

El monetarismo en Argentina y Chile

ALDO FERRER*

(Primera parte)**

Sábetete Sancho, que no es un hombre más que otro si no hace más que otro. Todas estas borrascas que nos suceden son señales de que presto ha de serenar el tiempo y han de sucedernos bien las cosas; porque no es posible que el mal ni el bien sean durables, y de aquí se sigue que, habiendo durado mucho el mal, el bien está ya cerca.

Miguel de Cervantes, *El Ingenioso Hidalgo Don Quijote de la Mancha*, primera parte, capítulo XVIII.

I. INTRODUCCION

En el curso de la década de 1970 en Argentina y Chile se impusieron políticas económicas de filiación monetarista. Según las manifestaciones de sus gestores, los objetivos explícitos de tales políticas son la estabilización de precios y la reasignación de los recursos económicos en el contexto del mercado mundial, conforme a las respectivas ventajas comparativas de ambos países.

El enfoque ortodoxo en las políticas anti-inflacionarias y la especialización de la economía en el marco de la división internacional del trabajo no son nuevos en estos países. Antes de la década de 1930, Argentina y Chile eran básicamente economías abiertas especializadas conforme a los mismos criterios que ahora se promueven. En cuanto a la política anti-inflacionaria, después de 1945 se registran experiencias de filiación monetarista, vinculadas a programas de estabilización respaldados por el Fondo Monetario Internacional. Lo que sí es nuevo, en ambos casos, es su prolongada duración, el contexto institucional en el cual se insertan y la naturaleza de las condiciones que les dieron origen.

Sobre el primer punto cabe observar que la actual política

chilena ya lleva cerca de siete años y que nunca antes un experimento ortodoxo duró tanto tiempo. En el caso argentino ocurre igual: desde 1955 ninguna conducción económica había durado cuatro años ininterrumpidos y las de filiación francamente ortodoxa fueron siempre efímeras. Sobre el segundo punto se observa que ambas experiencias se insertan en el marco de gobiernos militares fuera del ordenamiento constitucional de los dos países. Argentina tiene una experiencia más prolongada que Chile en esta materia. De hecho, las anteriores experiencias ortodoxas en Chile se realizaron bajo gobiernos constitucionales y en Argentina bajo gobiernos militares. Lo nuevo en el caso argentino es el firme y prolongado respaldo de las autoridades militares a la actual conducción económica, hecho sin precedentes en la historia de los gobiernos castrenses.

La cuestión referida a las condiciones que dieron origen a ambas experiencias requiere una clarificación más detenida. Cuando se iniciaron las políticas vigentes, prevalecían en Argentina y Chile condiciones de profunda perturbación en el sistema económico y el orden político*. Al tiempo del derrocamiento del gobierno de la Unidad Popular, la sociedad chilena se enfrentaba a una virulencia y conflictualidad en su vida política, desconocida en la historia del país trasandino. En cuanto a la situación económica, baste recordar que en septiembre de 1973 la inflación alcanzaba, a nivel anual, a 355%, que el déficit fiscal ascendió a cerca de 24% el producto interno bruto (PIB) y que las reservas internacionales del país eran negativas. Las deformaciones imperantes en el sistema de precios y la asignación de recursos en aquel entonces eran incompatibles con el funcionamiento de cualquier sistema económico. A principios de 1976 también en Argentina prevalecían condiciones caóticas. El último gobierno constitucional había perdido el control de las variables clave del proceso económico y se debatía en un vacío de poder incapaz de proporcionar cualquier solución coherente a los problemas vigentes. En el primer trimestre de 1976, la inflación anual alcanzaba 3000%; el déficit fiscal ascendía a 13% del PIB y 63% se financiaba con emisión monetaria; las reservas internacionales se estaban agotando y, según dijeron en abril de 1976 las nuevas autoridades económicas, el país estaba al borde de la cesación de pagos internacionales. En el caso argentino influyó, también, un hecho de gravedad desconocida en Chile: el terrorismo se había convertido en una grave amenaza para amplios sectores de la sociedad argentina y para la seguridad del Estado.

Este trabajo se concentra en la comparación de las políticas vigentes en *este momento* (mediados de 1980) en Argentina y Chile. La aclaración tiene importancia porque,

* Economista argentino, profesor titular de política económica, Universidad Nacional de Buenos Aires, 1963-1966; ministro de Obras y Servicios Públicos de la Nación (1970) y de Economía y Trabajo de la Nación (1970-1971); miembro de la Academia Nacional de Ciencias Económicas de la Argentina; autor de numerosos libros y artículos. Durante la preparación de este estudio, el autor mantuvo varias entrevistas con colegas de Chile y de otros países de América Latina, que resultaron extremadamente útiles para completar la información necesaria y ampliar las perspectivas del análisis. En particular, desea dejar constancia de su reconocimiento por los estimulantes comentarios de Aníbal Pinto y por la atenta lectura y crítica de Andrés Bianchi.

** Este trabajo se publicó originalmente en *Ambito Financiero*, de Buenos Aires, en el número correspondiente al 22 de agosto de 1980. Se reproduce con autorización del autor, quien nos ha enviado un agregado que se incluirá en la segunda parte. Por razones de espacio, se suprimieron las gráficas que aparecieron en la publicación bonaerense. *Comercio Exterior* hizo pequeñas modificaciones editoriales.

tanto en uno como en otro caso, las políticas ortodoxas experimentaron cambios importantes desde su iniciación hasta ahora. En la experiencia chilena¹ cabe diferenciar dos etapas principales. La primera abarca desde la instauración del nuevo régimen en septiembre de 1973, hasta el anuncio del Programa de Recuperación Económica en abril de 1975. En esta etapa, se aplicó un conjunto de medidas íntimamente ligadas a la concepción ortodoxa, pero prevalecieron dos limitaciones referidas al enfoque gradualista de la política anti-inflacionaria y de apertura externa: una de ellas orientada a regular el costo social del proceso; la otra, tendiente a otorgar a la industria una mayor capacidad competitiva sin someterla, masiva y rápidamente, a la competencia externa. Durante la segunda etapa, iniciada en abril de 1975, se abandonaron estas limitaciones y se aplicó a fondo la política estabilizadora de *shock* y de reasignación de recursos, a través de la rápida apertura externa. En junio de 1976 se realizó una revaluación del peso y, a partir de aquí, el tipo de cambio desempeñó un papel más importante en la ejecución de la política económica. Esta versión "madura" de la política ortodoxa chilena es la que aquí se toma principalmente en cuenta.

En el caso argentino también cabe distinguir diversas fases en la ejecución de la política económica.² Empero, a diferencia del caso chileno, la línea divisoria no pasa por importantes diferencias acerca de la profundidad y, en cierto sentido, del destino final de proceso. Más bien, se trata de cambios en la instrumentación del programa frente a los desafíos que el sistema económico plantea a los objetivos trazados, que permanecen inalterables en todo el período.³ De todos modos, debe tomarse nota de esas diferentes fases de la experiencia argentina. Aquí se verá, predominantemente, la experiencia actual, donde la política de ajustes programados del tipo de cambio (iniciada a mediados de 1978) y la aceleración de proceso de apertura externa (desde fines del mismo año), asumen una importancia central dentro de la estrategia aplicada.

Por último, debe hacerse otra aclaración previa acerca del contenido y los límites de este trabajo. Se refiere a dos diferencias fundamentales de las experiencias analizadas. La primera se vincula a la dimensión y nivel de desarrollo de las economías argentina y chilena. La segunda, en parte referida a la anterior, a la política de empleo.

Sobre la primera cuestión recuérdese que Argentina tiene una superficie (sin contar el territorio antártico e islas del Atlántico sur) de 2.8 millones de kilómetros cuadrados, una población de 27 millones de habitantes y un PIB en torno a los 80 000 millones de dólares (a la paridad peso-dólar de 1970).⁴ El territorio continental chileno es de 757 000 km², su población asciende a 11 millones de habitantes y su PIB a 20 000 millones de dólares. En cuanto al desarrollo industrial, se observa que el argentino alcanzó niveles más amplios y profun-

dos que el chileno. El producto manufacturero argentino asciende a 25 000 millones de dólares, o sea, entre cuatro y cinco veces el chileno. El grado de integración de los perfiles industriales y la dimensión de las plantas en los principales sectores es también significativamente mayor en Argentina que en Chile. Estas importantes diferencias de dimensión y niveles de desarrollo implican, entre otras cosas, distintos tamaños de los mercados internos, con todas sus consecuencias sobre los vínculos internacionales y los horizontes de la industrialización. Además, existen diferencias sociopolíticas que influyen en el curso de los acontecimientos de cada país. La suma de las circunstancias apuntadas indica, por ejemplo, que el proceso de reacomodamiento industrial, inevitable en el marco de las políticas adoptadas, sea bien distinto en ambas experiencias. En Argentina es más difícil que en Chile dismantelar la industria gestada en el proceso de sustitución de importaciones.

Estas características básicas de ambas economías influyen en otra diferencia entre las dos experiencias: la política de empleo. Desde su inicio, la conducción económica argentina insistió en que el proceso de estabilización y reordenamiento económico debería evitar un desempleo importante de la fuerza de trabajo. Las razones de esta severa restricción a la ejecución de una política ortodoxa parecen tener su origen en la preocupación de las autoridades militares de evitar la creación de condiciones propicias para las acciones terroristas que, como se recordó, hacia principios de 1976 había alcanzado dimensiones extremadamente graves. En el caso chileno, no existió restricción alguna en materia de empleo. Un rasgo notoriamente diferente de ambas experiencias consiste, precisamente, en los muy distintos niveles de desempleo abierto registrados. Más adelante, se formulan algunas observaciones acerca de por qué el desempleo abierto en Argentina ha sido tan bajo en todo el período que se analiza. Sea como fuere, el factor empleo, por sí solo, contribuye a explicar buena parte de las diferencias de la puesta en práctica de las políticas ortodoxas en los dos países y del sendero por el cual transitan para alcanzar sus objetivos básicos.

En el contexto de las aclaraciones previas que se formulan en esta introducción, puede precisarse el objetivo de este artículo, a saber, comparar la aplicación y los resultados de una estrategia económica monetarista en dos países de distinta dimensión y nivel de desarrollo y con distintas restricciones en materia de empleo.

II. OBJETIVOS Y PARADIGMA TEORICO

Un hecho verdaderamente notable que surge del análisis comparativo de las actuales políticas en Argentina y Chile es la similitud de los objetivos propuestos. Si en las declaraciones oficiales de los funcionarios de ambos países se sustituye el nombre de uno por otro, no se violenta la coherencia del discurso. En los dos casos, se coincide en señalar que las situaciones caóticas previas al inicio de las respectivas gestiones no eran sólo el reflejo de las condiciones sociopolíticas entonces vigentes. Por el contrario, eran la consecuencia inevitable de una larga acumulación de errores que había alejado a cada país de la racionalidad económica. Es decir, de un fracasado empeño de sustituir los mecanismos del mercado en la asignación de recursos y la

1. T. Moulián y P. Vergara, *Estado, ideología y políticas económicas en Chile, 1973/78*, Cieplan, Santiago de Chile, 1980.

2. M. Brodersohn, *La apertura externa y la estrategia anti-inflacionaria*, Colegio de Graduados en Ciencias Económicas, Buenos Aires, 1979.

3. A. Ferrer, "The Argentine Economy", en *Journal of Inter-American Studies and World Affairs*, University of Miami, 1980.

4. A la paridad de mediados de 1980, el PIB llega a 130 000 millones de dólares.

distribución del ingreso. En consecuencia, los objetivos buscados trascienden el control de la inflación y la eliminación del caos preexistente. Intentan, nada menos, que sentar el proceso económico sobre bases radicalmente distintas a las imperantes en Argentina y Chile desde la década de 1930.

El marco teórico es también común. El manejo de la política fiscal, montaria y de ajuste externo se apoya en el llamado "enfoque monetario de la balanza de pagos". En el caso de Chile, los responsables de la conducción económica pregonan su filiación monetarista y su mensaje tiene un contenido doctrinario explícito. Además, los más altos funcionarios del equipo económico, comenzando por el Ministro de Economía, son los principales propagadores de la ortodoxia monetarista. En el caso argentino, la situación es formalmente distinta. El Ministro de Economía y otros altos funcionarios son personas que no vienen del terreno académico sino, más bien, del mundo de los negocios y de la asesoría de empresas. Ellos rechazan la afirmación de que su política es de filiación monetarista; insisten en definirla como "pragmática y realista", sin filiación doctrinaria alguna. Los funcionarios más directamente asociados al pensamiento de la escuela de Chicago son los que conducen el banco central, pero ellos son extremadamente parcos en la expresión pública de sus ideas. Con todo, la experiencia revela que el paradigma teórico de la experiencia argentina es similar al de la chilena.

Veamos pues, brevemente, el contenido principal del discurso y del marco teórico de las políticas que analizamos.

Los objetivos

Las líneas principales del discurso de las políticas comentadas pueden resumirse brevemente. El mercado interno es muy pequeño para sostener una estructura industrial diversificada y, en consecuencia, la sustitución de importaciones ha provocado el desarrollo de actividades ineficientes. En consecuencia, para eliminar los errores del pasado la economía debe ser abierta a la competencia internacional. Al mismo tiempo, el sector público debe reducirse y no interferir en el funcionamiento del mercado, mecanismo básico de la distribución del ingreso y la asignación de recursos. Es el llamado "principio de la subsidiaridad del Estado". Los controles de precios deben ser eliminados.

La industrialización se ha apoyado en dos subsidios: alta protección frente a la competencia externa y tasas de interés reales negativas.

La primera promovió estructuras oligopólicas y altos costos. La segunda, una asignación irracional de capital. Ambos subsidios deben ser eliminados. En consecuencia, es necesario introducir cambios drásticos en los precios relativos internos. Bajo el proceso de sustitución de importaciones, tales precios se han alejado de los vigentes en el mercado internacional. Esto implica que los correspondientes a las actividades sustitutivas están por encima —siempre refiriéndose a los estándares internacionales— de los de aquellos sectores en los cuales se goza de ventajas comparativas en virtud de la dotación relativa de factores de la producción. La equiparación de los precios relativos internos con los internacionales permitirá una reasignación de recursos hacia los secto-

res competitivos. Esto posibilitará un incremento de la producción, del ingreso, del producto por hombre ocupado y, eventualmente, del empleo.

Los precios reales de los combustibles y los servicios públicos deben aumentar para eliminar el déficit de los entes públicos y aumentar su capacidad de autofinanciamiento. Además, debe eliminarse el déficit fiscal mediante el aumento de la presión tributaria y la reducción del gasto público. El déficit que subsista no debe ser financiado mediante crédito del banco central al Tesoro y la consecuente expansión de la base monetaria. La única vía de financiamiento público debe ser el mercado interno y externo de capitales. El Estado debe abstenerse de realizar cualquier tipo de actividad que pueda desempeñar el sector privado, con muy pocas excepciones, como las vinculadas a la defensa nacional. Consecuentemente, el Estado debe desprenderse de todas las empresas y actividades cuya permanencia en el área pública violente el principio de subsidiaridad.

La caída de los salarios reales y de la participación de los asalariados en el ingreso nacional permite aumentar las ganancias y las inversiones, reducir los costos y frenar la inflación. La caída de los salarios reales hasta sus costos de oportunidad permitirá sostener el empleo, pese a la reducción inicial del consumo y los efectos contractivos de la política fiscal y montaria. La tasa de interés debe ser positiva en términos reales y expresar el costo de oportunidad del capital. Esto promoverá el ahorro y su asignación más productiva. El sistema financiero debe ser libre y la tasa de interés reflejar el precio del capital. El sistema financiero local debe vincularse al mercado internacional por medio del libre movimiento de fondos con el exterior. Finalmente, el tipo de cambio debe reflejar las condiciones del mercado y facilitar el ajuste de los pagos internacionales.⁵

Estas políticas deben producir, inevitablemente, la estabilidad de precios y el desarrollo económico. La reducción de los costos unitarios de la mano de obra, el aumento de la productividad derivada de la asignación racional de recursos, el equilibrio presupuestario y el comportamiento esperado de la oferta monetaria, deben asegurar la estabilidad de precios. Esto, a su vez, promoverá la inversión privada nacional y extranjera y acelerará el crecimiento de la producción y el empleo.

Los párrafos anteriores caracterizan el discurso de la política económica iniciada en Argentina en abril de 1976.⁶ También reflejan adecuadamente los objetivos dominantes de la política económica trasandina. Según dos autores chilenos,⁷ los criterios básicos de la política de su país pueden resumirse en los siguientes puntos: no hay otro modo para salir del estancamiento; pese a todos los sacrificios, constituye la única opción coherente a la situación imperante; responde a un saber absoluto de carácter científico; no existe otra vía para impedir la repetición de los errores del pasado y constituye el único camino para crear condicio-

5. En su versión actual, la política cambiaria se basa en tipos de cambio fijo (Chile) y devaluaciones programadas (Argentina).

6. Véase A. Ferrer, *op. cit.* y A. Ferrer, "El retorno del liberalismo: reflexiones sobre la política económica vigente en la Argentina", en *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, enero-marzo de 1979.

7. T. Moulián y P. Vergara, *op. cit.*

nes sólidas para una democracia estable. Además, esta política económica permite la eliminación real y no retórica de la dependencia externa. El prestigio internacional, la expansión de las exportaciones y el aumento de las reservas internacionales (que sólo esta política económica permite), son las únicas bases de la independencia dentro del orden económico mundial vigente. La sustitución de importaciones y la diversificación de la oferta interna son espejismos que encubren una situación extremadamente vulnerable. Este tipo de argumento es especialmente significativo para los "electorados" de las estrategias ortodoxas. No podrían resumirse en términos más precisos los contenidos esenciales del discurso de la política económica vigente de este lado de la cordillera.

Otra propuesta común es la defensa del interés general, y el de los consumidores, frente a los privilegios que implica una alta protección y el crédito subsidiado a costa del bienestar de la población y de la propensión al ahorro. El argumento de las economías de escala aparentemente es mucho más utilizado en ésta que en la otra vertiente de los Andes. Es natural. Para justificar el reordenamiento de una industria que, como la argentina, alcanzó niveles de desarrollo considerables, es necesario refinar la justificación económica. En Argentina no se trataría de redimensionar ni de simplificar el sistema industrial sino de adaptarlo, mediante la elevación de sus escalas de producción, a una mayor capacidad competitiva internacional. La apertura externa no tendría, entonces, un contenido anti-industrial. En el caso chileno, parece que las autoridades económicas no prestan tanta atención a este tipo de argumentos.

El paradigma teórico

La conducción de las políticas monetaria, fiscal y de ajuste externo responde al llamado "enfoque monetario de la balanza de pagos". El criterio central de este enfoque es que el acervo existente de dinero está siempre en equilibrio con la demanda de dinero. En una economía cerrada, cuando el acervo crece más que la demanda, el ajuste se produce mediante elevación de precios, incrementos de la producción (si existen recursos ociosos) y aumento de la tasa de interés que eleve la demanda de dinero. Estas tres vías de ajuste pueden operar separada o simultáneamente. En una economía abierta con régimen de cambio flotante, las variaciones de la tasa de cambio de la moneda nacional reflejan los desequilibrios monetarios y el comportamiento de los precios internos. En una economía abierta con tipos de cambio fijos (o con devaluaciones programadas y anunciadas con anticipación), el desequilibrio entre la demanda y la oferta de dinero se rectifica a través del comportamiento de la balanza de pagos. Un exceso de oferta monetaria expandirá el gasto interno y las importaciones, desalentará las exportaciones, bajará la tasa de interés y provocará salida de capitales. En tales condiciones, se reducirán las reservas internacionales, la base monetaria y el crédito interno, hasta restablecer el equilibrio. Una insuficiencia de oferta de dinero provocará una contracción del gasto interno y de las importaciones, subirá la tasa de interés y entrarán capitales del exterior. De este modo, crecerán las reservas internacionales, la base monetaria y el crédito interno hasta restablecer el equilibrio entre el acervo monetario y la demanda de dinero. En una economía abierta con tipos de cambio fijos (o programados) la autoridad monetaria pierde el control sobre

la oferta de dinero; la demanda del público y la balanza de pagos constituyen los factores determinantes de la oferta de dinero. En las palabras del vicepresidente del banco central trasandino: "Chile está prácticamente de vuelta en el patrón oro. Somos tan monetaristas que hemos alcanzado una situación en la cual el Banco Central no tiene más control de la oferta monetaria. Ella se controla a sí misma".⁸

La demanda de dinero cumple una función esencial en el enfoque monetario de la balanza de pagos. Ella responde a factores tales como el nivel de la actividad económica, la tasa de interés y las expectativas inflacionarias. Los flujos monetarios deben reflejar los cambios en la demanda de dinero. Caso contrario, se producirán desequilibrios que deberán ajustarse por alguna de las vías mencionadas. Una de ellas es el aumento de precios. En las palabras del Ministro de Economía chileno: "la inflación tiene su origen en los desequilibrios entre el acervo de dinero deseado y el realmente existente en la economía. La persistencia o mantenimiento de una determinada tasa de inflación depende de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria. Cuando existe un exceso en la oferta de dinero aparece como contrapartida una demanda excedente de bienes, servicios y activos financieros, comerciables o no en el mercado internacional. La solución de este exceso de demanda se reflejará en un aumento de los precios de los bienes y servicios producidos localmente y de los activos financieros internos, en incrementos de la importación de bienes y activos financieros y en una mayor producción local de bienes y servicios".⁹

El equilibrio en el mercado monetario y el proceso de ajuste externo bajo el enfoque monetario de la balanza de pagos, requiere el cumplimiento de varios requisitos. El equilibrio del presupuesto es esencial porque si la demanda de crédito público es importante e indeterminada, el proceso de ajuste es prolongado e incierto. Dice el Ministro de Economía chileno: "en el sector privado es posible identificar el comportamiento de los negocios y los individuos. Esto no es fácil de analizar en el sector público. Las variables que determinan la demanda de dinero por el sector privado (por ejemplo, el costo de tener recursos monetarios ociosos, en términos de tasa de interés o del rendimiento de activos externos) no son significativas para las decisiones del sector público. Es en consecuencia más difícil relacionar un incremento del crédito al sector público con la demanda de dinero del mismo sector".¹⁰

En consecuencia: "para salvaguardar la estabilidad económica es necesario preservar la disciplina financiera de un presupuesto equilibrado".¹¹

Otros requisitos importantes son la vigencia de tasas de interés libres y de facilidades para el movimiento de fondos con el exterior. Cuando este movimiento no tiene restricción alguna se supone que la tasa de interés interna debe equipararse con la tasa de interés vigente en el mercado internacional. En la práctica, como se verá luego, las restricciones

8. *The Economist*, "Chile's counter-revolution: a survey", Londres, 2 de febrero de 1980.

9. S. de Castro, *Chilean Economic Policy*, Budget Directorate, Santiago de Chile, 1979, p. 3.

10. *Op cit.*, p. 280.

11. *Op cit.*, p. 281.

subsistentes en los movimientos de fondos determinan diferencias importantes entre el costo del crédito interno y externo con efectos muy importantes sobre la distribución del ingreso y la concentración del poder económico. Otro requisito es la liberación del comercio exterior y la reducción de los aranceles aduaneros. Esto permite equiparar los precios relativos internos a los internacionales, asignar recursos conforme a las ventajas comparativas y, en lo que se refiere al proceso de ajuste, facilitar el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero.

En la versión actual de las dos políticas, la fijación de la tasa de cambio (Chile) y las devaluaciones programadas (Argentina), cumplen un papel importante en el proceso de ajuste, por las razones que se han visto. Esta política cambiaría asume, además, una función central dentro de la estrategia anti-inflacionaria. Juntamente con la apertura externa tiende a establecer un techo a la posibilidad de aumentos de los precios internos, los cuales, en definitiva, no podrán exceder la inflación internacional. Se supone que los bienes producidos localmente que compiten con importaciones serán desplazados por éstas si sus precios crecen más que los internacionales (más la tasa de devaluación, mientras ella subsista). Los precios de los bienes exportados que también se comercializan internamente (caso de la producción agropecuaria argentina) tampoco pueden crecer más que la inflación internacional (más la devaluación que aún reste); de otro modo quedarían desplazados de los mercados interno e internacional. Se supone, además, que los bienes y servicios no comerciables, en definitiva, deberán moverse en simpatía con los comerciables, es decir, reflejar también la inflación internacional (más la devaluación).

El techo que el tipo de cambio impone al aumento de los precios de los bienes y servicios no comercializables internacionalmente opera a través del movimiento de los factores productivos. Si los precios relativos de las actividades que producen bienes y servicios no comercializables internacionalmente suben más que los otros precios, el incremento de las ganancias y los salarios de aquellas actividades atraerá factores productivos del resto de la economía. Se restablecerían, así, los precios relativos vigentes en el mercado mundial y la inflación interna no excedería la internacional. Esto implica el supuesto de ausencia de restricciones a la movilidad de factores y condiciones de competencia perfecta. Por otra parte, si la situación fiscal está en equilibrio y hay problemas de financiamiento externo, pero la inflación sigue siendo alta, es aconsejable fijar la paridad cambiaría. Así se hizo en Chile en junio de 1979 y, de cumplirse el cronograma de ajustes cambiarios, el tipo de cambio quedará fijo en Argentina en marzo de 1981. Para la determinación de la paridad conveniente es necesario tomar en cuenta el nivel de las reservas internacionales. Esto es indispensable porque las reservas disponibles determinan el horizonte temporal en que puede soportarse el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Este desequilibrio es inevitable mientras subsista una tasa de inflación interna mayor que la internacional o, si aún perduran devaluaciones programadas, la inflación internacional más el ajuste de la tasa de cambio.

La baja de la tasa de inflación que este conjunto de políticas debe producir, provocará un aumento de la demanda del acervo real de dinero, un mayor impulso estabilizador

y un mayor margen de expansión de crédito para el sector privado.

III. LA EJECUCION DEL PROGRAMA

Dos programas económicos con objetivos y fundamentos teóricos tan semejantes deberían reflejarse en políticas también similares. Sin embargo, la ejecución de la política económica en los dos países revela contrastes notables. Las distintas dimensiones de las economías argentina y chilena, y otros factores que distinguen cada realidad nacional, contribuyen a explicar tales contrastes. En este apartado se intenta resumir los rasgos principales de la política económica de los dos países en torno de las siguientes áreas principales: precios y salarios; política fiscal; apertura externa y, finalmente, reforma financiera y política monetaria.

Precios y salarios

■ *Chile.* Las dos experiencias coinciden desde su mismo inicio en la liberación de precios, el control de salarios y severas restricciones a la acción sindical. En Chile, en octubre de 1973, se liberó la mayoría de los precios que estaban sujetos a control, con la excepción de 30 productos entre los cuales figuraban el trigo y otros productos agrícolas. La mayor parte de estos productos se fue liberando y al finalizar 1978 sólo quedaban 8 productos bajo control, que representaban 8% del Índice de Precios al Consumidor (IPC). En cuanto a la política de salarios, los ajustes iniciales dispuestos por las autoridades se ubicaron muy por debajo del aumento de los precios. A partir de 1975 se establecieron ajustes automáticos trimestrales compensatorios del incremento del IPC del trimestre anterior. Cuando comenzó a bajar la tasa de inflación, esto determinó que los ajustes nominales de salarios excedieran al aumento de precios. Aquí radicaría una de las causas de la recuperación del salario real en los últimos años. En 1979 se restablecieron las negociaciones colectivas de salarios.

■ *Argentina.* A partir de abril de 1976 se dispuso una liberación generalizada de los precios. La política de liberalización sufrió, sin embargo, una interrupción importante. En marzo de 1977, frente al repunte de las presiones inflacionarias, se estableció una congelación durante 120 días para los precios de 700 empresas industriales líderes. Los salarios fueron también regulados desde el inicio y los aumentos dispuestos por decisión administrativa. Los ajustes iniciales fueron también muy por debajo del aumento de los precios. Posteriormente se permitió a las empresas ciertos márgenes de flexibilidad para ajustar los salarios por encima de las pautas. Si éstas eran excedidas, los mayores salarios pagados no podían ser cargados como costos a los efectos impositivos. Los márgenes de flexibilidad estaban vinculados al comportamiento de la productividad, pero se fueron ampliando hasta que finalmente se liberaron los salarios a fines de 1979. Las decisiones oficiales se refieren actualmente a determinar incrementos sobre los salarios básicos de convenios y los salarios mínimos. Como en el caso chileno, los niveles de salarios mínimos se fijan periódicamente.

Política fiscal

■ *Chile.* A mediados de 1974, la política fiscal adquirió

un marcado sesgo restrictivo y esta orientación se reforzó con la aplicación del Plan de Recuperación Económica de abril de 1975. Los efectos de estas nuevas orientaciones sobre la posición fiscal fueron realmente notables. De 1973 a 1975 el gasto público en términos reales se redujo 46%, la recaudación de impuestos aumentó 10% y la relación entre el déficit fiscal y el PIB cayó de 24 a 3 por ciento.¹²

El gasto público tendió a recuperarse a partir de 1976, pero en 1979 estaba todavía 12% por debajo de los niveles de 1973. En cambio, la recaudación tributaria en 1978 era 109% mayor que en 1973. Consecuentemente, la presión tributaria experimentó un aumento importante. La relación ingresos tributarios/PIB aumentó de 19% en 1973 a 34% en 1979. En este año el superávit fiscal representó 2.3% del PIB. La contracción del gasto público se apoyó en un conjunto de medidas, en particular la eliminación de subsidios, las reducciones de personal y el desmantelamiento del Área de Propiedad Social formada durante el gobierno de la Unidad Popular. El desequilibrio de este último sector representó en 1973 14% del PIB, es decir, 61% del déficit total del sector público. La contracción del gasto público se desplazó de un énfasis inicial en el gasto corriente hacia la inversión pública. En 1975, la inversión pública real cayó cerca de 50% sobre el nivel del año anterior. Desde la perspectiva de los ingresos, el énfasis se colocó sobre la eliminación de algunas exenciones al IVA, el aumento de otros tributos y el ajuste de las tarifas de los combustibles y los servicios públicos. Como resultado, la gravitación del gasto público en el conjunto de la economía declinó rápidamente. La relación entre el gasto público y el PIB cayó de 43 a 26 por ciento entre 1973 y 1975. Debe observarse, sin embargo, que los valores de 1973 aparecen extremadamente altos por el descomunal déficit del Área de Propiedad Social. En 1972, la relación gasto público/PIB era de 31%. En 1979 la relación había recuperado los niveles prevalecientes antes del año de la caída del gobierno de la Unidad Popular.¹³

■ *Argentina.* En el caso argentino, la política fiscal tuvo un comportamiento diferente. Se produjo una contracción del gasto público, pero moderada en comparación con el caso chileno. En términos reales, el gasto público declinó 11% de 1975 a 1977. En los dos años posteriores, el gasto público recuperó prácticamente los niveles reales de 1975. La política tributaria, en cambio, fue muy activa. La recaudación tributaria total aumentó 35% de 1975 a 1977 y se mantuvo, desde entonces, en esos altos niveles. La relación

ingresos tributarios/PIB aumentó de 17% en 1975 a 25% en 1979. Sin embargo, cabe observar que en 1975, previo al inicio de la actual política económica, el desorden imperante provocó una brusca caída de la recaudación. Si se toma como base 1974 se observa, en cambio, que en 1979 la presión tributaria sólo creció en poco más de un punto. La relación entre el déficit fiscal y el PIB cayó drásticamente: en 1975 alcanzaba 12.3% y en 1977 3.3%, para mantenerse en esos niveles desde entonces. En 1980, la situación se ha deteriorado y, frente a una relación estimada déficit/PIB de 3%, el desequilibrio real tiende a acercarse a 6%. Además, la sustitución, por el IVA, del aporte patronal -15%- sobre los salarios pagados para el sistema de previsión y para un fondo especial destinado a la construcción de viviendas -5%-, anunciada en julio de 1980, simultáneamente con la eliminación de diversos impuestos de afectación específica, crea interrogantes adicionales sobre las fuentes de financiamiento público.

A diferencia del caso chileno, la participación del sector público en la economía no experimentó cambios sensibles. La relación gasto público/PIB cayó de 39% en 1975 a 34% en 1977 para recuperarse luego y alcanzar en 1979 niveles comparables a los de 1975. El peso del gasto público en la economía permanece significativamente por encima de los niveles prevalecientes antes de la fase final del último gobierno peronista.

La política fiscal argentina se asentó predominantemente en una fuerte contracción de las remuneraciones reales de los servidores públicos, que cayeron 40% de 1975 a 1976. Esto permitió una reducción equivalente del gasto corriente. La privatización de empresas y las reducciones de personal desempeñaron un papel mucho menos importante en el caso chileno. Otra diferencia sustancial entre las dos experiencias se refiere a la inversión pública. En Argentina, ésta creció significativamente y en el período 1976-1978 estuvo alrededor de 30% por encima del nivel de 1975. En 1979 declinó, como consecuencia de las restricciones financieras del Tesoro, pero estuvo todavía 7% por encima de 1975. La mayor presión tributaria se reflejó en un aumento de diversos tributos, incluyendo el IVA, las ganancias y diversos tributos de jurisdicción provincial. Las tarifas reales de los servicios públicos de electricidad, transportes y comunicaciones aumentaron sensiblemente en una primera etapa (60% de 1975 al primer trimestre de 1978) para declinar después, en el marco de una nueva política de estabilidad asentada en el rezago de las tarifas de los servicios públicos y el tipo de cambio. Las tarifas reales cayeron 30% entre el primer trimestre de 1978 y fines de 1979. A principios de 1980 volvió a revertirse la política con mayores precios reales para los servicios públicos.

Apertura externa

■ *Chile.* La política chilena de apertura hacia la economía internacional ha sido mucho más drástica que la argentina. Un aspecto central de este proceso radica en la disminución de los aranceles de importación. A mediados de 1974, se fijó una meta de 60% como arancel máximo. Más tarde se redujo el tope a 35% y el arancel promedio a 18%. Al promediar 1977, con pocas excepciones, los aranceles quedaron com-

12. La clasificación en las cuentas fiscales chilenas del gasto público y su financiamiento en pesos y divisas permite observar, al considerar esos dos grandes agregados de las cuentas fiscales, que el efecto contractivo de la política fiscal es mayor que el indicado en el texto. El déficit fiscal en pesos pasó de 21.5% del PIB en 1973 a un superávit de 1.2% en 1975. El déficit fiscal en divisas, en cambio, aumentó de 2.1% a 4.3% del PIB, en los mismos años. El efecto del cambio de signo del primero sobre la demanda agregada es evidente. En cuanto al segundo, se observa que al reflejarse en una salida de divisas hubo también otro factor contractivo de la demanda agregada. En resumen, el saldo neto de las operaciones fiscales en pesos y divisas pasó de un déficit equivalente a 19.4% del PIB en 1973 a un efecto contractivo agregado del superávit en operaciones en pesos más el déficit de las operaciones en divisas equivalentes a 5.5% del PIB en 1975.

13. S. de Castro, *op. cit.*, p. 346, y Banco Central de Chile, *Boletín Mensual*, núm. 628, p. 1181.

prendidos entre 10 y 35 por ciento. A fines de 1977, la política asumió un sesgo más radical: estableció que a mediados de 1979 regiría un arancel uniforme de 10%. En las palabras de un analista chileno: "es ésta una tasa inusualmente baja en los países en desarrollo y su ninguna selectividad es excepcional, inclusive, en los países más desarrollados del mundo".¹⁴

Con relación a las exportaciones, se siguió una política activa en la materia a través de una institución pública de promoción (pro-Chile), devolución de impuestos como el IVA y franquicias aduaneras generalizadas para la importación de insumos que se incorporan a las exportaciones. En cuanto al tipo de cambio, se adoptó el régimen de ajustes programados y anticipados a partir de febrero de 1978. Entonces se dispuso reducir progresivamente (0.2% mensual) la tasa de devaluación, desde 2.75% en febrero a 0.75% en diciembre del mismo año. A fines de 1978, se anunció un calendario de devaluación de 14.7%, similar al aumento de precios internos que se preveía para todo el año. Notoriamente, no se computó la inflación internacional, lo cual insinuaba la intención de las autoridades de provocar una devaluación real del tipo de cambio.¹⁵ En un discurso del 5 de abril de 1979, el Ministro de Economía anticipó una medida importante que se introduciría en junio de ese año: la congelación de la tasa de cambio. Dijo el Ministro: "si la situación fiscal está en equilibrio y no hay problemas de financiamiento externo, pero la inflación sigue siendo alta, entonces conviene congelar el tipo de cambio".¹⁶ A principios de 1980, se decidió mantener la misma paridad por un período indefinido.

Esta política cambiaria se tradujo, en una primera fase, en una devaluación sostenida del peso. De 1974 a enero de 1976 el peso se devaluó en términos reales 25%.¹⁷ Desde comienzos de 1976 esta política se revierte y en junio de 1976 y marzo de 1977 se producen dos revaluaciones nominales que significan fuertes aumentos del tipo de cambio real. Entre enero de 1976 y julio de 1977 la revaluación real del peso alcanzó 25%. De fines de 1977 a principios de 1978, la política vuelve a revertirse y el peso a devaluarse 20%. A partir de la congelación del tipo de cambio nominal, desde mediados de 1979 el tipo de cambio tiende a revaluarse.

La política de apertura en Chile ha provocado un aumento de la significación del comercio exterior dentro de la actividad económica. En la década de 1970, la relación entre las importaciones y el PIB era del orden de 21%. El coeficiente correspondiente a las exportaciones era semejante. Desde 1975, estos valores han crecido sostenidamente. En 1978 y 1979 la relación importaciones/PIB se elevó a 34% y la de exportaciones/PIB a 31 por ciento.¹⁸

En cuanto al tratamiento de la inversión directa del exterior, en junio de 1975 se aprobó un nuevo Estatuto del

Inversionista Extranjero, con un trato más favorable en materia tributaria, arancelaria, cambiaria y de retorno de utilidades e inversiones. Este cambio de régimen entró en conflicto con la Decisión 24 del Acuerdo de Cartagena y su tratamiento común a la inversión extranjera. La política arancelaria chilena entró también en colisión con el arancel externo común previsto en el Grupo Andino. Finalmente, en una nueva manifestación de la coherencia y firme ejecución de la estrategia ortodoxa, el gobierno militar se desvinculó formalmente del Grupo Andino en octubre de 1976. Esto eliminó la restricción existente a una nueva reforma del tratamiento al inversor extranjero con vistas a otorgarle un ámbito de liberalidad sin precedentes en la historia contemporánea del país trasandino.

■ *Argentina.* En el caso argentino, el proceso de apertura externa ha sido menos profundo en sus alcances y más contradictorio en su instrumentación. En abril de 1976, el régimen arancelario mostraba tasas muy altas y dispersas. En esa época, más de 50% de las posiciones tenía tarifas nominales superiores a 100%. Después de sucesivas reformas, en diciembre de 1978 sólo 2.2% de las posiciones arancelarias registraba derechos superiores a 60% y ninguna tenía tarifas superiores a 100%. En esta primera fase, las reformas se limitaron sobre todo a eliminar el excedente no utilizado de la protección y no produjeron resultados significativos en el plano real. A partir de fines de 1978, la política adquiere mayores alcances y establece un programa de reducciones hasta enero de 1984. Para ese entonces, 48% de las posiciones arancelarias tendrían tarifas de 10% y otro 34% de posiciones de 10 a 20 por ciento. El arancel máximo previsto no excede 40%, y 99.6% de la posiciones se ubica por debajo de 30 por ciento.

Este programa fue gravemente afectado por dos disposiciones complementarias adoptadas a principios de 1979. La primera establece reducciones arancelarias para aquellos productos cuyos precios crezcan más de lo que las autoridades económicas consideran aceptable. La segunda, referida a los bienes de capital, anticipa reducciones previstas para 1984. Desde 1979, esos bienes sólo registran aranceles de 20 a 27 por ciento. Los criterios de la política arancelaria incluyen consideraciones relativas a la existencia o inexistencia de producción local y al componente de valor agregado. El régimen eliminó también numerosas prohibiciones de importación y conservó algunas normas especiales para algunos sectores como el automotriz y el azucarero.¹⁹ En julio de 1980 se anunció la eliminación de los aranceles sobre los insumos no producidos en el país, un arancel máximo de 55% para los bienes producidos internamente y la reducción de éste a 20% para 1984.

Las normas de comercio exterior fueron considerablemente los subsidios a las exportaciones no tradicionales y para todas las operaciones, eliminación del régimen de licencias previstas para algunos productos y la anulación de los depósitos previos de importación. En cuanto al régimen de las exportaciones, las nuevas autoridades redujeron drásticamente los subsidios a las exportaciones no tradicionales y

14. R. French-Davis, *Regímenes cambiarios: 1965/79*, Colección Estudios, núm. 2, Cieplan, Santiago de Chile, 1979, p. 100.

15. *Op. cit.*, p. 27.

16. S. de Castro, *op. cit.*, p. 281.

17. R. French-Davis, *op. cit.*, p. 102.

18. Valores en dólares constantes de 1976, *Chilean Economic Policy*, *op. cit.*, pp. 343 y 351.

19. A. Dadone y C. Swoboda, "La reforma arancelaria argentina", en *Estudios*, Fundación Mediterránea, Córdoba, septiembre-octubre de 1979.

eliminaron los impuestos aplicados a los rubros tradicionales del sector agropecuario. En otros términos, se modificaron los tipos efectivos de cambio preexistentes, que de hecho implicaban tipos múltiples con preferencias sustanciales para las exportaciones no tradicionales. La nueva política tiende a la unificación del tipo de cambio para todo el comercio exterior. Además, se estableció un régimen de liberación de insumos importados que se incorporan a las exportaciones.

En cuanto al nivel del tipo de cambio, desde principios de 1976 hasta mediados de 1978 se procuró mantener la paridad real del peso mediante un régimen de *crawling-peg* con ajustes periódicos que reflejaban el comportamiento de los precios internos. Desde mediados de 1978, el tipo de cambio comenzó a rezagarse dentro de una nueva estrategia anti-inflacionaria. A fines de ese año, se inició el actual régimen de devaluaciones programadas y anunciadas con anticipación. Como los precios internos se han movido muy por encima de las pautas de devaluación, el peso ha experimentado una revaluación considerable. De junio de 1978 a junio de 1980, los precios mayoristas aumentaron 350% y el tipo de cambio 130%. Aun considerando la inflación internacional, la revaluación del peso es de alrededor de 60%. Las autoridades no han asumido un compromiso formal con respecto al tipo de cambio en el curso de 1980, pero existe el consenso de que la meta de devaluación será de 22.4% de diciembre de 1979 al mismo mes de 1980, con un ajuste declinante (de 0.2% mensual) hasta llegar a la fijación del tipo de cambio en marzo de 1981.

Hasta ahora, la política de apertura externa argentina no ha provocado cambios considerables en las relaciones básicas del comercio exterior con la actividad económica interna. Hasta 1979, la relación importaciones/PIB se mantuvo en torno de 10%, es decir, en sus valores tradicionales. Las exportaciones, en cambio, experimentaron un aumento en 1977 y 1978, como consecuencia de las excelentes cosechas y la contracción de la demanda interna que aumentó los saldos exportables de granos. Salvo estos factores circunstanciales, la relación exportaciones/PIB mantiene también sus valores tradicionales. Desde mediados de 1979, la revaluación del peso y la política de apertura provocaron un sostenido aumento de las importaciones que en varios sectores, como textil, electrónico y bienes de capital, han desplazado segmentos importantes de producción nacional.

Con relación al tratamiento de las inversiones privadas directas del exterior, el gobierno militar eliminó las restricciones impuestas bajo el gobierno anterior que, en la práctica, más que un régimen de la inversión extranjera consistía en normas para impedir, lisa y llanamente, las inversiones privadas directas del exterior.²⁰ En agosto de 1976, el Gobierno aprobó un nuevo régimen más liberal de tratamiento al inversor extranjero. También se reformó el régimen de compra y transferencia de tecnología según la visión ortodoxa acerca de la estructura productiva deseable en Argentina.

20. Aun cuando el régimen tomaba como un precedente importante a la Decisión 24 y la política de "argentinización" de esa economía en el período 1970-1971, en la práctica colocaba tales trabas administrativas que hacían imposible la radicación de capitales como inversiones privadas directas. Véase A. Ferrer, *Economía internacional contemporánea. Texto para latinoamericanos*, Fondo de Cultura Económica, México, 1976, capítulo IV.

Reforma financiera y política monetaria

■ *Chile.* La banca estaba prácticamente nacionalizada en su totalidad cuando se produjo el cambio de gobierno. El proceso de liberalización comenzó por la de la tasa de interés para las operaciones de las entidades financieras no bancarias, mientras se mantuvieron los controles sobre las operaciones de los bancos, incluyendo la tasa de interés y los requisitos de encaje.²¹ Una vez consumado el proceso de traslado de los bancos nacionales a manos privadas, se liberó la tasa de interés para el sistema bancario y se igualaron los requisitos de encaje para todas las entidades financieras. Además, al aumentarse el monto del capital propio exigido a las financieras se puso fin a los privilegios de que gozaron inicialmente las entidades no bancarias. Estas medidas se adoptaron después de la quiebra, a fines de 1976, de varias financieras informales y de algunas del mercado formal. Además, se prohibieron las operaciones de las financieras informales, se limitó el tipo de entidades que podían participar en operaciones de *broker* y también se restringieron las operaciones de ahorro popular y de las cooperativas de crédito. Progresivamente se fue liberalizando la capacidad del sistema financiero de tomar créditos en el exterior que, en una primera instancia, fue una posibilidad reservada a las financieras para extenderse luego a los bancos.

El proceso de privatización del sistema financiero chileno avanzó con rapidez. De un control estatal prácticamente total se pasó a un sistema fundamentalmente bajo control privado. A fines de 1978 en la práctica sólo quedaba en el sector público el Banco del Estado, con 41% del patrimonio total del sistema bancario y 22% del crédito total otorgado por el sistema. Las operaciones financieras del área estatal fueron restringidas también mediante las limitaciones al régimen de ahorro popular (SINAP) y los controles sobre su principal instrumento financiero, los valores hipotecarios reajustables. Esto provocó una transferencia importante de fondos a las entidades privadas.

En la experiencia chilena, la política monetaria tendió a controlar inicialmente la expansión de la liquidez. A partir de la programación anticipada del ajuste cambiario, en julio de 1978, y de la progresiva liberalización en el movimiento de fondos externos, la oferta monetaria es crecientemente fijada por la demanda del sistema y sus efectos sobre la tasa de interés y las corrientes de capitales externos. Es decir, el tipo de situación que cabe esperar bajo el enfoque monetario de la balanza de pagos. Sin embargo, como se verá enseguida, las limitaciones todavía existentes para el movimiento de fondos y otras rigideces mantienen las tasas de interés en niveles extremadamente altos.

El control de la expansión del crédito interno se realiza en Chile por tres vías principales: la regulación del déficit del sector público, el redescuento y los requisitos de encaje sobre los depósitos del sistema financiero. En la sección anterior se señaló la drástica reducción del gasto público y del déficit fiscal a partir de 1975. Con base en esta política, el sector público dejó de recurrir al crédito del Banco

21. Inicialmente los requisitos de encaje eran de 20% para las financieras y de 80% para los bancos. Además, las mayores tasas de interés pagadas por las financieras promovieron la transferencia de fondos desde los bancos a las entidades financieras.

Central. En el período 1975-1978, las operaciones del Tesoro actuaron como factor de contracción de la base monetaria²² en el período.²³ La drástica disminución de las operaciones del Estado permitió reducir también el acceso del sector público al crédito del sector bancario y al financiamiento internacional.²⁴ En 1979, del total del incremento de los activos del sistema financiero, 23% correspondía al crédito del sector público. De 1975 a 1978 la deuda pública externa aumentó solamente 16%, por un monto de 688 millones de dólares. Con relación al redescuento del Banco Central a las entidades financieras, se observa que la autoridad monetaria lo utiliza en medida importante para influir en la capacidad de préstamo del sistema. A su vez, los requisitos de encaje se mantuvieron en todo el período en alrededor de 50%.²⁵ De este modo, el multiplicador de crédito, es decir la relación entre M2²⁶ y la base monetaria, es notablemente bajo. De 1974 a 1976 se mantuvo entre 1.11% y 1.16%. En 1977 y 1978 aumentó a 1.39% y 1.78% respectivamente.

Por último, las restricciones a la expansión de la liquidez también se instrumentan por las limitaciones al acceso del crédito externo. Esto es particularmente notable en el caso chileno, vista la ortodoxia liberal del modelo. Según las autoridades competentes, las restricciones se justifican con el fin de evitar una brusca expansión de la liquidez y el incremento de las expectativas inflacionarias.²⁷ Hasta bien entrado 1977, el acceso de Chile al crédito internacional estuvo limitado por las contingencias políticas del país trasandino.²⁸ En octubre de ese año se introdujeron modificaciones en la Ley de Cambios Internacionales con vistas a que el sistema bancario y los grupos privados aumentasen su capacidad de acceso al crédito externo de libre disponibilidad. En diciembre de 1978, se ampliaron aún más estas facultades.²⁹ Otras restricciones al endeudamiento externo radican en los plazos mínimos de los préstamos y en las condiciones para la concesión de avales. De todos modos, la progresiva liberalización al acceso de crédito externo y el régimen cambiario vigente desde julio de 1978, fueron integrando progresivamente el sistema financiero chileno al mercado internacional. En consecuencia, el comportamiento de la oferta monetaria y el ajuste de los pagos internacionales se acerca a lo previsto por el enfoque monetario de la balanza de pagos.

La política monetaria chilena provocó efectos notables

22. El concepto de base monetaria (circulación monetaria más depósitos de las entidades financieras en el banco central) de Argentina corresponde al de "emisión ajustada" en las estadísticas monetarias chilenas, *Chilean Economic Policy*, op. cit., p. 361.

23. R. Zahler, "Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior: el caso chileno, 1975/78", en *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, abril de 1980.

24. El crédito externo al sector público implica una vía indirecta de expansión de la base monetaria a través del movimiento de los activos internacionales del banco central.

25. Este valor corresponde a la relación promedio entre las reservas y el total de depósitos del sistema financiero. No corresponde a los requisitos legales de encaje que difieren por tipo de depósitos.

26. M1 corresponde a los billetes y monedas en poder de los particulares más los depósitos en cuenta corriente. M2 corresponde a M1 más los depósitos a plazo de los particulares, es decir, representa los recursos monetarios privados.

27. S. de Castro, op. cit., p. 282.

28. R. Zahler, op. cit., p. 155.

29. La autorización a los bancos para tomar créditos del exterior fue aumentada de 50% a 215% por ciento de su capital y reservas.

sobre la tasa de interés. La tasa activa (cobrada en la terminología chilena) real,³⁰ fue de 15.9% en 1975, 64.2% en 1976, 57.2% en 1977 y 42.6% en 1978.³¹ El margen (*spread*) entre las tasas activas y pasivas (pagadas en la terminología chilena) alcanzó altos niveles: 33.7, 53.4, 38.5, y 17.6 por ciento en los cuatro años mencionados.³² El elevado *spread* entre las tasas activas y pasivas se explica por los requisitos de encaje y, también, por las elevadas utilidades de los intermediarios financieros. En 1979 las tasas activas y pasivas reales se redujeron a 22 y 5 por ciento, respectivamente.

Las tasas de interés chilenas, en dólares, esto es, deflacionando las tasas nominales por la tasa de devaluación, son también notables a partir de 1976. Las activas fueron las siguientes: 118.53% en 1976, 58.38% en 1977 y 51.10% en 1978. Considerando que la tasa de interés (*prime rate*) en Estados Unidos y en los mercados de euromonedas (Libor) se ubicó en esos tres años en torno de 10% anual, se comprende el alto rendimiento alcanzado en divisas por las colocaciones en la plaza financiera chilena.

Las altas tasas de interés provocaron cambios importantes en la demanda de activos financieros y su composición. Se elevó significativamente la demanda de activos en términos reales y aumentó la importancia relativa de los depósitos a interés dentro de los recursos monetarios privados. El *stock* real de recursos monetarios (M2) aumentó 172% de 1974 a 1978. La monetización de la economía, medida como el coeficiente entre M2 y el PIB a precios constantes, aumentó de 16% en 1974 a 41% en 1978. La velocidad de circulación de los recursos monetarios, definido como la recíproca del coeficiente de monetización, declinó sustancialmente como consecuencia del crecimiento de la demanda del público por la tenencia de activos financieros. Las preferencias del público se desplazaron desde el dinero (M1) a los depósitos a interés. Dentro del total de los recursos monetarios (M2), los depósitos a interés representaban 29% en 1974 y 63% en 1978.

Dado el bajo multiplicador del crédito bancario, la expansión de la oferta monetaria descansó en el crecimiento de la base monetaria y ésta, predominantemente, en el aumento de las reservas internacionales del Banco Central. En el quinquenio 1974-1978, 79% del crecimiento de la base monetaria se originó en el sector externo y 34% en el redescuento del Banco Central al sistema financiero. Las operaciones del sector público actuaron como factor de contracción equivalente a 13% del aumento de la base monetaria en el período. Dentro de la expansión originada en el sector externo, 74% correspondió a las corrientes de capitales del exterior.

El crecimiento de la base monetaria y de los recursos monetarios (M2) en términos nominales, declinó rápidamente. De 1975 a 1978 la tasa de crecimiento anual correspondiente a la base monetaria evolucionó de la siguiente manera: 313, 266, 94 y 56 por ciento. Y la de M2, del siguiente modo: 295, 264, 146 y 99 por ciento. En 1979, los aumentos fueron: base monetaria, 46%; M2, 66%. La rápida

30. Tasa de interés nominal anual vencida para operaciones a 30 días, deflacionada por el índice de precios al consumidor.

31. R. Zahler, op. cit., p. 147.

32. Las tasas pasivas fueron reales positivas en el período considerado, salvo en 1975, en que fueron 17.8% negativas.

disminución de la tasa de expansión de los recursos monetarios puede atribuirse, en parte, a la regulación de la liquidez por las autoridades monetarias. Pero no puede desvincularse este proceso del contexto de la política económica global, en particular de la apertura externa y del control de ciertos costos como los salarios. Las relaciones de causalidad entre la oferta monetaria y el nivel de precios no están aún bien definidas y, aún *chez les monetaristas*, no hay consenso acerca de si la oferta de dinero disminuye cuando se desacelera la tasa de inflación, o viceversa.

■ *Argentina.* Durante el gobierno anterior, la banca no había sido nacionalizada. Sólo se había restablecido una vieja norma implantada en 1946, bajo el primer gobierno peronista, según la cual los bancos eran comitentes del Banco Central que, en definitiva, era el titular de todos los depósitos realizados en el sistema financiero. Aquél, a su vez, orientaba el crédito otorgando a los bancos líneas de redescuento para fines específicos y que, en general, respondían a la participación de cada entidad en la captación de depósitos de todo el sistema. Esta norma fue abolida y el sistema financiero reasumió el control de los depósitos sujeto, claro está, a los requisitos de encaje y otras normas de la autoridad monetaria. A fines de 1976, se liberó la tasa de interés para los depósitos a plazo fijo y los créditos otorgados con estos recursos. A mediados de 1977, al aprobarse la llamada reforma financiera, se liberó la tasa de interés para el conjunto del sistema. Bajo la nueva política, las autoridades fueron más liberales en la concesión de autorizaciones para establecer nuevas entidades. A efectos de igualar las condiciones operativas y tomando en cuenta la aplicación de requisitos de encaje uniformes, se estableció una "cuenta de regulación monetaria". A través de este instrumento, el Banco Central paga una compensación por los depósitos a interés y aplica un cargo por los depósitos a la vista.³³ Progresivamente se fueron liberando las normas para obtención de créditos externos, aunque este proceso sufrió oscilaciones en virtud de los objetivos de las autoridades sobre el crecimiento de la oferta monetaria y de las condiciones cambiantes de la economía.

En Argentina, a diferencia del caso chileno, no se produjo un proceso de privatización del sistema mediante la transferencia de la propiedad de las entidades financieras. La creación de nuevas entidades no alteró la estructura fundamental del sistema, que sigue concentrado en las entidades tradicionales, aun cuando algunos pocos bancos privados han desplazado de las primeras posiciones a los bancos privados más antiguos. Lo que sí ocurrió fue una pérdida de importancia relativa de la banca oficial en el total de las operaciones del sistema financiero. A fines de 1975, los bancos oficiales representaban 50% de los depósitos y 35% de los préstamos de todo el sistema financiero. A fines de 1979, las proporciones habían caído a 34 y 32 por ciento respectivamente.

En noviembre de 1979, la autoridad monetaria introdujo

33. La cuenta fue fuertemente deficitaria mientras el encaje se mantuvo en los altos niveles iniciales (45%) y constituyó un importante factor de expansión de la base monetaria. En el caso chileno, la compensación por el encaje se realizó reduciendo el encaje del mes siguiente por el monto equivalente al interés que correspondía percibir por el encaje mantenido el mes anterior. Esta compensación operó, pues, mediante el multiplicador bancario y no por la expansión de la base monetaria.

un importante cambio de criterio relativo a la garantía de los depósitos. La reforma de 1977 había conservado el tradicional régimen argentino de garantía oficial plena de los depósitos en el sistema financiero. Al liberar simultáneamente la tasa de interés, el público orientó sus preferencias a las entidades que pagaban tasas más altas. Por otra parte, la autoridad monetaria siguió en todo el período una política liberal de autorización de nuevas entidades y de ampliación de sucursales. Esto provocó una considerable dispersión del sistema financiero y el rápido ascenso de algunas entidades que no existían o eran pequeñas hasta poco tiempo antes. A principios de 1980, los dos principales bancos privados figuraban dentro de esa categoría.

Desde fines de 1979, el criterio cambió. En noviembre de ese año la garantía de los depósitos fue reducida a 90%. Esto reflejó el propósito de introducir el elemento seguridad dentro de las preferencias del público lo cual beneficia a la banca oficial, extranjera y a algunas entidades privadas nacionales tradicionales. Simultáneamente con este cambio, arreciaron las versiones sobre dificultades en varias entidades, incluyendo los dos mayores bancos privados y otros bancos de creación reciente que figuraban entre los más importantes. Finalmente, a fines de marzo se procedió a la liquidación del Banco de Intercambio Regional, cuyos depósitos totales superaban los 1 000 millones de dólares. La pérdida de 10% de los fondos depositados para una masa de 300 000 ahorradores y la ausencia total de garantía para depósitos en monedas extranjeras, estimados en 60 millones de dólares, provocaron un violento efecto en la plaza financiera. A tal punto que, días después, la autoridad monetaria prácticamente restableció con carácter retroactivo la norma de garantía plena de los depósitos, incluso el reembolso de los depósitos en moneda extranjera. Simultáneamente, procedió a la intervención de tres bancos vinculados a dos nuevos grupos económicos y otro que se había consolidado en años anteriores. En el momento de escribir este trabajo el sistema está asimilando los efectos de tales decisiones.³⁴ Es claro, sin embargo, que las medidas recientes tenderán a concentrar el sistema financiero en las entidades oficiales, extranjeras y en pocas entidades privadas tradicionales. Es claro, también, que el Gobierno ha decidido cortar decisivamente toda tentativa de nuevos grupos económicos de utilizar el sistema financiero como instrumento de su expansión.

La política monetaria argentina difiere en varios aspectos importantes de la experiencia chilena. En relación con la base monetaria se observa una semejanza en la importancia del sector externo como fuente de expansión y en la ausencia de crédito al Tesoro (aunque no contracción, como en el caso chileno). En cambio, el redescuento a las entidades financieras fue hasta ahora prácticamente inexistente mientras que la llamada "cuenta de regulación monetaria" tuvo un papel importante en tanto prevalecieron altos requisitos de encaje. Entre diciembre de 1976 y el mismo mes de 1979, 72% de la expansión bruta de la oferta monetaria correspondió al sector externo y 22% a la cuenta de regulación monetaria.

Aun cuando el sector público tiene acceso al crédito del Banco Central, sus necesidades de financiamiento son impor-

34. A. Ferrer, "Consecuencias de la liquidación del BIR" y "Consecuencias de las medidas financieras", en *Ambito financiero*, Buenos Aires, 11 de abril y 30 de mayo de 1980, respectivamente.

tantes y esto influye en la política monetaria global. Es decir, en la medida en que se pretende evitar una restricción severa del crédito, debe permitirse una expansión suficiente de la liquidez para que el crédito al sector público no presione al alza la tasa de interés. De 1976 a 1979, el crédito al sector público representó alrededor de 20% de la expansión del crédito interno. Además, el Estado y sus empresas han acudido intensamente al crédito internacional. En aquellos cuatro años, la deuda pública aumentó en alrededor de 3 300 millones de dólares. Los requisitos de encaje declinaron progresivamente de 45 a 11 por ciento a principios de 1980. A diferencia del caso chileno, el encaje es similar para los depósitos a la vista y a interés.³⁵ Las autoridades monetarias han utilizado los requisitos de encaje como un instrumento clave de la expansión del crédito interno mediante el incremento del multiplicador. La relación entre M2 y la base monetaria pasó de 1.4% en agosto de 1977 a 4.5% en marzo de 1980.

En cuanto al acceso del crédito externo existen restricciones menos severas que en el caso chileno. El Banco Central ha utilizado sobre todo el plazo mínimo para regular el flujo de fondos externos de libre disponibilidad. Hasta mediados de julio de 1980 sólo podían tomarse créditos del exterior a más de un año de plazo. Desde entonces se eliminó esta restricción. No existen límites vinculados al crédito externo y su relación con el capital y reserva de las entidades financieras, pero los recursos que éstas obtengan por esa vía sólo pueden utilizarse para otorgar préstamos en divisas y para operaciones de comercio exterior. El régimen de avales es liberal y ha sido utilizado para facilitar el acceso de las empresas privadas al crédito externo. De 1976 a 1979, la deuda externa del sector privado aumentó 6 100 millones de dólares.

Desde fines de 1978 se aplica un régimen de ajustes anticipados del tipo de cambio. Aún antes, bajo un régimen de tipo fluctuante, el tipo de cambio estaba suficientemente determinado como para permitir que la tasa de interés y los movimientos de capital externo ajustaran la oferta de liquidez a la demanda de activos financieros de los sectores privado y público. En este contexto, como cabe esperar bajo el enfoque monetario de la balanza de pagos, se opera con un régimen de dinero pasivo en que las autoridades monetarias tienen poco control sobre el nivel de la oferta monetaria. La mayor liberalidad con relación a la corriente de fondos externos, la reducción de los requisitos de encaje y las demandas de financiamiento del sector público son las principales razones que explican el menor rigor de la política monetaria argentina con relación a la chilena.

Así se explica, también, el distinto comportamiento de la tasa de interés. Con la excepción de breves períodos a principios de 1976, fines de 1977, fines de 1979 y principios de 1980, las tasas pasivas de interés fueron siempre negativas. Generalmente, también lo fueron las tasas activas. Las tasas anuales pasivas reales para depósitos a 30 días fueron las

siguientes: 3% en 1977, -13% en 1978 y -12% en 1979. Y las activas, 12.8 y 4 por ciento, respectivamente.³⁶ Esto marca una diferencia notable entre las dos experiencias. En cuanto a las tasas en divisas, la revaluación del peso que comienza a principios de 1978 permitió altos rendimientos coincidentemente con tasas internas pasivas. Considerando la devaluación del peso, se observa que en 1978 la tasa de interés en dólares fue de 13% para las pasivas y de 20% para las activas. En 1979, los valores fueron 33 y 44 por ciento, respectivamente. Como en el caso chileno, el acceso al crédito externo implica una ventaja considerable frente a las fuentes alternativas de financiamiento interno.

Los márgenes (*spread*) entre las tasas activas y pasivas son mucho menores en Argentina por los diferentes requisitos de encaje y, probablemente, por inferiores tasas de beneficio de las entidades financieras. En el período considerado el *spread* fue del orden de 20% anual.

El comportamiento de la tasa de interés y, sobre todo, el alto rendimiento en divisas de las colocaciones financieras en la plaza financiera argentina,³⁷ aumentó la demanda de activos financieros y la monetización de la economía. El punto más bajo de la relación M2/PIB se alcanzó antes del inicio de la actual experiencia, primer trimestre de 1976, con 9.3%. El coeficiente fue aumentando progresivamente hasta alcanzar 22% a fines de 1977, valor que se mantiene aproximadamente desde entonces. No se han recuperado aún los niveles de monetización existentes antes del descalabro final del último gobierno peronista. Medido como la recíproca del coeficiente de monetización, se observa que la velocidad de circulación de los activos monetarios declinó moderadamente en el período.

La composición de los activos financieros experimentó cambios importantes. Los depósitos a la vista y los billetes y monedas en poder del público (M1), que representaban 2/3 del M2 en 1976, declinaron a menos de 30% en la actualidad. Obviamente, los depósitos a interés experimentaron una evolución inversa.

Los principales agregados monetarios experimentaron un sostenido crecimiento en todo el período. En el cuatrienio 1976-1979, la base monetaria aumentó de las siguiente manera: 342, 234, 103 y 90 por ciento. Y M2 del siguiente modo: 332, 243, 186 y 190 por ciento. En comparación con el caso chileno, se observan dos diferencias importantes. Primero, la menor desaceleración de la expansión monetaria; segundo, la mayor desaceleración de la base monetaria que de M2, debido al papel desempeñado por el multiplicador de crédito.

La persistencia de altas tasas de inflación en Argentina no puede explicarse sólo por la mayor tasa de expansión de la oferta monetaria. En todo caso, ésta tuvo un papel pasivo en un contexto de lenta apertura externa y sostenidas presiones para recuperar los perfiles tradicionales de distribución del ingreso. Esto último marca una diferencia importante en el plano "real" entre las dos experiencias. □

35. Cuando existen diferentes requisitos de encaje, el desplazamiento de fondos de un tipo de depósito a otros influye en el multiplicador de crédito. En el caso argentino, la fijación de encajes iguales para todo tipo de depósito tuvo el propósito de evitar esos cambios no controlables del multiplicador. Dada esta decisión, la cuenta de regulación monetaria fue el instrumento utilizado para poner en pie de igualdad a todos los intermediarios financieros en cuanto al costo de captación de sus fondos.

36. El signo positivo de la tasa real de interés en 1977 obedece al fuerte aumento de las tasas nominales a partir de septiembre de ese año.

37. Aunque la tasa de interés interna pasiva sea negativa, una tasa atractiva en divisas estimula la tenencia de activos en pesos.