traduzca en una profunda recesión.<sup>58</sup>

<sup>58</sup>Conviene recordar, sin embargo, que la combinación de políticas de los programas de ajuste del Fondo sí supone un sesgo recesivo.

## 2. Una crítica de la condicionalidad

En torno al diseño de la condicionalidad hay por lo menos cuatro cuestiones controvertidas:<sup>59</sup> la lógica de la aplicación de criterios monetarios de ejecución, la elección de los agregados monetarios que se usan como criterios de ejecución, la selección del régimen operativo más propicio para la programación monetaria y la naturaleza de las metas.

Al cuestionar la lógica del uso de criterios monetarios de ejecución, se está poniendo en la balanza la validez de la propia esencia de la interpretación monetarista que sostiene que la cadena de causalidad va del dinero al valor de la producción y al saldo del balance de pagos. Con el trasfondo de esta perenne controversia, nos limitaremos a considerar tan sólo algunas debilidades del enfoque monetario del balance de pagos, sin entrar de lleno en la cuestión,<sup>60</sup> ni tratar el uso de criterios alternativos (no monetarios) de ejecución.<sup>61</sup>

No se pretende, en suma, arribar a conclusión alguna sobre el principio del uso de criterios monetarios de ejecución sino mostrar que el aparato formal del Fondo carece de la automaticidad y la precisión que se le atribuyen.<sup>62</sup> Para hacerlo se examinarán las cuestiones de la selección de

<sup>59</sup>Dejando de lado si el financiamiento que presta el Fondo debe o no estar sujeto a condiciones.

<sup>60</sup>Para tal efecto, véanse, por ejemplo, Don Patinkin, *Money interest and prices*, Harper and Row, Nueva York, 1965; Milton Friedman, "A theoretic framework for monetary analysis", *Journal of Political Economy*, vol. 78, No. 2, marzo/abril de 1970; Harry G. Johnson, "The Keynesian revolution and the monetarist counter-revolution", *The American Economic Review*, vol. LXI, No. 2, mayo de 1971; R.J. Gordon (Ed.), *Milton Friedman's monetary framework: a debate with his critics*, Chicago, 1974; Peter Tennin, *Did monetary forces cause the Great Depression?*, W.W. Norton and Company, Nueva York, 1976; Robert J. Barro, "Unanticipated money, output and the price level in the United States", *Journal of Political Economy*, vol. 86, agosto de 1978; y James Tobin, "The monetarist counter-revolution today: an appraisal", *The Economic Journal*, vol. 91, marzo de 1981.

<sup>61</sup>Véase por ejemplo John Williamson, "The lending policies of the International Monetary Fund", en Williamson, *op. cit.*

<sup>62</sup>Tampoco se tratará aquí, por lo tanto, la controversia en torno a la selección del régimen operativo más adecuado para la programación de los medios de pago. Véanse los comentarios y la referencia bibliográfica contenidos en la nota 43, *supra*.

los agregados monetarios que se usan como criterios de ejecución y la naturaleza de las metas.

a) *Algunas falacias del enfoque monetario del balance de pagos*

El enfoque monetario del balance de pagos en que se basan los programas de ajuste del Fondo, y, en particular, su condicionalidad, adolece de un serio defecto, a saber, la identificación de un déficit (superávit) en el balance de pagos con una oferta excedente (escasez) de dinero.

La falacia del razonamiento puede ilustrarse analizando situaciones en que no es válida esa identificación.<sup>63</sup> Supóngase, por ejemplo, que una economía se encuentra deprimida a la vez que experimenta un déficit en el balance de pagos. La causa del desequilibrio simultáneo en el sector interno y el externo podría haber sido una fuerte caída de la demanda externa de sus exportaciones que redujo *pari passu* su ingreso y sus medios de pago. En tal situación —muy característica de muchos países de la región en los últimos años— ¿sería correcto identificar el déficit de balance de pagos con una oferta excedente de dinero? ¿Debería reducirse aún más esa oferta para cambiar el signo del desequilibrio externo?

Supóngase, en cambio, que se desata una inflación internacional que lleva a alguna economía a un superávit en su balance de pagos con inflación de sus precios internos. La inflación suele asociarse desde el punto de vista monetarista con una oferta excedente de dinero, pero según el enfoque monetario del balance de pagos, un superávit global se identifica con una demanda excedente (oferta insuficiente) de medios de pago. El criterio monetarista da resultados contradictorios no sólo porque hace caso omiso de las condiciones externas, sino porque suele en una u otra forma pasar por alto la existencia de los bienes, servicios, factores y activos que no son transados internacionalmente. En efecto, un excedente o escasez de dinero con relación a la demanda de medios de pago puede ser la contrapartida de —o implicar— una escasez o exceden-

te en los mercados de los bienes, servicios, factores y activos que se transan exclusivamente en mercados internos. Cuando existen tales mercados es incluso factible que un déficit de balance de pagos pueda coexistir con una demanda excedente de dinero, o un superávit con una oferta excedente de medios de pago.

Sin embargo, aunque todos los bienes, servicios, factores y activos internos y externos fuesen, como se suele suponer, sustituibles entre sí, una escasez (excedente) de medios de pago podría redundar tanto en una disminución (aumento) del nivel de actividad como en un superávit (déficit) del balance de pagos. El enfoque monetario rompe el vínculo entre la oferta y la demanda de dinero y el nivel de actividad al adoptar el supuesto de que la economía se encuentra en forma permanente en situación de pleno empleo; o, alternativamente, que a corto plazo es fijo el nivel de actividad. Pero como se ha observado en más de una oportunidad, tales supuestos equivalen a resolver conflictos mediante la eliminación de alternativas.

La otra proposición principal del enfoque monetario del balance de pagos es que la autoridad monetaria no puede compensar (“esterilizar”) los efectos monetarios del saldo del balance de pagos. Este planteamiento surge directamente de la noción de que el saldo global de las transacciones externas no es sino un reflejo de la relación entre la creación interna de medios de pago y la demanda interna de dinero. En efecto, si la demanda de medios de pago determina el acervo de medios de pago que circula en la economía, la contrapartida de cualquier variación del acervo de activos internos netos en relación con la demanda será una pérdida o ganancia equivalente de activos externos netos; esto es, será un déficit o superávit del balance global de pagos antes que un aumento o disminución del acervo de dinero.

Sin embargo, también es errónea esta proposición. Supóngase que, a consecuencia de un alza de la tasa internacional de interés, se produce un déficit en el balance de pagos. El acervo de medios de pago experimenta, desde luego, un decrecimiento simultáneo con lo que se produce, al nivel imperante de demanda de medios de pago, un desequilibrio en el mercado monetario. Dado el nivel de actividad, su resolución supone invertir el proceso de pérdida de activos externos —lo-

<sup>63</sup> Esta exposición sigue a la de Alan B. Rabin y Leland B. Yaeger, “Monetary approaches to the balance of payments and exchange rates”, *Essays in International Finance*, N° 148, Princeton University, Department of Economics, International Finance Section, noviembre de 1982.

grar un superávit en el balance de pagos— o incrementar el acervo de activos internos netos. Pero esta última opción es precisamente una operación de “esterilización”. Nuevamente, la falacia se origina en la incongruencia de los supuestos subyacentes del enfoque.<sup>64</sup>

Aunque las falacias señaladas no invalidan el uso de criterios monetarios de ejecución, su consideración constituye un punto de partida para poner en tela de juicio la naturaleza de la condicionalidad del Fondo. En efecto, si del enfoque monetario del balance de pagos no pueden derivarse conclusiones mecánicas ni precisas, ante todo se comienza por dudar si los criterios de ejecución del Fondo se avienen con la lógica del sentido común del enfoque multietapas de las metas. La cuestión es si las variables que el Fondo emplea para tal efecto reúnen o no las características de variables operacionales; es decir, si son variables sujetas al control de la autoridad. La respuesta es inequívoca. La autoridad no puede ejercer un grado razonable de control, ni mucho menos un control preciso, sobre el acervo de activos externos netos. Por lo tanto, esta variable no puede y no debe ser tratada como lo hace el Fondo, al usarla de criterio de ejecución, como variable operacional.

Si el ajuste del acervo de activos internos netos no se traduce en variaciones equivalentes del saldo global del balance de pagos, la incongruencia es aparente. Resulta más evidente aún al tener en cuenta que factores totalmente ajenos al ámbito de la influencia de la autoridad, como la demanda externa de bienes y servicios, la oferta y demanda mundiales de los bienes y servicios que el país importa y las tasas internacionales de interés, condicionan el balance de pagos. En

<sup>64</sup>Para mayores consideraciones sobre estos puntos y una discusión de otras fuentes de error en el enfoque monetario del balance de pagos, véanse también Marina Whitman, “Global monetarism and the monetary approach to the balance of payments” *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 3, 1975; Frank H. Hann, “The monetary approach to the balance of payments” *Journal of International Economics*, vol. 7, N° 3, agosto de 1977; Blackwell, *op. cit.*, 1977; Mordechai E. Krenin y Lawrence H. Officer, “The monetary approach to the balance of payments: a survey” *Princeton Studies on International Finance*, N° 43, Princeton University. Department of Economics, International Finance Section, noviembre de 1978; Branson, *op. cit.*, 1983; y Charles Collyns, “On the monetary analysis of an open economy”, *IMF Staff Papers*, vol. 30 N° 2, junio de 1983.

efecto, cualquier variación de estos factores externos desviaría el saldo global del balance de pagos de su meta, independientemente que la autoridad hubiera o no cumplido con los demás criterios de ejecución.<sup>65</sup>

Naturalmente, es concebible que la autoridad pudiera compensar las variaciones imprevistas de las condiciones externas, pero esa capacidad sólo bastaría para asegurar el cumplimiento de las metas para el acervo de activos externos netos si fuera total y de efecto instantáneo. Pero esa hazaña es inverosímil, ya que la manipulación de las variables operacionales no produce efectos automáticos ni precisos.<sup>66</sup>

Es impropio responsabilizar a la autoridad del comportamiento de una variable como el saldo global del balance de pagos que no está sujeto a su control. Aún menos comprensible es que cualquier variación del acervo de activos externos netos de la meta resulte en la suspensión automática de los desembolsos del financiamiento del Fondo. Pero así es. Esta política carece de justificación, introduce un fuerte sesgo recesivo en los programas de ajuste del Fondo, y debe ser eliminada.

El otro criterio de ejecución que parece defectuoso es el que atañe a la restricción del endeudamiento externo del sector público. No se cuestiona la noción de que la expansión del endeudamiento externo ha de ser compatible con la meta para la distribución del saldo global del balance de pagos entre las cuentas corrientes y de capital. Tampoco se ignora la posibilidad de que se limite el endeudamiento externo del sector público como un medio para condicionar el crecimiento del endeudamiento externo global. El problema con esta política surge del hecho que la comunidad financiera internacional no está dispuesta a prestar dinero al sector privado de las economías que enfrentan problemas con el servicio de sus deudas externas y procesos de ajuste, sino tan sólo al sector público, cuando otorga

<sup>65</sup>Este punto se destacó en una reciente conferencia sobre las políticas del Fondo. Véase Carlos Días-Alejandro, “Comments”; y Richard N. Cooper, “Panel discussion”, en Williamson, *op. cit.*, 1983.

<sup>66</sup>La única manera concebible de aproximarse a esa capacidad sería mediante una política cambiaria absolutamente flexible. Pero el enfoque del Fondo descansa en el supuesto que el tipo de cambio es fijo, o al menos, no totalmente flexible.

crédito alguno. La contradicción entre la realidad y este criterio de ejecución es manifiesta.

b) *¿Qué tipo de metas?*

i) el dilema de las metas específicas fijas

En el paradigma monetarista se supone que el proceso de creación de la oferta de medios de pago es exógeno; no le cabe ni al público no bancario ni a los intermediarios financieros papel alguno en la generación de la oferta de dinero. En este enfoque del mercado monetario el sector bancario no existe y el público sólo interviene con su demanda de saldos reales. En una economía cerrada (o con un tipo de cambio absolutamente flexible) esa demanda determina el valor de los medios de pago que la autoridad monetaria ha resuelto proporcionar. En una economía abierta con tipo de cambio fijo, o no totalmente flexible, el proceso de conciliación de la demanda del público de saldos reales con la oferta de medios de pago puede afectar tanto el nivel de precios como el acervo de medios de pago que efectivamente circula en la economía. En cualquier caso, rige el supuesto de que la autoridad monetaria determina en forma exclusiva, y por ende, de manera precisa y continua, la oferta de medios de pago. He aquí, al parecer, el origen del uso de metas específicas —es decir, metas referidas a la variación de una a otra fecha—, para los agregados monetarios. En todo caso, ése es el tipo de meta que emplea el Fondo Monetario Internacional para sus criterios de ejecución.

Hay un creciente clamor de un grupo heterogéneo de expertos, entre ellos Dragoslav Avramovic, Richard N. Cooper, Sidney Dell, Arnold C. Harberger, G.K. Helleiner y John Williamson, en contra de esta práctica del Fondo.<sup>67</sup> Para impugnar este procedimiento se apoyan tanto en el planteamiento teórico como en la realidad observada de que no es posible ejercer el control preciso sobre los agregados monetarios que sería ne-

cesario para cumplir esas metas, porque al contrario del supuesto monetarista, no todos los determinantes de la oferta de dinero están sujetos al control de la autoridad. En efecto, de los cinco determinantes de la oferta de dinero sólo uno —el encaje legal— puede ser controlado con precisión por el Banco Central a su discreción. De los otros cuatro, tres quedan fuera de todo control directo del Banco. El público no bancario elige la composición de su cartera financiera entre tenencias en efectivo y depósitos y la distribución de sus depósitos entre monetarios y financieros, en tanto que los bancos comerciales e instituciones afines establecen la relación entre sus reservas excedentes y sus pasivos. El otro determinante, la base monetaria, es, igual que la oferta de dinero, resultado de decisiones simultáneas de varios agentes —la autoridad monetaria, el público no bancario, los bancos comerciales y el sector público no financiero. En suma la oferta de dinero es endógena, no exógena.

De los factores de expansión y contracción de la base monetaria, los que el Banco Central siempre puede manipular a su discreción incluyen el crédito al sector privado no financiero y sus pasivos externos (más una serie de otros pasivos y activos, incluidas las cuentas de capital). También puede determinar cuánto crédito concede al sector público no financiero si goza de independencia institucional; el que presta al sector privado financiero en ausencia de una corrida bancaria; y, en principio, también puede determinar su tenencia de activos externos si está dispuesto a dejar que el tipo de cambio fluctúe en forma libre. En contraposición, no puede programar los depósitos del gobierno ni la variación de sus activos y pasivos que deriva del proceso de liquidación de las cuentas interbancarias. (Véase el cuadro 5.)<sup>68</sup>

A la luz de estas consideraciones parece también bastante cuestionable el supuesto de que la autoridad monetaria pueda determinar de ma-

<sup>67</sup>Véanse, por ejemplo, Dragoslav Avramovic, "Role of the International Monetary Fund. The disputes, qualifications and future"; Richard N. Cooper, *et al.* "Conclusions and policy implications", y Sidney Dell, "Stabilization: the political economy of overkill", en John Williamson, *op. cit.*, 1983; G.K. Helleiner, *op. cit.*, 1983 y "Lender of early resort: the IMF and the poorest" *American Economic Review*, vol. 73, N° 2, mayo de 1983.

<sup>68</sup>Una de las funciones importantes de un banco central es liquidar cuentas entre los bancos comerciales y otras entidades financieras. Sin embargo, la autoridad monetaria no puede controlar todos los factores, como los medios de transporte, los sistemas de computación y el propio volumen de transacciones, que condicionan la variación de los plazos en que se pagan y cobran cheques y otros documentos. En la práctica, esta cuenta suele ser muy volátil.

nera precisa la base monetaria o siquiera su acervo de activos internos netos, toda vez que tales logros dependen también de una serie de facto-

res sobre los que no ejerce un control discrecional o que no controla del todo. (Véase nuevamente el cuadro 5.)

Cuadro 5  
CONTROL DEL BALANCE AJUSTADO DEL BANCO CENTRAL:  
FUENTES Y USOS DE LA BASE MONETARIA

Fuentes <sup>a</sup>		Usos <sup>a</sup>	
<i>Factores de expansión</i>		Efectivo en poder del público	N
Activos externos	Cn	Reservas del sector privado	N
Activos internos	Cn	financiero	
Crédito		Encaje legal	Cd
Al sector privado	Cn	Reservas excedentes	N
No financiero	Cd		
Financiero	Cn		
Al sector público	Cn		
Recibos en proceso	N		
Otros	Cd		
<i>Factores de contracción</i>			
Pasivos externos	Cn		
Pasivos internos	Cn		
Depósitos del gobierno general	N		
Depósitos del sector privado			
no financiero	Cd		
Pagos en proceso	N		
Otros y el capital	Cd		

<sup>a</sup>Cd: La autoridad monetaria puede ejercer control discrecional.

Cn: La autoridad monetaria puede ejercer control no discrecional.

N : La autoridad monetaria no puede ejercer control.

Ahora bien, es cierto que la autoridad monetaria podría en principio controlar cualquier agregado monetario, pese a quedar algunos de sus determinantes fuera de su control, si pudiera predecir sus movimientos futuros. Sin embargo, toda previsión o esperanza de que la autoridad pudiera lograrlo como práctica rutinaria se han visto frustradas, como lo muestra el desempeño de diversos países desarrollados que han intentado acatar reglas monetarias —es decir, que han intentado programar el crecimiento de algún agregado monetario a una tasa determinada. En efecto, ninguno de estos países ha logrado su meta en forma consistente. Por el contrario, la mayoría de los resultados anuales ha sido un fracaso, en el sentido de ubicarse fuera de los límites de crecimiento propuestos, o fuera de una franja de (por ejemplo) 4 puntos porcentuales alrededor de una meta específica; los resulta-

dos de corto plazo han sido bastante menos satisfactorios ya que las metas específicas no se han logrado nunca con exactitud. Más aún, lo más frecuente después de aplicar alguna regla monetaria ha sido una mayor variación en el crecimiento del dinero.<sup>69</sup>

<sup>69</sup>Se contó con 53 observaciones anuales para los seis países industriales (Estados Unidos, 1976-1982; Canadá, 1976-1982; Reino Unido, 1976-1982; Alemania Federal, 1975-1982; Francia, 1976-1982; y Suiza, 1975-1978 y 1980-1982) en que se propuso controlar el crecimiento del acervo de una u otra medida del dinero. La incidencia de incumplimiento fue 57%, si se emplea una tolerancia de 4% para los países (Alemania Federal, 1975-1978, Francia 1976-1980, y Suiza en todo el período) que han utilizado metas específicas; al emplear una de 3%, la proporción sube a 62%. Para formular sus metas monetarias Estados Unidos y Alemania Federal (desde 1979) emplean límites de variación de 3% y Canadá y Reino Unido de 4%. Para los datos de Estados Unidos del

La dificultad fundamental estriba en que los determinantes de los medios de pago que la autoridad monetaria no controla pueden presentar grandes variaciones y en forma más o menos irregular. El comportamiento reciente del multiplicador monetario en los mismos países,<sup>70</sup> de América Latina y el Caribe que tenían vigentes acuerdos con el Fondo hacia fines de 1983 constituye un testimonio muy elocuente de la envergadura del problema. En efecto, el coeficiente de variación media en los 16 países en cuestión alcanzó en el período 1978-1982, 16.4% para el multiplicador de  $M_1$  y 17.2% para el de  $M_2$ , sobre una base trimestral. (Véase el cuadro 6.) Esa inestabilidad es, por cierto, muy superior a la que se

suele observar en los países desarrollados y de por sí haría de la programación monetaria una empresa muy difícil de acometer con grado alguno de precisión en el tiempo.

Con todo, es más fácil controlar la oferta de los medios de pago que programar el acervo de medios de pago, ya que éste no sólo depende de la oferta de dinero sino de la demanda de saldos monetarios reales. De los determinantes de esa demanda —las tasas de interés, el ingreso y la inflación esperada— no hay ninguno que la autoridad pueda controlar con alguna eficacia salvo quizá la tasa de interés. Pero si se propone controlar esta última variable, no puede ejercer control alguno sobre la oferta de medios de pago.

Predecir con algún éxito la demanda de dinero sería tanto o más difícil que prever los movimientos futuros del multiplicador monetario. Sin embargo, en vez de entrar en la magnitud del problema se considerará el efecto que equivocarse en la predicción de la demanda de medios de pago tendría sobre la variación de los activos externos de la autoridad monetaria. Para ese propósito se tomaron los mismos países.<sup>71</sup> Para cada uno se calculó la relación entre 1% de  $M_1$  y la variación y el acervo de los activos externos netos de la autoridad monetaria en un año (1982) reciente. Se repitieron los mismos cálculos con 1% de  $M_2$  y con 5% de  $M_1$  y 5% de  $M_2$ . Los resultados confirman lo difícil que es programar los medios de pago y el resultado global del balance de pagos. En efecto, un error minúsculo de 1% en la predicción de la demanda de dinero habría significado, en promedio, una diferencia de 7% entre la meta y el resultado efectivo para el saldo del balance de pagos, si se aplica el enfoque monetario del balance de pagos en forma mecánica.<sup>72</sup> El mismo pequeño error en la predicción de la demanda de  $M_2$  —el agregado con que suele trabajar el Fondo en sus programas de ajuste— daría lugar a un error medio de poco menos de 18% en el saldo del balance de pagos.

período 1979-1982, véase Board of Governors of the Federal Reserve System, "Monetary Report to Congress", publicado bianualmente en marzo y agosto, a partir de 1980, en *Federal Reserve Bulletin*; para los años 1976-1979, los datos fueron tomados de Robert H. Rasche, Allen H. Meltzer, Peter D. Sternlight y Stephen H. Axilrod, "Is the Federal Reserve's monetary control policy misdirected", un debate auspiciado por el *Journal of Money, Credit and Banking*, el 30 de abril de 1981, Ohio State University, Columbia y publicado en el vol. XIV, N° 1, febrero, 1982, de dicha revista, p. 129. Las estadísticas de los demás países fueron tomadas de Karen H. Johnson, "Foreign experience with targets for monetary growth", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 69, N° 10, octubre de 1983, pp. 746-753, salvo las referencias al crecimiento efectivo de  $M_2$  en Francia, las que se tomaron del Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*. Para mayores consideraciones en torno a la cuestión del control de dinero en países industriales, véanse M. Tratianni y M. Nabli, "Money stock control in the EEC countries", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bond 115, Heft 3, 1979 y M.T. Summer, "The operation of monetary targets", Karl Brunner y Allan H. Meltzer (Ed.), *Monetary institutions and the policy process*, Carnegie, Rochester Conference Series on Public Policy, serie del suplemento del *Journal of Monetary Economics*, vol. 13, 1980. Sobre la cuestión del control monetario a corto plazo, véase Daniel L. Thornton, "The FOMC in 1982: de-emphasizing  $M_1$ ", *Federal Reserve of St. Louis Review*, vol. 65, N° 6 junio/julio de 1983; Byron Higgins, "Should the Federal Reserve fine tune monetary growth", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, enero de 1982; Peter D. Sternlight, "Monetary policy and open market operations in 1981", 1982 y "Monetary policy & open market operations in 1982", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 8, N° 1, segundo trimestre de 1983. Sobre la variabilidad del crecimiento del dinero después de aplicar reglas monetarias, véase R.W. Hafer y Scott E. Hein, "The wayward money supply: a post mortem of 1982" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 65, N° 3.

<sup>70</sup>Salvo Panamá, cuyas cuentas monetarias no son directamente comparables con las de los demás países.

<sup>71</sup>Salvo Costa Rica, por falta de datos.

<sup>72</sup>Recuérdese, sin embargo, que las metas que fija el Fondo para los activos externos netos se expresan como valores mínimos. Por lo tanto, si bien una subestimación de la demanda de dinero resultaría en una diferencia entre el resultado y la meta, no significaría una violación de la meta, la que sólo surgiría en caso de sobrestimación.

Cuadro 6  
LOS MULTIPLICADORES MONETARIOS EN PAISES SELECCIONADOS  
DE AMERICA LATINA<sup>a</sup>, 1978-1982<sup>b</sup>

País	Multiplicador monetario (M <sub>1</sub> )				Multiplicador monetario (M <sub>2</sub> )			
	Medio	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variación	Medio	Mínimo	Máximo	Coefficiente de variación
Argentina	1.26	0.74	3.75	62.25	2.47	1.01	3.90	39.44
Barbados	1.50	1.32	1.74	7.69	4.69	4.21	5.64	9.68
Brasil	1.85	1.73	2.00	3.54	2.26	2.10	2.51	4.81
Costa Rica	1.42	1.01	1.85	15.51	3.28	3.01	3.65	6.06
Chile	0.85	0.60	1.32	20.99	3.10	1.76	6.40	48.42
Dominica	1.64	1.02	2.65	31.84	5.28	2.83	8.63	35.95
Ecuador	1.61	1.42	1.92	12.35	2.02	1.64	2.46	11.91
Granada	1.28	1.11	1.49	8.35	3.13	2.66	3.91	10.91
Guatemala	1.06	0.94	1.15	4.89	2.47	2.06	2.92	12.22
Honduras	1.52	1.45	1.83	9.54	3.19	2.73	4.03	10.30
Haití	0.97	0.66	1.53	22.31	1.82	1.32	2.48	17.25
Jamaica	1.68	1.30	2.02	11.81	4.33	3.35	6.40	19.93
México	0.64	0.47	0.72	13.88	1.75	1.60	1.90	4.42
Perú	0.92	0.67	1.12	16.90	1.55	1.39	1.75	6.51
República Dominicana	1.00	0.92	1.14	2.07	2.13	1.88	2.52	6.97
Uruguay	1.02	0.77	1.32	12.64	4.56	2.30	6.76	29.76

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios números.

<sup>a</sup> Todos los países que tenían vigentes acuerdos con el Fondo Monetario Internacional a fines de 1983, salvo Panamá, cuyas cuentas monetarias no son comparables con las de los demás países.

<sup>b</sup> Por trimestre.

Si se utilizan magnitudes de error de predicción más realistas, como el 5% por ejemplo, las proporciones que alcanzarían las diferencias entre los resultados efectivos y las metas para los activos externos netos serían muy grandes. Tal error de predicción para M<sub>1</sub> habría significado en promedio una diferencia de 35.6% entre la meta y el saldo efectivo del balance de pagos. (Véase el cuadro 7.) El problema surge, en parte, debido al hecho de que el acervo de medios de pago suele ser apreciablemente mayor que la tenencia de activos externos netos. (Véase nuevamente el cuadro 7.)

Naturalmente, de darse cuenta oportuna que la predicción de la demanda de dinero no está reflejando el curso real que ha tomado esa variable, la autoridad monetaria puede —y normalmente debe— alterar sus metas (implícitas) para los activos internos netos del sistema bancario en forma concomitante. Pero ésa es tarea al menos tan difícil como la de acertar en la predicción de la demanda de medios de pago.

Además, en ciertos casos, una revisión de las metas implícitas podría poner en jaque el logro de las metas explícitas.

Se llega pues al callejón sin salida que enfrentan los países en los programas de ajuste del Fondo Monetario Internacional. Si el control que ejerce la autoridad monetaria sobre los agregados monetarios es muy imperfecto, cumplir con metas específicas, como las que emplea el Fondo, supone una política más restrictiva —y tal vez mucho más restrictiva— que lo que indicarían las mismas metas. He aquí otro sesgo recesivo de los programas de ajuste del Fondo. Por otro lado, evitar una política innecesariamente restrictiva —esto es, acercarse lo más posible a las metas sin violentarlas— supone correr un alto riesgo de infringir los criterios de ejecución y perder, por consiguiente, acceso al financiamiento del Fondo. Pero el dilema es aún más siniestro. En efecto, cuando un país infringe algún criterio de ejecución no sólo se suspende el derecho de girar el financiamiento previsto del Fondo, sino que

Cuadro 7  
 PORCENTAJES DE M<sub>1</sub> Y M<sub>2</sub> CON RELACION A LOS ACTIVOS EXTERNOS NETOS DE LA AUTORIDAD  
 MONETARIA EN PAISES SELECCIONADOS DE AMERICA LATINA, 1982<sup>a</sup>

	1% de:				5% de:			
	M <sub>1</sub> con relación a los activos externos netos		M <sub>2</sub> con relación a los activos externos netos		M <sub>1</sub> con relación a los activos externos netos		M <sub>2</sub> con relación a los activos externos netos	
	Variación entre fines de 1981 y 1982	Acervo a fines de 1982	Variación entre fines de 1981 y 1982	Acervo a fines de 1982	Variación entre fines de 1981 y 1982	Acervo a fines de 1982	Variación entre fines de 1981 y 1982	Acervo a fines de 1982
Argentina	1.0	0.8	2.8	2.4	5.0	4.2	14.2	11.9
Barbados	25.0	3.7	-66.7	9.8	-125.0	18.3	333.3	48.8
Brasil	10.0	3.6	13.3	4.8	50.0	18.2	66.3	24.2
Chile	1.1	0.4	5.4	2.0	5.6	2.0	27.0	9.8
Dominica	5.0	-5.0	16.7	-16.7	25.0	-25.0	83.3	-83.3
Ecuador	-10.1	11.0	-13.0	14.1	-50.6	55.0	-64.8	70.4
Granada	-3.1	8.3	-6.3	16.7	-15.6	41.7	-31.3	89.3
Guatemala	-13.9	8.2	-38.6	22.9	-69.3	41.2	-192.9	114.6
Haití	-7.2	-7.5	-14.4	-15.0	-36.0	-37.4	-71.9	-74.8
Honduras	-4.0	-4.7	-8.5	-10.0	-19.8	-23.3	-42.4	-50.0
Jamaica	-2.7	-0.6	-8.5	-1.8	-13.7	-2.9	-42.6	-8.9
México	-17.0	13.7	-55.9	45.2	-84.8	68.5	-279.7	226.0
Perú	2.5	1.6	6.5	4.3	12.6	8.3	32.4	21.4
República Dominicana	3.0	-1.5	-3.2	-6.4	-15.0	-7.5	-32.1	-16.0
Uruguay	1.2	-2.7	-9.8	-21.7	-6.2	-13.6	-49.2	-108.4
Promedio	7.1	4.9	18.0	12.9	35.6	24.5	90.9	63.9

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios números.

<sup>a</sup>Todos los países que tenían vigentes acuerdos con el Fondo Monetario Internacional a fines de 1983, salvo Panamá (cuyas cuentas monetarias no son comparables con las de los demás) y Costa Rica (para el que no se han publicado los datos monetarios para 1982 en *Estadísticas Financieras Internacionales*).

también se suspende o reduce en forma radical el acceso del país al mercado financiero internacional. He aquí otro sesgo recesivo.

Entre la espada y la pared, no es raro que los gobiernos y los pueblos se resistan a suscribir acuerdos de ajuste con el Fondo Monetario Internacional. Tampoco es raro a la luz de estas consideraciones que se dejen de cumplir con tanta frecuencia los criterios de ejecución y que suela ser tan deslucida la gestión económica de los países que adoptan esos programas de ajuste.

## ii) Propuestas alternativas de reforma

Pese a lo señalado hasta ahora, hay un sentido en que la autoridad puede ejercer un control relativamente estricto sobre los medios de pago. En efecto, al extender el horizonte temporal del control, la diferencia entre el resultado medio y

una meta media con relación a la desviación estándar del resultado de una meta específica decrece de manera progresiva por la sencilla razón de que las diferencias entre los resultados y las metas tienden a contrapesarse. Si las metas se expresan como promedios de resultados específicos (diarios), la autoridad puede, de hecho, "controlar" de manera relativamente precisa los agregados monetarios a largo plazo. En cambio, cuando se trata de metas específicas, la desviación estándar es independiente del plazo de control. Con este tipo de meta la capacidad de la autoridad de controlar los medios de pago no es, en principio, mayor en un año que en un trimestre.

En suma, el problema de las metas específicas no es un problema de plazos. Por otro lado, no se advierte claramente la utilidad de metas que se

componen exclusivamente de promedios.<sup>73</sup> Por lo tanto, parecería que en vez de metas específicas como las que usa el Fondo en lo que a grado de especificidad se refiere serían más útiles metas cuasiespecíficas (o cuasipromedios), rangos específicos, o rangos cuasiespecíficos.

Las metas cuasiespecíficas (o cuasipromedios) se expresan como la variación, entre dos plazos, de un valor medio; por ejemplo, la variación entre el valor medio registrado en diciembre y el registrado en junio. Los rangos específicos se expresan como un intervalo alrededor de una meta específica; por ejemplo, si se fijara una meta de una variación de 7% entre el 31 de marzo y el 31 de diciembre, el resultado efectivo tendría que ubicarse en un tramo de digamos, 5% a 9%. Los rangos cuasiespecíficos representan una combinación de las dos soluciones anteriores. Son, desde luego los menos específicos y, por tanto, los más factibles de cumplir en forma consistente. Por la misma razón su logro sería compatible con una política menos restrictiva que la que supondría cualquiera de las otras dos alternativas. Sin embargo, subsistiría una fuente de sesgo recesivo; a saber, la rigidez de las metas. En efecto, las metas también pueden ser fijas, como las del Fondo, o contingentes.

En la medida en que los valores de los determinantes de los agregados monetarios —los multiplicadores monetarios, la demanda de dinero y las condiciones externas— resulten distintos de los previstos, las metas monetarias originales pueden tornarse inalcanzables o innecesariamente restrictivas. Por ejemplo, supóngase que se subestimara la demanda de medios de pago. En tal circunstancia, un aflojamiento de la restricción del crédito interno permitiría alcanzar un mayor nivel de actividad sin comprometer el logro de la meta para el balance de pagos. Sin embargo, poder llevarlo a cabo supondría el incumplimiento de la meta para el acervo de activos internos netos de la autoridad monetaria.

La solución favorecida aquí es, entonces, la de rangos cuasiespecíficos contingentes, porque de diseñarse adecuadamente, eliminaría (virtualmente) todo el sesgo recesivo asociado a la condicionalidad.<sup>74</sup> No implicaría, sin embargo,

una política menos restrictiva que la relacionada con metas específicas si la autoridad tuviera real capacidad de administrar los agregados monetarios en forma precisa. Tampoco supondría una política menos restrictiva que la que supone metas fijas si resultaran acertadas todas las predicciones para los determinantes de los agregados monetarios.

Así pues, la reforma propuesta haría factible el cumplimiento de la condicionalidad sin suponer políticas más restrictivas ni más expansivas que las pretendidas. Más aún, al eliminar el sesgo recesivo de la condicionalidad también se eliminaría uno de los inconvenientes principales para concertar programas de ajuste de manera más oportuna. Entonces ¿por qué no hacerlo?

No se comprende por qué el Fondo continúa empleando metas específicas fijas, sobre todo cuando sus propios funcionarios han reconocido que controlar de manera precisa los agregados monetarios es una imposibilidad y han recomendado flexibilizar las metas.<sup>75</sup>

---

niente de la comunidad financiera internacional. Sin embargo, al hacer cumplible la condicionalidad sin necesidad de seguir políticas indebidamente restrictivas, presumiblemente se evitaría la operación de ese sesgo recesivo.

<sup>73</sup>Véanse Moshin S. Khan y Malcom D. Knight, "Stabilization programs in developing countries: a formal framework" *IMF Staff Papers* vol. 28, N° 1, marzo de 1981. Al respecto estos expertos del Fondo concluyeron (pp. 42-43): "...aún una ampliación moderada del aparato de la programación financiera produce un modelo en que la relación entre la meta para el incremento de las reservas (internacionales netas o activos externos netos) y el crédito interno (los activos internos netos) es complicada y depende de la estructura de la economía. Contrariamente, la aplicación de medidas para mantener el crédito interno a algún nivel preestablecido no resultará en un curso parejo de acumulación de reservas internacionales, conclusión que se da en este modelo aunque se ignoran complicaciones tales como el efecto de las expectativas cambiantes en los flujos internacionales de capital. La consecuencia práctica es que la autoridad no puede ajustar con precisión las metas para el crédito y ni siquiera de un año a otro sin disponer de informaciones mucho más completas sobre la estructura de la economía que lo que es razonable esperar. Una salida posible de esta dificultad podría ser aplicar alguna norma sencilla de retroalimentación por la que las metas para el crédito interno se modifiquen según las desviaciones presentes y pasadas de los resultados efectivos de sus metas". (Los paréntesis fueron agregados por el autor de este artículo.)

<sup>73</sup>Véase Bryant, *op. cit.*, 1982.

<sup>74</sup>Como es obvio, esa reforma no afectaría el vínculo que existe entre la condicionalidad y el financiamiento prove-

### III

## Resumen y Conclusiones

Se han identificado cinco fuentes de sesgo recesivo en los programas de ajuste del Fondo Monetario Internacional: la insuficiencia de financiamiento; la inconsistencia de las políticas económicas internas; el empleo del acervo de activos externos netos como un criterio de ejecución; la utilización de metas específicas fijas para los criterios de ejecución; y el vínculo que liga el financiamiento externo a los acuerdos de ajuste.

En cuanto al primer aspecto, se arguyó que el financiamiento externo no ha alcanzado una magnitud compatible con un ajuste eficiente; es decir, no ha sido suficiente para financiar aquella proporción del déficit en cuenta corriente atribuible a factores externos transitorios. Dicha insuficiencia no sólo se refiere al financiamiento que presta el Fondo sino también al proveniente de otras fuentes. En este sentido se sostuvo que el Fondo no ha cumplido de manera satisfactoria el papel que ha asumido de agente catalizador.

Se argumentó que este primer —y fundamental— problema refleja el hecho de que el procedimiento empleado para determinar las cuotas de los países al Fondo no se vincula adecuadamente con los criterios de eficiencia. Sin embargo, en el período considerado, la insuficiencia del financiamiento externo también reflejó la lentitud con que se reaccionó a la crisis económica. Se vinculó esa incongruencia tanto con los defectos de los programas de ajuste del Fondo, que hacen que gobiernos y pueblos se vuelvan reacios a acudir a él, cuanto con el endurecimiento de la condicionalidad en los momentos en que la crisis económica se estaba gestando. Sin embargo, el Fondo ha negado haber extremado la condicionalidad.

Las otras cuatro fuentes de sesgo recesivo radican en las políticas de ajuste aplicadas internamente. En primer término se cuestionó la lógica de la uniformidad observada tanto en los criterios de ejecución como en la meta monetaria operacional entre los 17 acuerdos examinados, sobre la base de la diversidad de condiciones vigentes en los países en que se aplicaron esos acuerdos.

En segundo lugar, se advirtió en cada acuerdo una asimetría en la combinación de los compromisos de política. En efecto, en términos reales se restringieron la remuneración de la fuerza de trabajo y el gasto del sector público y se incrementaron otras variables claves como los precios de los servicios públicos y el tipo de cambio, pero no se incluyó política alguna dirigida a incidir en el nivel de precios de los bienes y servicios en el sector privado. Se arguyó que semejante asimetría parecería atentar contra la condición básica que ha de prevalecer para que una deflación monetaria se traduzca en una desaceleración de la inflación y un fortalecimiento de las cuentas externas antes que en un decrecimiento del nivel de actividad, ya que alentaría —o al menos no desalentaría— la formación de expectativas inflacionarias y alzas de precios superiores a las metas establecidas para los medios de pago.

En cambio, no se advirtió una agregación excesiva ni pudo deducirse un sesgo recesivo sistemático de las magnitudes y sentidos de las metas. Sin embargo, contra toda expectativa, en la mayoría de los acuerdos examinados, se observó que la restricción que afecta a la disponibilidad de crédito bancario pareció más rigurosa para el sector privado que para el sector público.

La tercera fuente de sesgo recesivo se origina en la práctica de emplear la tenencia de activos externos netos de la autoridad monetaria como un criterio de ejecución. El problema surge del hecho de que la autoridad no ejerce control alguno sobre varios de los principales determinantes del saldo del balance de pagos, ni puede en la práctica compensar los acontecimientos inesperados en forma instantánea y total. No obstante, está obligada a hacerlo, so pena de perder el apoyo financiero del Fondo.

Con relación a la corrección de los criterios de ejecución, se destacó también la anomalía que representa la práctica del Fondo de restringir el endeudamiento externo del sector público pero no el del sector privado. Si esta política se basa en un concepto de *laissez-faire* o en otro fundamento, el hecho es que se contradice de plano con la

fuerte renuencia de la banca internacional a prestar dinero al sector privado del Tercer Mundo en épocas de crisis económica.

Las otras fuentes se asocian con el uso de metas específicas fijas para los criterios de ejecución. El origen del problema nuevamente deriva de responsabilizar a la autoridad de resultados que no puede lograr con precisión, ni a su discreción. Más aún, se le pide que logre la hazaña en forma repetida —cada trimestre que dure el acuerdo— aunque los valores de los determinantes de los agregados monetarios resulten distintos de los previstos. En consecuencia, se pone a la autoridad ante la disyuntiva de tener que seguir una política más restrictiva que la que indicarían las propias metas, o correr el riesgo de infringir las metas y perder no sólo el apoyo financiero del Fondo, sino de prácticamente toda la comunidad financiera internacional.

En síntesis, concertar un acuerdo con el Fondo no significa que un país obtendrá un monto de financiamiento compatible con un ajuste eficiente. Sin embargo, infringir una meta de ese acuerdo —quizá por razones del todo ajenas al control de la autoridad— puede implicar el virtual cierre del acceso del país al mercado financiero internacional.

Las reformas propuestas a las políticas del Fondo surgen directamente de las críticas de su enfoque. La primera y más fundamental es el aumento de la capacidad financiera del Fondo, para que pueda promover procesos eficientes de ajuste. Pero esa propuesta peca de irreal. Sin embargo, un paso importante podría darse sin pedir más recursos. En efecto, si se eliminara el sesgo recesivo de las políticas internas de ajuste del Fondo, también se eliminaría una de las causas acaso más importantes de la tardanza con que se suele reaccionar con programas de ajuste frente a los desequilibrios externos. Además, si el Fon-

do cargara su financiamiento al comienzo del acuerdo de ajuste podría quizá cumplir mejor su papel de catalizador del financiamiento de la comunidad financiera internacional.

Con respecto a la reforma de las políticas internas de ajuste, en primer término, los criterios de ejecución (y las metas operacionales) pueden, y como norma deben, sin perjuicio del principio de igualdad de tratamiento que rigió las operaciones del Fondo, adaptarse a las circunstancias de cada país cuando éstas pudieran afectar la ejecución del programa.

En lo que toca a la combinación de los compromisos de política, la iniciativa más importante sería la de incluir una política global de ingresos, con miras a armonizar las expectativas inflacionarias con las restricciones de la remuneración de la fuerza de trabajo y el crecimiento de los medios de pago, a fin de canalizar los efectos perturbadores de la deflación monetaria hacia los precios y el balance de pagos y minimizar los que ejerce sobre el nivel de actividad.

En cuanto a las variables y metas utilizadas para los criterios de ejecución, se abogó por eliminar el acervo de activos externos netos como criterio de ejecución y reemplazar las metas específicas fijas por rangos cuasiespecíficos contingentes.

Estas dos últimas reformas son tal vez las más atrayentes, porque hay un consenso creciente en torno a los conceptos y testimonios en que se fundamentan, no suponen costo alguno y eliminarían (virtualmente) el sesgo recesivo asociado con la condicionalidad. En efecto, harían factible el cumplimiento de la condicionalidad sin suponer políticas más restrictivas que las pretendidas y, por lo tanto, también reducirían la posibilidad de que el país perdiera su acceso al mercado financiero internacional.