

El tratamiento de las políticas de ajuste del FMI puede realizarse desde múltiples perspectivas. La que se ha elegido en este trabajo consiste en referir el análisis a las políticas que el FMI exige, bajo condicionalidad, para el acceso a sus líneas de crédito, a los países miembros. Esta aproximación al tema hace necesarias dos puntualizaciones antes de entrar en el contenido del artículo: 1.^a Que no se pretende describir ni los trámites ni los detalles a que responde el proceso administrativo seguido por los países que solicitan las facilidades crediticias del FMI (1). Nuestra preocupación será la referencia a los contenidos de las políticas económicas exigidas por el FMI, no a la tramitación administrativa de las financiaciones por él facilitadas. 2.^a Debe afirmarse que son obvias las limitaciones existentes para obtener conclusiones probadas y definitivas sobre las posibilidades de las políticas de ajuste con la aproximación a la que responde este trabajo. Esta advertencia es necesaria puesto que parecería, en principio, que teniendo en cuenta, por un lado, el número de países de distinto desarrollo y con diferentes problemas de ajuste que en un momento dado están llevando a cabo programas económicos bajo los auspicios del FMI y, por otro, la base de datos históricos acumulados en los casi cuarenta años de vida de la Institución, el FMI debería ser una fuente de información fundamental para establecer regularidades empíricas sobre las posibilidades y limitaciones de la política macroeconómica a corto plazo. Desgraciadamente, una amplia gama de factores, entre los que destacan las normas existentes sobre la confidencialidad de la información

LAS POLITICAS DE AJUSTE DEL FMI

El objeto de este artículo, escrito por **José Luis Feito**, Director Ejecutivo Alterno del FMI, es describir las políticas económicas que el FMI suele exigir a los países que solicitan préstamos a dicha institución. Para conseguir ese propósito, la preocupación principal de este trabajo será la de tratar de identificar la función-objetivo subyacente en las políticas exigidas por el FMI, así como la combinación de instrumentos de política económica y los factores que determinan la intensidad relativa con que cada una de ellas se utiliza en el período de ajuste contemplado por el programa. Debe advertirse asimismo que no se desperdiciará la oportunidad de hacer algunos comentarios generales sobre distintos aspectos de la política económica, aun cuando no estén directamente vinculados a los programas del FMI.

El contenido del artículo se ordena en tres secciones y un Apéndice. En la primera sección se analizan aquellas características del desequilibrio económico que determinan la importancia relativa de las medidas de control de la demanda agregada y de las acciones encaminadas a expandir la oferta agregada en la confección de un programa

manejada por el FMI, han impedido que se efectúe el análisis estadístico que sería necesario para contrastar y cuantificar eficazmente muchas de las hipótesis sugeridas por la teoría de la política económica a corto plazo. Ejemplos de relaciones que están aún esperando ser analizadas cuantitativamente de forma rigurosa son: 1) el impacto a corto plazo de la contracción monetaria, exigida habitualmente por los programas del FMI, sobre los volúmenes de producción y los niveles de precios y de la balanza de pagos; 2) el distinto impacto que una mayor concentración de la contracción monetaria en el sector público o en el sector privado pueda ejercer sobre los niveles

de precios y la balanza de pagos y sobre el volumen de producción alcanzados al final del programa; 3) los determinantes que regulan la proporción en que una devaluación nominal se convierte en una devaluación efectiva en términos reales; 4) la influencia que pueda tener el tamaño relativo del sector de bienes comerciados y el nivel de las restricciones existentes a la integración de los mercados de bienes de la economía con el resto del mundo, en el impacto de la contracción monetaria sobre precios, producción y balanza de pagos; 5) de forma análoga, la influencia ejercida por el nivel de desarrollo del sistema financiero y los controles existentes a los movimientos

de ajuste. Toda política económica contiene una variada gama de medidas que afectan, con mayor o menor intensidad, a los dos lados de los mercados; sólo el recurso a la convención analítica permite identificar unas medidas como orientadas a controlar los movimientos de la demanda y otras destinadas a expandir la oferta agregada. Aquí se recurre a esta útil ficción analítica para describir, en primer lugar, las características esenciales de un programa del FMI centrado en controlar la evolución del gasto agregado a lo largo de un período en el cual la oferta agregada en términos reales se puede considerar exógenamente dada (Sección II); en segundo lugar (Sección III), se consideran los elementos básicos de una política destinada a expandir el ritmo de crecimiento de la oferta agregada en términos reales, suponiendo que la demanda agregada se gestiona de la forma adecuada para que su evolución sea compatible con la de la oferta. Es evidente que los programas del FMI comprenderán elementos de ambas políticas. Por ello, en la sección final se prescinde de la ficción anterior para considerar algunos aspectos globales de los programas de ajuste que se olvidan con cierta frecuencia, aun cuando de la comprensión y control de ellos depende, en buena medida, el éxito de las políticas de ajuste. El trabajo incluye al final un Apéndice que pretende suministrar una *guía elemental* de las distintas facilidades financieras o líneas de crédito potencialmente abiertas en el FMI a los países miembros de dicha Institución.

de capital sobre el impacto final de la contracción monetaria. La ausencia de información cuantitativa precisa sobre las relaciones anteriores aconseja elucidar la cuestión del éxito o fracaso relativo de los programas del FMI para alcanzar los objetivos establecidos en sus programas. A este respecto, se puede decir únicamente que los programas del FMI suelen alcanzar los objetivos especificados para la balanza de pagos, mientras que, frecuentemente, la tasa de inflación y el nivel de renta real quedan por debajo del rango de valores contemplado en el programa. A lo largo del artículo se sugieren algunas explicaciones de este sesgo hacia la consecución del equi-

librio externo que se puede observar en los procesos de ajuste orientados por el FMI.

I. LA NATURALEZA DEL DESEQUILIBRIO ECONOMICO

El movimiento de un sistema macroeconómico en el transcurso de un cierto período de tiempo se habrá caracterizado por acercarse a la zona equilibrio o por alejarse de ella. Supongamos que la economía venía adentrándose en la zona de equilibrio hasta que, en el último período, por causas que queremos averiguar, invirtió el sentido de su movimiento y se situó fuera

de dicha zona. Esta economía, que se puede representar de forma simplificada por un bien compuesto, que recoge el valor añadido por el conjunto de sectores productores de bienes y servicios, y por un activo financiero agregado, compitiendo ambos con bienes y activos semejantes producidos en el resto del mundo, reflejará su desequilibrio en indicadores internos y en sus relaciones económicas con el resto del mundo. El movimiento de este sistema macroeconómico simple en el transcurso del período a lo largo del cual se ha producido el desequilibrio se puede expresar, aproximadamente, por la siguiente identidad:

$$\dot{p} + (B\dot{C}C) b = (\dot{A}) a - \dot{y} \quad (i)$$

Donde \dot{p} sería el ritmo de variación de los precios internos en el período, $B\dot{C}C$ sería el ritmo de variación del déficit de la balanza de pagos de bienes y servicios en el período, b sería la razón entre el nivel de dicha balanza y el producto interno nominal al inicio del período, \dot{A} sería el ritmo de variación de la demanda nominal interior de bienes y servicios, a la razón entre el nivel de dicha demanda y el producto nominal al inicio del período e \dot{y} el ritmo de variación del producto interior en términos reales (2). Como se ha dicho, esta economía se desplazaba a lo largo de una senda de equilibrio hasta el período representado en la expresión (i). En el decurso de este período, el diferencial entre el ritmo de crecimiento de la demanda nominal interior (\dot{A}) y el de la oferta interior en términos reales (\dot{y}) ha aumentado de tal forma que los niveles de precios resultantes están muy alejados de los prevalecientes en los mercados

internacionales, y la situación alcanzada por la balanza de pagos por cuenta corriente no es sostenible en el próximo período; la economía debe someterse a un proceso de ajuste. Los posibles componentes de este proceso se describen en las próximas secciones. Antes de ello, sin embargo, conviene demorarse en considerar dos aspectos de este desequilibrio económico. En primer lugar, se deben indagar las posibles causas del crecimiento del diferencial entre el crecimiento del gasto nominal y el de la producción en términos reales; en segundo lugar, es importante analizar si el aumento del diferencial entre el ritmo de crecimiento de la demanda nominal y el de la oferta agregada en términos reales se debe a factores de índole temporal o, por el contrario, estos factores tienen carácter permanente.

La divergencia entre las tasas de crecimiento de la demanda nominal interna y la oferta agregada en términos reales puede deberse a una aceleración de la primera, por encima de su velocidad de equilibrio, a una caída de la segunda o a una combinación de ambos fenómenos. La duración del período de ajuste y las características del programa de política económica, destinado a restablecer el equilibrio en las cuentas exteriores y reducir las tensiones inflacionistas, dependerán de la influencia ejercida por uno y otro factor en dichos desequilibrios. Ocurrirá con frecuencia que uno y otro factor estén interrelacionados y sea difícil dirimir las responsabilidades de uno y otro. En otras ocasiones, sin embargo, será posible descifrar el origen de las perturbaciones. Por lo general, la aceleración del

gasto o demanda interna en términos nominales suele ser debida a factores monetarios, mientras que la desaceleración en el crecimiento de la producción suele tener su origen en desajustes en el sector real de la economía. Consideremos, para facilitar la exposición, dos situaciones extremas. Una en la cual los problemas de precios y balanza de pagos tienen su origen causal en la aceleración de la tasa de crecimiento de la demanda nominal interna, y otra en la cual se deben a la caída del flujo de bienes y servicios producidos por unidad de demanda nominal. Ambos casos dan lugar a un exceso de demanda agregada en el mercado de bienes y a un exceso de oferta en el mercado de dinero, pero mientras que en el primero de ellos el exceso de oferta en el mercado de dinero habrá sido normalmente el factor causal, en el segundo es el resultado de una oferta monetaria que se ha adaptado pasivamente al desequilibrio del sector real.

La aceleración del gasto interno nominal suele ser ocasionada, en el caso de los países que recurren a la financiación del FMI, por una aceleración de la tasa de crecimiento del déficit público acompañada por una aceleración del crecimiento del endeudamiento del sector público con el sistema monetario interno y externo. La política económica adecuada para tratar este tipo de situaciones debe situar la tasa de crecimiento de la demanda nominal interna en la senda de evolución compatible con el crecimiento de la oferta agregada, manipulando esencialmente los instrumentos de gestión de la demanda agregada. Esto quiere decir que se deben determinar los límites de

financiación monetaria del sector público y de expansión monetaria global que sean compatibles con los objetivos de precios y balanza de pagos deseados. Si el desequilibrio de la economía tiene su origen en el crecimiento del gasto nominal interno, no se conseguirá ningún equilibrio duradero congelando precios o salarios, o manipulando cualquier otro factor de la oferta agregada, mientras la política de demanda continúe permitiendo o fomentando las fuentes que alimentan el desequilibrio.

El crecimiento del diferencial mencionado se puede también deber a la acumulación de distorsiones en la asignación de recursos, que han ido disminuyendo la eficacia productiva de dichos recursos e induciendo una composición sectorial de la producción interior cada vez más alejada de la demanda, con la consiguiente presión sobre los precios y la balanza de pagos. Puede también ocurrir que la tasa de crecimiento de los salarios reales haya superado la productividad de los recursos laborales, reduciendo el volumen de oferta agregada y elevando los niveles de absorción de la economía, o un deterioro de la relación real de intercambio ha podido ocasionar una caída en el flujo real de bienes y servicios producidos internamente y un aumento en la propensión a generar un déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente de la economía. Los fenómenos de la inflación y los desequilibrios exteriores se pueden denominar monetarios en el sentido de que siempre existirá una tasa de expansión monetaria que hará desaparecer las presiones inflacionistas y el desajuste de la balanza de pagos.

Sin embargo, en la medida en que estos desajustes tengan su origen en el sector real de la economía, como algunos de los casos mencionados, el equilibrio así conseguido no será estable. Por ejemplo, en una economía caracterizada por una tasa de inflación excesiva, un déficit considerable de la balanza de pagos por cuenta corriente y niveles de salario real muy por encima de la productividad que tendría el factor trabajo si hubiera pleno empleo, existirá una tasa de expansión de la cantidad de dinero que resuelva los dos primeros problemas mencionados; pero sólo si la tasa de crecimiento de los salarios monetarios desciende en proporción a la desaceleración del crecimiento de la cantidad de dinero, el equilibrio así conseguido será estable. Si la distorsión en el mercado de trabajo no se corrige y la evolución de los salarios monetarios está por encima de la necesaria para mantener los niveles de empleo y competitividad ante el exterior de la economía, se producirán niveles de desempleo que, a través de su impacto presupuestario, tenderán a inducir crecimientos de la masa monetaria incompatibles con la estabilidad de precios y el equilibrio de la balanza de pagos.

El segundo elemento que debe tenerse en cuenta en el análisis del desequilibrio es el carácter transitorio o permanente de la perturbación que lo ha provocado. En buena medida, este elemento está incorporado en el analizado anteriormente. En principio, una aceleración de la demanda nominal interna deberá ser reversible en un período de tiempo razonablemente corto; *a priori*, es factible contrarrestar una aceleración del gas-

to nominal interno moviendo en sentido opuesto los resortes que la ocasionaron. Los desajustes en el sector real o estructurales, por el contrario, suelen tener un carácter permanente y exigen un período de tiempo más dilatado para su solución. Si estos rasgos se presentaran de forma general, sería aconsejable diseñar programas a corto plazo para los desequilibrios inducidos por tasas excesivas de crecimiento de la demanda nominal interna y a plazo más largo cuando las causas del desequilibrio se encuentran en la estructura del sector real de la economía. Sin duda, habrá excepciones a esta asignación de programas. Por ejemplo, el desequilibrio de la economía se ha podido deber a una caída temporal en la relación real de intercambio o a un aumento súbito de los salarios reales susceptible de corrección a corto plazo. Por otro lado, una desaceleración significativa de la tasa de crecimiento de la demanda nominal interna puede involucrar costes sociales o políticos inaceptables y exigir un período de tiempo considerable para que el ajuste necesario se lleve a cabo.

El tipo de distinciones consideradas en esta sección pertenece a una categoría de proposiciones de fácil enunciación y de difícil aplicación práctica. Además, aun cuando fuera posible identificar con precisión los desequilibrios que requieren un proceso de ajuste dilatado, puede ocurrir que el país se vea forzado a reducir el período de ajuste y variar la intensidad relativa de sus políticas porque no obtenga la financiación exterior necesaria para efectuar aquel proceso. El ejercicio de identificar la naturaleza del de-

sequilibrio, sin embargo, se debe hacer y no está desprovisto de utilidad. Incluso en estos casos, en los que el país está sometido a una restricción de recursos exteriores, suele existir alguna posibilidad de desplazar la restricción marginalmente si la estructura del proceso de ajuste es la óptima para corregir los desequilibrios existentes.

II. LA GESTION DE LA DEMANDA AGREGADA

Un programa de política económica se puede representar analógicamente como un proceso de optimización de una función de utilidad en la que aparecen como argumentos, con mayor o menor ponderación, los indicadores de los distintos desequilibrios macroeconómicos que se pretende corregir. El proceso estará constreñido por las relaciones que vinculan los instrumentos de política económica disponibles con las variables que representan los desequilibrios de la economía; estas relaciones, a su vez, dependen de los valores de ciertas magnitudes, como las que reflejan el estado de la economía internacional, que son independientes de la economía analizada (3). La política de gestión de la demanda agregada implícita en los programas del FMI se puede analizar con referencia a este esquema.

Como se ha mencionado anteriormente, los desequilibrios de la economía se reflejarán en una estructura de balanza de pagos insostenible en el próximo período y en una cierta tasa de inflación, efectos estos resultantes de un ritmo de crecimiento de la demanda nominal

interna incompatible con el de la producción en términos reales. En estas circunstancias, el país se ve obligado a recurrir a la financiación del FMI y a instrumentar un programa de ajuste. Lo primero que se debe señalar es que la solicitud del préstamo del FMI y la aceptación de sus políticas se deben sistemáticamente al estado alcanzado por el primero de aquellos desequilibrios y no necesariamente al estado del desequilibrio interno. Casi siempre que la tasa de inflación del país supere la existente en sus principales competidores en los mercados internacionales, estará presente el desequilibrio de la balanza de pagos. Sin embargo, si el déficit de balanza de pagos se puede continuar financiando por un período más, el país no recurrirá normalmente al FMI, aun cuando la tasa de inflación estuviera muy por encima de la del resto del mundo. Las dimensiones del desequilibrio exterior de los países que acceden al FMI suelen ser críticas. Es por ello por lo que, con frecuencia, los programas de política económica del FMI se concentran en reducir el déficit de la balanza de pagos a niveles sostenibles, subordinando otras consideraciones a la consecución de este objetivo. Esto no quiere decir que no se reconozca que un equilibrio estable exige tanto el equilibrio externo como el interno. En el proceso de transición hacia esta posición estable, no obstante, se pueden considerar distintas prioridades y ritmos de ajuste en los sectores externo e interno. Así ocurre normalmente que, de la combinación de efectos que se pueden derivar de una política encaminada a reducir la tasa de crecimiento de la demanda nominal interna, los programas del FMI tienden a pro-

mover aquellos de mayor y más rápido impacto sobre el desequilibrio exterior. O dicho en otras palabras, una vez fijado el nivel sostenible del déficit de la balanza de pagos al cual se tiene que ajustar la economía considerada, queda determinada la tasa de crecimiento de la demanda nominal interna. Una función objetivo de este tipo, con un solo argumento dado por la diferencia entre el nivel actual del déficit de balanza de pagos y el que se considera sostenible, determina automáticamente también la elección óptima de instrumentos de política económica.

Las relaciones teóricas entre la balanza de pagos, el nivel del gasto nominal interno y la cantidad de dinero —de forma más general, las interdependencias entre los mercados de bienes y de activos financieros en las economías abiertas— han sido profusamente estudiadas y explicadas en la literatura correspondiente y no es necesario mencionarlas de nuevo (4). El conjunto de esquemas y modelos existentes para interpretar esas relaciones se denomina, a veces, enfoque monetario de balanza de pagos, aunque, en otras ocasiones, se utiliza esta etiqueta para identificar sólo a un subconjunto de aquel total y a una cierta familia de proposiciones de política económica. La programación financiera del FMI, cuyo desarrollo generó algunas de las ideas seminales de dicho enfoque, interpretado en el primero de los dos sentidos mencionados, es compatible con cualquier estructura analítica y sistema de política económica que respete al menos los dos siguientes postulados. El más importante de ellos es la existencia de una función de deman-

da de dinero estable y bien definida a partir de un número reducido de variables. El segundo se refiere a la naturaleza endógena de la cantidad de dinero en economías abiertas. Los programas de política económica iniciales del FMI, que tuvieron lugar en las pequeñas y muy abiertas economías centroamericanas, pusieron rápidamente de manifiesto la naturaleza endógena de la cantidad de dinero, como quiera que ésta se defina. En ese tipo de economías, la autoridad monetaria sólo tiene control sobre la distribución del *stock* de dinero entre activos externos e internos del sistema monetario. Obviamente, esta proposición es más cierta, y se verifica en un período de tiempo más breve, en el caso de aquellas pequeñas economías abiertas operando bajo un régimen de tipo de cambio fijo que en el caso de otros países menos integrados en la economía internacional y de otros tiempos con regímenes cambiarios más flexibles. Aun en este último caso se debe tener en cuenta, sin embargo, esa restricción al formular la política monetaria ya que, normalmente, al tipo de cambio no se le permite reaccionar con la flexibilidad suficiente para invalidarla y el desarrollo de los mercados internacionales de capital ha mermado considerablemente la capacidad de los distintos países de aislarse del ciclo económico internacional (5). Una derivación de estos postulados es la ventaja comparativa de utilizar el crédito interno, en lugar de otras posibles variables instrumentales a la disposición de la autoridad monetaria, para conseguir los objetivos deseados de balanza de pagos. Al fijar un objetivo o límite máximo al flujo de crédito interno (ΔCR), se ase-

gura que el aumento de la cantidad de dinero (ΔM) tendrá el sentido adecuado para orientar la estructura de la balanza de pagos (ΔR) hacia la zona de valores buscados ($\Delta \bar{R}$). Por ejemplo, las reducciones del ritmo de variación de los activos externos (menores ΔR), inducirán menores ritmos de variación de la cantidad de dinero ($\Delta M = \Delta \bar{CR} + \Delta R$), que a su vez tenderán a aumentar el ritmo de variación de los activos externos aproximándolos al objetivo deseado [$(\Delta \bar{R} - \Delta R) = F'(\Delta M)$, $F' > 0$].

El esquema anterior suministra el molde al cual se debe adaptar la política fiscal. La acción fiscal se determina por la imposición de un límite a la financiación monetaria del sector público. Esto suele suponer invertir el proceso de determinación de la política fiscal del país representativo cuyas autoridades diseñan habitualmente primero el presupuesto e imponen, con ello, un ritmo mínimo de expansión de los activos internos a la autoridad monetaria.

Los programas del FMI contienen sistemáticamente, no sólo un límite al flujo de expansión del crédito interno total ($\Delta \bar{CR}$), sino también el límite máximo permisible al flujo de crédito al sector público ($\Delta \bar{CRP}$), con el suministro que de ello se derive de crédito al sector privado ($\Delta \bar{CRI}$). La determinación del límite a la financiación monetaria del sector público dependería idealmente de la responsabilidad relativa ejercida por el desequilibrio fiscal en el desajuste de la economía. Los países de referencia presentan casi siempre déficit fiscales en proporción al producto interior considerables, acelerándose simultánea-

mente con el déficit de la balanza de pagos en proporción a dicho producto, en el período inmediato a la adopción del programa del FMI. A ello se debe que estos programas comprendan un objetivo para la proporción del producto nominal representado por el déficit del sector público. El numerador de esta proporción, el objetivo que debe cumplir la política fiscal del programa, viene dado esencialmente por el límite que se fije a la expansión de crédito interno al sector público. Esto es así porque la aceleración del crecimiento del déficit fiscal producida en estos países lleva consigo, normalmente, un aumento en la proporción representada por la financiación monetaria del déficit, situándola cerca de la unidad. En la práctica, este límite fiscal se determina según la capacidad relativa de los sectores público y privado para soportar el peso del ajuste monetario global comprendido en el programa. Los programas del FMI tienden a concretar el peso de este ajuste en el sector público porque el sector privado de los usuarios típicos de estos programas suele ser excesivamente dependiente del crédito bancario para adquirir los flujos de servicios productivos necesarios para llevar adelante la producción. Esto es, la reacción temporal de los flujos de oferta en términos reales es menos negativa, su elasticidad algebraica es menor, ante reducciones de la tasa de expansión de crédito al sector privado que ante reducciones del ritmo de expansión crediticia al sector público. La política fiscal debe manipular el gasto público o los mecanismos impositivos, de nuevo, idealmente según su responsabilidad relativa en el desequilibrio fiscal y, práctica-

mente, según la eficacia comparativa de uno y otro instrumento en el horizonte temporal contemplado por el programa para situar los requerimientos de financiación del presupuesto dentro de los límites del programa de ajuste.

Las relaciones mencionadas entre la función objetivo de los programas de gestión de demanda del FMI y la intensidad con que se deben utilizar los instrumentos de política para una economía simple del tipo mencionado en la sección anterior se pueden representar de forma simplificada por el siguiente esquema. Los símbolos utilizados son: M (cantidad total de dinero), R (volumen de reservas exteriores), CR (volumen de activos internos), M^d (cantidad de dinero demandada en términos nominales), m^d (cantidad de dinero demandada en términos reales), p (nivel de precios internos), y (nivel de producción interior en términos reales), π_e (tasa esperada de inflación), ΔK (entradas netas de capital), η_y , η_{π_e} (elasticidades renta e inflación esperada, respectivamente, de la demanda de dinero en términos reales) y BP (déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente). Un punto sobre una variable denota su ritmo proporcional de variación en el período y el signo Δ indican la expansión, en el período, del *stock* correspondiente.

El objetivo del programa es maximizar una función del tipo

$$U = - (BP - \bar{BP})^2 \quad [1]$$

El problema de política económica que se desea ilustrar consiste en determinar la expansión del crédito interno que maximiza la función objetivo. Para los fines expositivos de

este ejercicio, basta con analizar el mercado monetario y suponer que reacciona instantáneamente a cualquier desequilibrio:

$$M = R + CR; \quad \Delta M = \Delta R + \Delta CR; \\ \Delta M = \Delta K - BP + \Delta CR \quad [2]$$

$$M^d = p \cdot m^d (y, \pi_e); \\ \Delta M^d = M^d [\dot{p} + (\dot{y}\eta_y - \dot{\pi}_e \eta_{\pi_e})] \quad [3] \\ M = M^d; \quad \Delta M = \Delta M^d \quad [4]$$

Despejando BP en la tercera expresión considerada en [2]

$$BP = \Delta K + \Delta CR - \Delta M$$

Sustituyendo según [4] ΔM por ΔM^d

$$BP = \Delta K + \Delta CR - M^d \\ [\dot{p} + (\dot{y}\eta_y - \dot{\pi}_e \eta_{\pi_e})] \quad [5]$$

En un modelo completo, con las ecuaciones representativas del equilibrio en el mercado de bienes que determinan \dot{p} y siendo \dot{y} , $\dot{\pi}_e$, M^d , ΔK variables exógenas, la expresión [5] es una ecuación con dos incógnitas, BP y ΔCR . El siguiente paso es sustituir BP por su valor objetivo (\overline{BP} en [1]), lo que permite determinar la utilización óptima de la variable instrumental, ΔCR .

La única pretensión del esquema anterior es identificar los elementos esenciales en el proceso de programación financiera del FMI. Una función objetivo del tipo [1], donde no tienen cabida el ritmo de inflación o la renta real, permite una notable simplificación en la programación de la política económica. La exigencia de compatibilidad entre la política fiscal y la monetaria se podría representar por una sexta ecuación que desglosara ΔCR . De esta forma, quizá excesivamente simple, se han determinado los componentes esenciales de un programa financiero a corto plazo del FMI. Estos elementos son un límite a la expansión de

crédito interno, un límite a la expansión de crédito al sector público y, dependiendo del peso de la financiación monetaria en la restricción presupuestaria del sector público, un objetivo para la razón del déficit fiscal al producto interno. El esquema anterior se podría extender fácilmente para incorporar otros instrumentos de política económica, como el tipo de cambio u otros argumentos en la función objetivo del programador de la política. La política de tipo de cambio es más conveniente considerarla en el epígrafe siguiente por razones que allí se harán obvias. En lo que concierne a la introducción de otros argumentos en la función objetivo, sin embargo, [1] representa fielmente la guía que orienta el ritmo y las características del proceso de ajuste en los programas a corto plazo del FMI. Finalmente, se debe decir que la función objetivo y el uso de instrumentos de los programas del FMI están sometidos a una restricción que se deriva de las características administrativas que regulan la concesión de recursos de esta Institución. El FMI facilita préstamos escalonados en dos o tres fases. Para obtener los recursos financieros, el país debe demostrar que está cumpliendo efectivamente las medidas impuestas por el FMI. El FMI, por tanto, se vio obligado a concebir medidas de política económica cuyo cumplimiento se pudiera seguir puntualmente. Las series estadísticas sobre el sector monetario y sobre la balanza de pagos son, generalmente, las mejor desarrolladas y las de más puntual elaboración. De hecho, el origen del enfoque monetario de balanza de pagos se debe, en buena medida, a la observación simultánea de esas dos series

y a la necesidad de vincular los movimientos de una y otra. La elección de instrumentos de política económica en los programas del FMI está sometida a esta restricción: debe ser posible disponer de información precisa y puntual sobre el estado de las variables instrumentales a fin de dirimir si el país puede girar la siguiente porción del préstamo total que se le concedió (6).

III. POLITICAS ENCAMINADAS A MOVILIZAR LA OFERTA AGREGADA

A un nivel dado de la demanda nominal, el flujo de bienes y servicios ofrecidos por la economía aumentará con el grado de utilización de los recursos en relación con su capacidad productiva, y con la eficacia con que son utilizados. Por otro lado, la capacidad de ofrecer un cierto flujo de bienes y servicios en cada periodo, aumentará con el crecimiento de la cantidad de factores productivos y con el crecimiento de su calidad, que se reflejará en la mayor productividad derivada de su utilización. Por tanto, los distintos instrumentos que cabría englobar bajo la categoría de la política de oferta agregada se podrían clasificar según estuvieran encaminados a aumentar el grado de utilización de los recursos, mejorar la asignación de recursos entre las distintas actividades, fomentar el crecimiento de la capacidad potencial de la producción o aumentar la tasa de crecimiento de la productividad de los recursos. Se supone, en consonancia estricta con la realidad, que la econo-

mía que va a instrumentar el programa del FMI está plagada por una serie de distorsiones cuya eliminación o corrección permitirá fomentar la oferta agregada de la economía a través de cualquiera de esos canales. La mayor parte de las acciones de política económica que se puedan considerar aquí, transmitirían sus efectos hacia la oferta agregada, con un cierto grado de intensidad y en un momento u otro del tiempo, por todos los canales mencionados. Por ello, en lugar de ordenar las políticas instrumentadas por el FMI según esa clasificación, es preferible enumerar aquellas acciones de política que con más frecuencia aparecen en los programas de esta institución. Todas estas políticas se podrían calificar apresuradamente diciendo que buscan reducir las disparidades entre el precio vigente en mercados, tanto de bienes como de factores, intervenidos en un grado u otro por el sector público, y el precio que existiría si el mecanismo de mercado funcionara con menos obstrucciones. Cabría, quizá, presentar estas medidas según vengan referidas a mercados específicos de bienes y servicios o a los principales macromercados donde se determinan el salario, los tipos de interés y el tipo de cambio.

Muchos de los países que solicitan los recursos del FMI e instrumentan sus programas, especialmente los menos desarrollados, se caracterizan por los obstáculos existentes al desarrollo de la capacidad productiva del sector agrícola. Ocurre con frecuencia en estos países que el sector público ejerce un monopsonio en el mercado interno de los productos agrícolas o puede, en todo caso, controlar

el precio de compra de la producción agrícola interna y gestionar su comercialización. Este precio se fija habitualmente muy por debajo del existente en el mercado internacional de estos productos, penalizando la capacidad productiva del sector, que suele representar una porción considerable de la economía de estos países. Una de las razones que explican este comportamiento es el intento, por parte de los gobiernos de estos países, de abaratar el consumo de estos productos, en parte por consideraciones de distribución de renta y en ocasiones para enmascarar presiones inflacionistas. Los programas del FMI suelen exigir el ajuste, en un grado u otro, de los precios agrícolas a los niveles prevalentes en los mercados internacionales de estos productos. Consideran, implícitamente, que los objetivos distributivos de los gobiernos se pueden cumplir mucho mejor si hay más que si hay menos que distribuir, y que la inflación se debe controlar reduciendo la demanda y fomentando la oferta agregada. La situación del mercado de productos energéticos en muchos de los países que han instrumentado programas del FMI es similar a la anterior. Una característica común a muchos de estos programas es exigir el ajuste entre los niveles internos de los precios de los productos energéticos y los niveles vigentes en los mercados internacionales. Como en el caso anterior, se busca fomentar la producción interna de estos productos o de sustitutivos más cercanos, sincronizar la demanda del producto con la oferta existente y reducir el desequilibrio presupuestario que se derivaría de hacer lo contrario (7). Una combinación similar de efec-

tos se persigue con las medidas tendentes a minimizar las diferencias entre el precio de ciertos bienes y servicios suministrados por el sector público, como el agua, el gas, la electricidad, etc., y el coste de producirlos.

Otra característica, que se presenta con frecuencia en el proceso de desequilibrio experimentado por los países que adoptan las políticas del FMI, es la determinación de niveles salariales muy por encima de los necesarios para mantener en equilibrio el mercado de trabajo y situar la demanda nominal interna a niveles compatibles con la capacidad productiva del país. El propulsor de este desequilibrio es, con frecuencia, un sistema de indicación que vincula la tasa de crecimiento de los salarios nominales a la de un índice de precios que incorpora los distintos impuestos indirectos cargados sobre los bienes que componen el índice y bienes importados junto con otros producidos interiormente. Este sistema de indicación tiende a producir precios relativos del trabajo muy alejados de sus niveles de equilibrio, no sólo porque no se tiene en cuenta la evolución de la productividad, sino porque impulsan el crecimiento de los costes variables de producción de las empresas del país debido a factores que, como los impuestos indirectos y la evolución del precio de los productos de importación, las empresas del país no pueden recuperar a través de sus precios. Por ello, en varios programas del FMI se pueden encontrar propuestas para eliminar los sistemas de indicación o, si ello no es posible, vincular la tasa de crecimiento de los salarios nominales a un índice de valor añadido interior

como el deflactor del PNB. Esto es especialmente importante en el caso de aquellos programas que contemplan una devaluación de cierta magnitud. Cualquier sistema que transmita el crecimiento en el precio interior de los productos importados a los intereses iniciales, impedirá, por definición, que una devaluación en términos nominales se pueda traducir en una devaluación en términos reales e impulsará la economía hacia un proceso de desequilibrio acumulativo.

Una de las piezas más importantes, y con frecuencia más polémicas, que comprenden los programas del FMI es el grado de ajuste que el país debe hacer en sus tipos de interés (8). La tasa nominal de interés corregida por el ritmo esperado de inflación, en los países usuarios de los programas del Fondo, generalmente está lejos de la que sería igual a la relación real de intercambio entre consumo presente y futuro y al rendimiento real esperado de las actividades de inversión. Casi todos los países que demandan los recursos del FMI y, en mayor grado, los menos desarrollados, tienen sometido el mercado financiero a diversas intervenciones que fijan tipos máximos por el lado del pasivo y por el lado del activo del sistema. En estos países, suele ocurrir que una parte considerable del sistema financiero está nacionalizado o que, aun cuando la mayor parte de la propiedad del sistema pertenezca al sector privado, el Estado controla el uso que se puede hacer de dicha propiedad. Esta intervención estatal en el mercado financiero ha sido muchas veces debida a la existencia de imperfecciones, como la estructura oligo-

polística en torno a la cual este mercado propende a organizarse en los países en desarrollo. Esta imperfección coexiste con una tendencia a la integración, en un grupo empresarial, de la propiedad industrial y la propiedad de instituciones financieras, lo que suele llevar a la concentración excesiva de los riesgos de la institución financiera en las actividades industriales del grupo, cuya tasa de rendimiento no siempre justifica los préstamos concedidos ni el tipo de interés al que se facilitan. Desgraciadamente, en la mayor parte de los países que solicitan los recursos del FMI, la intervención estatal sobre su sistema financiero no resolvió estos problemas. La estructura oligopolística sigue caracterizando estos mercados, si bien la institución financiera dirigente es ahora de propiedad pública, y muchas instituciones financieras siguen presentando una concentración excesiva de sus riesgos en actividades poco rentables, si bien estas instituciones y estos activos suelen pertenecer al sector público en mayor medida que al sector privado. Con independencia de cuál sea su origen histórico, el hecho es que los tipos de interés en estos países se determinan administrativamente y suelen estar muy por debajo de los que el mercado determinaría libremente. Esta proporción es compatible con la existencia de algunos tipos de interés, particularmente los determinados en aquellos segmentos del sistema financiero que funcionan libremente, que están por encima de sus niveles de equilibrio. En el desarrollo de un proceso de desequilibrio, estas características institucionales del sistema financiero multiplican el impacto negativo de cualquier expansión mo-

netaria y aceleran el tránsito hacia un desequilibrio exterior insostenible. Estas características de los mercados financieros impulsan con rapidez los efectos de cualquier desajuste monetario hacia la balanza de pagos. Si el mercado de capitales del país está integrado con el mercado internacional, o si los controles de capital no son eficaces, la cuenta de capital de la balanza de pagos reflejará rápidamente cualquier desequilibrio en el mercado monetario. Si los obstáculos a los movimientos de capital son eficaces, o si el grado de integración entre el mercado local y el mercado internacional de capitales no es muy grande, será la balanza por cuenta corriente la que refleje en mayor medida el impacto negativo del desequilibrio monetario. Ante esta situación, la mayor parte de los programas del Fondo exigen un ajuste inicial de los tipos de interés y el establecimiento de los mecanismos necesarios para que el proceso de determinación de dicho precio produzca resultados similares a los que se obtendrían en mercados aproximadamente libres. Como ocurre en otros casos, en los procesos de liberalización financiera se debe distinguir entre dos dimensiones temporales del conjunto de acciones emprendidas. Caben pocas dudas de que, a largo plazo, un sistema financiero relativamente libre de intervenciones permitirá alcanzar mayores tasas de crecimiento. Los mayores tipos reales de interés que se determinarán en el sistema más libre, llevarán asociadas inversiones mucho más productivas y, probablemente, un mayor flujo de inversiones en comparación al sistema más intervenido (9). A corto plazo, sin embargo, la respuesta del aho-

rro y la inversión ante un proceso de liberalización financiera de cierta intensidad es difícil de predecir. Los programas del FMI, por lo general, tienden a favorecer un proceso gradual de reforma financiera. En algunas ocasiones, sin embargo, se han recomendado ajustes considerables de los tipos nominales de interés, que no siempre han tenido la respuesta de los flujos de ahorro e inversión esperada en el programa. Lo más que se puede hacer, para fomentar una reacción adecuada ante las medidas de reforma financiera, es asegurar su consistencia con el resto de acciones de política económica instrumentadas en el período de referencia. En la última sección se efectúan varias observaciones sobre esta cuestión de la compatibilidad entre las distintas medidas comprendidas en el programa de política económica.

Los programas del FMI contienen sistemáticamente prescripciones sobre la política de tipo de cambio que debe ser adoptada en el país que accede a los recursos de esta institución. Podemos volver a utilizar la expresión (i) de la primera sección para ilustrar las características del desequilibrio cambiario que gobierna habitualmente el mercado de divisas en estos países. El desequilibrio de la economía se había originado por un aumento del diferencial entre la tasa de crecimiento de la demanda nominal interna y la de la oferta agregada en términos reales. Como consecuencia de ello, la tasa de inflación del país se había situado por encima de la del resto del mundo y la balanza de pagos se había deteriorado hasta llegar a una situación insostenible en el siguiente período. En el curso de

este proceso, el tipo de cambio nominal del país se habrá quedado desajustado con respecto a su nivel de equilibrio inicial, si el país tenía un régimen de tipo de cambio fijo o si, aun cuando el régimen cambiario permitiera variaciones de la paridad, el país hubiera venido recurriendo a la intervención en el mercado de divisas evitando el ajuste necesario del tipo de cambio. Si el tipo de interés del país se determinara flexiblemente y reflejara en cada momento la tasa de inflación y el ritmo de devaluación esperados en el país, el desajuste del tipo de cambio se canalizaría hacia la balanza por cuenta corriente, al desviar una mayor proporción del gasto interior hacia bienes producidos en el resto del mundo y reducir la demanda exterior sobre los bienes producidos internamente. Como hemos visto, sin embargo, los tipos de interés en el país que solicita los recursos del FMI suelen estar sujetos a distintos límites administrativos y no responderán flexiblemente al desequilibrio acaecido. Por tanto, el desajuste cambiario aumentará la rentabilidad de colocar una cierta proporción de la riqueza en los mercados exteriores de capital, induciendo las consiguientes presiones sobre la cuenta de capital de la balanza de pagos. En un régimen de tipo de cambio fijo o de flexibilidad limitada, la pérdida de reservas que se derivaría de los procesos anteriores conduciría, antes o después, a una reducción de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero y del ritmo de inflación, que tenderían a restablecer el tipo de cambio de equilibrio en términos reales. Este momento, sin embargo, se puede demorar considerablemente instrumentando diversos controles por el

lado de la demanda del mercado de divisas y, en particular, restricciones cuantitativas y arancelarias a la importación de bienes y servicios (10). Esta es la situación más característica en aquellas economías que van a iniciar un programa de ajuste económico con el FMI. La mayoría de estos programas exigen un ajuste discrecional inicial de cierta magnitud y la adopción, en el transcurso del programa, de las medidas que faciliten la consecución del tipo de cambio real requerido para equilibrar el mercado de divisas. La devaluación tenderá a producir inicialmente efectos depresivos sobre el gasto nominal interior y, dependiendo de una serie de factores, puede expandir la oferta agregada. El gasto nominal interior será menor por el impacto negativo de la devaluación sobre el valor real de los saldos de dinero y de otros activos financieros. Si se han tomado las medidas necesarias para que la devaluación aumente el precio interior de los bienes de exportación y de los que compiten con las importaciones en mayor proporción que el coste de los servicios productivos en estos sectores, y existe capacidad productiva sin utilizar, la devaluación mejorará la balanza comercial y aumentará, a corto plazo, la oferta agregada de estos sectores; la oferta agregada total de la economía aumentará también si los niveles de producción en los sectores que producen bienes interiores se han mantenido constantes o no se han reducido lo suficiente para anular aquellos efectos. A largo plazo, si se desplazan factores productivos de los sectores internos a los que producen bienes de exportación y sustitutos de importaciones, la oferta agregada a par-

tir de una capacidad dada tenderá a aumentar por la mayor productividad de los factores que normalmente se producirá en una economía más abierta. Se observará que las condiciones necesarias para que una devaluación tenga los efectos deseados son difíciles de cumplir y, aún así, el perfil temporal de los efectos positivos de la devaluación puede no coincidir con el esperado muchas veces por los artífices del programa. En varias ocasiones, el ritmo de ajuste del tipo de cambio o el tamaño de la devaluación impuestos por el FMI, han estado por encima de los que habrían sido óptimos, teniendo en cuenta las circunstancias del país y el resto de medidas del programa. Es difícil conocer la senda de evolución óptima de cualquier acción de política económica. Esto es particularmente cierto en el caso del tipo de cambio, que con frecuencia se regula atendiendo a reglas mecánicas y principios derivados de análisis de estática comparativa que no tienen en cuenta la situación de partida y la dinámica del movimiento simultáneo de todas las variables del sistema. En la sección siguiente se presta mayor atención a estas restricciones que existen sobre las posibilidades del conocimiento económico para orientar la confección de programas de política económica que implica el movimiento simultáneo de todas las variables económicas importantes.

IV. ASPECTOS GENERALES DE LAS POLITICAS DE AJUSTE

El diseño de los programas de ajuste debe tener en cuenta

las secuencias temporales de efectos sobre los dos lados de los mercados resultantes de las distintas acciones de política contempladas. Casi todas las medidas consideradas en la última sección destinadas a movilizar la oferta agregada, dejarán surtir antes sus efectos sobre la demanda nominal interna, y sólo gradualmente se manifestarán en un mayor flujo productivo de bienes y servicios. Al diseñar las políticas de demanda en procesos de ajuste a corto plazo, deben anticiparse las dosis de deflación derivadas de las medidas encaminadas a fomentar la oferta agregada. Acciones de política como una devaluación o los ajustes efectuados en el ritmo de crecimiento de los salarios nominales y en los tipos de interés tienden a reducir inicialmente el crecimiento del gasto nominal interno y a aumentar la oferta agregada sólo de forma paulatina. De la misma manera, razonando por simetría, se debe considerar el impacto de las políticas de demanda al graduar la intensidad de los ajustes por el lado de la oferta agregada. Recuérdese que estos últimos ajustes tienen por objeto acercar estas variables hacia sus valores de equilibrio. Estos valores están establecidos en términos reales y se verán afectados tanto por los ajustes efectuados en las magnitudes nominales como por las políticas de demanda agregada. Por ejemplo, el tipo de cambio real de equilibrio se podría alcanzar con un tipo de cambio fijo en términos nominales, deflacionando la economía, o variando el tipo nominal y estabilizando el nivel de precios. Lo importante, en todos estos casos, es asegurar la consistencia entre las diversas acciones emprendidas por ambos

lados de los mercados con el ritmo y el sentido del movimiento que se quiere imprimir a la economía.

Otra seria dificultad que se presenta en la confección de los programas de ajuste del FMI consiste en establecer un rango de valores para los distintos parámetros que regulan la relación entre las variables instrumentales y los objetivos de la política económica. Por un lado, el proceso de determinación de las expectativas sobre la evolución de ciertas variables puede verse modificado con la instrumentación de un programa del FMI. Por varias razones, conviene también desconfiar de las estimaciones de los coeficientes del sistema derivadas de la base de datos históricos hasta el momento de la instrumentación del programa. Las funciones de reacción que determinan los valores esperados por los agentes económicos para las principales variables económicas, en respuesta a un programa del FMI, no serán idénticas a las estimadas en el caso de políticas no controladas por esta institución. Con toda seguridad, el proceso de formación de expectativas de inflación, por ejemplo, recogerá la mayor credibilidad, con respecto a las políticas previas efectuadas sin la sanción del FMI, asociada habitualmente a los programas de política de esta institución. Esto significa que una misma tasa de crecimiento monetario tendrá menores efectos expansivos sobre la demanda nominal interna, en el caso de los programas del FMI, ya que se producirá un mayor crecimiento de los saldos monetarios que se desean retener, que en las experiencias previas sin la participación de esta institución. El rango de estimacio-

nes existentes sobre los coeficientes estructurales tampoco capturarán necesariamente los valores que efectivamente alcanzarán estos parámetros. Los programas del FMI suelen poner simultáneamente en movimiento un mayor número de acciones de política que las contempladas habitualmente en las políticas económicas llevadas a cabo en el país. Por ejemplo, si el programa del FMI contiene ajustes significativos en los niveles salariales y en los tipos de interés, la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a la variable indicativa del coste de oportunidad de retener saldos monetarios puede variar sensiblemente en el período de referencia del programa con respecto a estimaciones a partir de observaciones en las cuales no tuvieron lugar aquellas acciones. Si no se tiene en cuenta este aumento de los coeficientes que vinculan la cantidad de dinero que se desea retener con las variaciones esperadas en los precios y los tipos de interés, el programa tendrá efectos más contractivos de los deseados y necesarios para conseguir los objetivos de política perseguidos.

Otra fuente de dificultades en el desarrollo de un programa de ajuste económico es la existencia de restricciones no percibidas en el momento de diseñar dicho programa. Estas restricciones, que se podrían representar por el conocido dilema del prisionero de la teoría de los juegos, suelen ser el resultado de acciones similares de política emprendidas en otras economías cuyo efecto es anular o disminuir el impacto positivo esperado de las medidas contempladas en el programa. Dos ejemplos pueden ilustrar esta posibilidad. Uno de ellos se refiere

a los riesgos que rodean la devaluación. Si, junto con el país que está instrumentando las políticas de ajuste, devalúan también otros que compiten con él por una mayor cuota en los mercados internacionales, la efectividad de dicha medida se verá seriamente contrarrestada. Otro ejemplo sería la estrategia de liberalización comercial, o de sesgar la asignación de recursos hacia los sectores exportables, que se recomienda a los países en desarrollo que solicitan los recursos financieros del FMI. Si todos estos países siguieran fielmente esta estrategia, sería probable que los países industrializados no quisieran abandonar los sectores productivos en los cuales los países en desarrollo han obtenido una ventaja comparativa al ritmo necesario para que los efectos de la liberalización sean los inicialmente previstos en el programa. Estos dos casos pertenecen a una categoría de situaciones extremas, en el sentido de que se anulan casi completamente los efectos asociados a ciertas políticas económicas. De forma general, sin embargo, se debe reconocer la posibilidad de que si se producen ciertas acciones en ciertos países, se puede reducir significativamente la eficacia de muchas políticas contempladas por el programa de ajuste óptimo para pasar de una situación de desequilibrio a otra de equilibrio.

Finalmente, todo programa de política económica debe tener en cuenta un principio de la economía del bienestar, el del segundo mejor óptimo, cuya importancia para la economía aplicada es difícil de exagerar. Dos advertencias fundamentales pueden derivarse de invocar este principio. La primera de ellas es que, si bien un movimiento ha-

cia la igualación entre el ingreso marginal y el coste marginal en *todos* los mercados de la economía aumentará la eficacia del sistema económico, el fomento del mecanismo de mercado en sólo una parte de los sectores de la economía puede llevar a una situación peor que la de partida. Este mensaje se ha olvidado con frecuencia en muchos programas de ajuste económico, entre ellos los denominados experimentos de liberalización económica en el cono sur de Latinoamérica. No es éste el lugar para analizar la evolución de estas economías, pero se puede hacer una breve referencia a ciertos aspectos de aquellos experimentos que ilustran la importancia práctica del principio del segundo mejor óptimo. En el caso chileno, mientras que se fomentó la competitividad en los mercados de bienes y servicios, se mantuvieron diversas restricciones, con intensidad distinta según las fases, en los mercados de factores productivos; como consecuencia de ello, el salario real creció, en promedio, un 10 por 100 cada año de los últimos cinco, y el tipo de interés en términos reales alcanzó, en 1981 y 1982, niveles cercanos al 30 por 100. El efecto acumulativo de estos dos factores determinó la brusca caída del ritmo de crecimiento de los niveles de producción y la crisis financiera que se ha producido en este país. En el caso argentino, por el contrario, la retención de diversas restricciones en los mercados de bienes y la persistencia del desequilibrio fiscal, anularon los efectos de los ajustes efectuados en los mercados de servicios de los factores productivos. La segunda advertencia que se puede derivar de este principio, se refiere a la ausen-

cia de una teoría sobre el proceso dinámico óptimo.

La teoría económica puede suministrar proposiciones de estática comparativa relativamente precisas. Se puede demostrar ciertamente que una situación en la cual todos los mercados alcanzaran su posición de equilibrio es mejor que una situación de desequilibrio. Se puede también conocer cómo reaccionará el sistema ante pequeñas variaciones de un número reducido de variables. Sin embargo, es difícil diseñar la secuencia que seguirá el sistema, o la posición de equilibrio hacia la que tiende, cuando todas las variables significativas están variando y no necesariamente de forma marginal. Este es el problema al que se enfrentan los responsables de formular el programa de política económica. Se sabe ciertamente a dónde se debe llegar, pero no existe una teoría precisa que nos oriente sobre la ruta óptima que se debe seguir para maximizar la probabilidad y minimizar los costes de llegar hasta allí.

Dicho todo lo anterior, se puede concluir este artículo con dos asertos que no necesitan ser justificados. La mejor política económica contra los desequilibrios es aquella que minimiza la esperanza matemática de incurrir en ellos. Si la estrategia anterior no se ha llevado a cabo eficazmente y es necesario instrumentar un programa de ajuste, los responsables de la política económica deben recordar que esta actividad, es en parte una ciencia, y en parte un arte. Por ello, junto a todo el conocimiento que la teoría económica pueda ofrecer, la intuición sobre las posibles respuestas de los agentes económi-

cos, las percepciones sobre la psicología de la sociedad en ese momento, y las sospechas sobre los límites y posibilidades de las acciones de política económica derivadas del análisis de las instituciones relevantes, deben también ocupar un lugar en la mente del programador del proceso de ajuste.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BHAGWATI, JAGDISH N., «The Generalized Theory of Distortions and Welfare», en *Trade, Balance of Payments and Growth: Papers in International Economics in Honor of Charles P. Kindleberger*, North-Holland Publishing Company, 1971.
- DORNBUSH, R., y FRENKEL, J., comp., *International Economic Policy*, Johns Hopkins University Press, 1979.
- FEITO, J. L., «Déficit del sector público y déficit de la balanza de pagos», en *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 11, 1982.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *The Monetary approach to the Balance of Payments*, FMI, Washington D.C., 1977.
- FRENKEL, J. A., y JOHNSON, H. G., *The Monetary approach to the Balance of Payments*, Allen and Unwin, London, 1976.
- GOLD, J., «Conditionality», *IMF Pamphlet Series*, n.º 30, 1979.
- GUIYIAN, M., «Fund Conditionality», *IMF Pamphlet Series*, n.º 38, 1982.
- McKINNON, R., *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington D.C., 1973.
- PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núms. 10 y 11, 1982.
- ROBICHEK, E. W., «Financial Programming, Stand-by Arrangements and Stabilization Programs», no publicado, 1967.
- SHAW, E. J., *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973.

NOTAS

(1) Se puede consultar, a este respecto, Guitián, M. (1982); Robichek, W. (1967), o Gold, J. (1979).

(2) Se pretende simplificar la exposición. Por ello, los conceptos de balanza de pagos por cuenta corriente y balanza de pagos de bienes y servicios se utilizan indistintamente. También se debe pensar, en lo que sigue, en economías con grados de desequilibrio soportables e insostenibles donde se dice economías en equilibrio y en desequilibrio, respectivamente. Igualmente, la palabra «período» identifica horizontes temporales de diversa extensión.

(3) Porque se supone en este artículo que el país que utiliza los recursos financieros del FMI y acepta sus políticas, es precio-aceptante en los mercados internacionales tanto de bienes como de servicios de factores productivos.

(4) Como es sabido, las referencias principales son Frenkel, J., y Johnson, H. (1976), y FMI (1977).

(5) Un ejemplo contundente de esto lo facilita el caso de las economías de Europa del Este (Hungría, Rumanía y Yugoslavia), actualmente llevando a cabo programas con el FMI encaminados a corregir su desequilibrio externo.

(6) No se ha tratado en esta sección la determinación de BP, el nivel de la balanza de pagos viable o sostenible. Este concepto exige mucha más atención y espacio del que se puede disponer aquí. Permítaseme remitirme a las consideraciones y bibliografía mencionadas a este respecto en Feito, J. L. (1982).

(7) La mayor parte de los países de la OCDE efectuaron este ajuste con más rapidez en respuesta a la segunda oleada de aumentos del precio del petróleo y ello explica en buena medida que la absorción de la segunda crisis fuera mucho más eficaz que la de la primera. En esta primera se produjo una caída del ingreso fiscal por litro de gasolina, siendo dicho ingreso en 1978 inferior al de 1970.

(8) El análisis de los procesos de reforma financiera que subyace a las recomendaciones del FMI en este área se basa esencialmente en Shaw, E. (1973), y McKinnon (1973).

(9) Recuérdese que los tipos reales de interés menores aumentarán la demanda de inversión, pero no necesariamente la inversión efectivamente realizada. Por ello, puede ocurrir que el aumento de los tipos, si lleva asociado un mayor flujo de ahorro, aumente los niveles de inversiones efectivamente realizadas, al relajar posibles restricciones a la financiación disponible previamente existentes.

(10) Las recomendaciones de política comercial contenidas en algunos programas del FMI no se van a analizar aquí. Una justificación de la estrategia de liberalización comercial fomentada en muchos de estos programas se puede encontrar en Bhagwati, J. (1971).

APENDICE

LAS FACILIDADES FINANCIERAS DEL FMI

El objeto de este apéndice es presentar las características básicas de la financiación exterior que ofrece el Fondo Monetario Internacional. En la primera sección se consideran los elementos fundamentales que definen cualquiera de las facilidades financieras que están potencialmente abiertas a todo país miembro del FMI. Seguidamente (Sección II), se describen estas facilidades en base a los valores o particularidades que los elementos anteriores toman en cada una de ellas.

I. ELEMENTOS A CONSIDERAR EN CADA FACILIDAD

Las distintas facilidades ofrecidas por el Fondo se pueden definir en base a los cuatro elementos siguientes:

- a) Condicionalidad adscrita al uso de la facilidad;
- b) Coste del préstamo o facilidad financiera;
- c) Volumen de financiación asequible;
- d) Período de vencimiento del préstamo, a lo largo del cual y antes de cuya conclusión, el país deberá «recomprar» su propia moneda con DEG o con el tipo de divisa especificado por el Fondo.

Mientras que el significado de los elementos c) y d) no presenta mayores complicaciones, los puntos a) y b) requieren algunos comentarios adicionales:

a) *Condicionalidad*

La presencia de condicionalidad en los préstamos otorgados por el Fondo tiene una doble finalidad. Por un lado, recoge la necesidad de determinar cuándo el Fondo debe, en base a lo prescrito por el Convenio Constitutivo, proporcionar asistencia al país en cuestión. La condicionalidad se refiere también a la obligación, para ese país, de formular un cierto programa económico que permita la consecución de una posición viable de balanza de pagos al final del período considerado. Estos programas fijan objetivos para ciertas variables macroeconómicas que, generalmente, son el crédito interno, la financiación monetaria del sector público y la gestión de la deuda externa, así como las directrices que deben regular la política cambiaria. La consecución de estos objetivos es condición necesaria para poder obtener la financiación acordada para el programa en el Fondo.

La condicionalidad suele ser el factor disuasorio más importante para los países que consideran el recurso al Fondo. Esto implica que el coste relevante asociado a la financiación facilitada por el Fondo vendrá dado, esencialmente, por el grado de diver-

gencia entre los esquemas de política económica preferidos por el país solicitante y los habitualmente diseñados por el Fondo.

b) *Costes del préstamo*

Como cualquier otra institución financiera, el Fondo cobra intereses por la concesión de sus préstamos, excepto cuando se trata de la utilización del tramo de reserva. Estos intereses, sin embargo, suelen ser concesionales si se comparan con los vigentes en los mercados privados de financiación internacional. Como se ha comentado anteriormente, los costes más importantes de utilizar los recursos financieros facilitados por el Fondo no son pecuniarios, sino que vienen dados por la forma en que se perciba la condicionalidad por el gobierno del país solicitante.

Los costes financieros que conlleva la utilización de las facilidades del Fondo se componen de dos elementos: 1) un pago inicial (*one-time charge*) o cargo por servicio, equivalente al 0,5 por 100 del monto total de la transacción, y 2) un interés anual por la cantidad del préstamo pendiente de devolución. Desde el 1 de mayo de 1982, este tipo de interés se determina al comienzo de cada año fiscal del FMI, de forma que se alcancen los objetivos mínimos de rentabilidad de la institución. Como se señala en el apartado siguiente, este tipo de interés será del 6,6 por 100 a lo largo del año fiscal 1983 para los préstamos concedidos por recurso a los tramos de crédito —tanto bajo acuerdos *stand-by* como acuerdos ampliados (*Extended Fund Facility*)—, a la financiación compensatoria de exportaciones y a la de existencias reguladoras. En el caso de la utilización de recursos bajo la política de acceso ampliado, el tipo de interés será dos centésimas superior al que el FMI deba pagar para obtener los recursos que alimentan esta facilidad.

II. LAS FACILIDADES FINANCIERAS DEL FONDO

El acceso a los recursos financieros del Fondo se puede hacer a través de tres modalidades. El país puede obtener préstamos mediante la utilización de: 1) el tramo de reservas y los cuatro tramos de crédito; 2) *servicios específicos* (financiación compensatoria de fluctuaciones de los ingresos por exportaciones y financiación de existencias reguladoras), y 3) *política de acceso ampliado*. La característica peculiar de esta última opción es que, a diferencia de las anteriores, no implica la utilización de los recursos ordinarios del Fondo, sino de recursos extraordinarios obtenidos mediante empréstitos del FMI con las agencias finan-

cieras oficiales de algunos países y/o, eventualmente, con los mercados privados de capital. Este hecho confiere una cierta temporalidad a estos recursos y aconseja tratar por separado el funcionamiento de esta política. En los puntos siguientes se consideran más detalladamente estas modalidades, así como 4) las posibilidades de combinación entre ellas y los límites existentes a la utilización de recursos del FMI.

1. Tramos

1.1. Tramo de reserva

a), b) y d) Las compras efectuadas en el tramo de reserva no están sujetas a ningún tipo de condicionalidad, cargo u obligación especial de reposición. De hecho, este tramo es computable como parte de las reservas del país.

c) La diferencia entre la cuota de un país y las tendencias de la moneda de ese país en poder del FMI —ambas expresadas en DEG o en la unidad monetaria del país— determina el tramo de reserva disponible y la financiación asequible por este concepto.

1.2. Primer tramo de crédito

a) La utilización del primer tramo de crédito exige, formalmente, el determinar la conveniencia del recurso al Fondo y, en su caso, el seguimiento de un programa que cubre generalmente los 12 meses siguientes a la solicitud de compra. En este primer tramo, sin embargo, los criterios aplicados por el Fondo, tanto en lo que concierne a la conveniencia de la utilización de recursos como en lo referente a las normas de actuación a seguir para la programación de la política económica, son muy flexibles. De facto, el giro contra el primer tramo de crédito es similar al giro contra el tramo de reservas.

b) El coste periódico de utilizar esta facilidad a lo largo del año fiscal 1983 consiste en el pago anual de intereses por un monto equivalente al 6,6 por 100 de la cantidad pendiente de pago.

c) El período de recompra del préstamo es de tres a cinco años después de la fecha de compra.

1.3. Tramos superiores de crédito

Las solicitudes de utilización de recursos en los tramos superiores se deben efectuar siempre bajo acuerdos *stand-by* o bajo acuerdos ampliados y están sometidas a una condicionalidad sustancial. En las líneas siguientes se describen las características básicas de cada uno de estos dos tipos de acuerdos.

Bajo Acuerdos «Stand-By»

a) Bajo el período de vigencia de estos acuerdos, la cantidad de financiación dis-

ponible se fracciona en sumas determinadas cuya concesión se hace a intervalos específicos en los cuales se analiza el comportamiento de las variables-instrumentales que, como se ha dicho antes, suelen ser el crédito interno, la financiación monetaria del sector público y la gestión de la deuda exterior. La cuantificación de objetivos para estas variables es el resultado de discutir, entre el Fondo y las autoridades del país, un programa de política económica que contempla un horizonte temporal de un año de duración, si bien, en casos excepcionales, se han firmado acuerdos *stand-by* de dos y tres años de duración. La posibilidad de girar en los sucesivos intervalos que se hayan fijado queda supeditada al cumplimiento de las normas de actuación especificadas, cuyo núcleo consiste en la cuantificación efectuada para las variables instrumentales establecidas en el Acuerdo. Si al analizar el funcionamiento del programa se observa que alguna de estas condiciones de política económica no se ha cumplido, se interrumpe el acceso a los recursos del Fondo y se procede a efectuar consultas con el Fondo que, normalmente, llevan a la revisión de las medidas y objetivos incorporados en el programa y a la firma de un nuevo acuerdo.

b) La estructura de costes es idéntica a la del primer tramo.

c) La cantidad adicional disponible con la utilización de cada uno de los tres tramos superiores de crédito es equivalente al 25 por 100 de la cuota; suponiendo la utilización previa de los tramos primero y de reserva, la cantidad total resultante como consecuencia de utilizar los tramos superiores sería del orden del 125 por 100 de la cuota.

d) El plazo de recompra es, como en el caso del primer tramo, de tres a cinco años.

Bajo Acuerdos Ampliados («Extended Fund Facility»)

a) A diferencia de la utilización de los tramos superiores de crédito bajo los acuerdos *stand-by*, los acuerdos ampliados contemplan situaciones donde la naturaleza del problema aconseja un período de ajuste más dilatado en el tiempo y un mayor volumen de financiación. El país miembro debe presentar un programa en el que se describan detalladamente los objetivos finales a cubrir durante el período de vigencia del acuerdo que, normalmente, es de tres años. Igualmente, se deben especificar las medidas u objetivos para las variables instrumentales que habrá que cumplir en cada período de doce meses para alcanzar los fines del programa a medio plazo. Estas medidas incluyen, además de la cuantificación de ciertos agregados monetarios y las directrices de política cambiaria, recomendaciones o políticas centradas en el lado de la oferta de la economía. Políticas de fomento del ahorro interno (mayor flexibilidad en la determinación de los tipos de interés) y de conservación de energía (tendientes a que los precios in-

ternos de la energía reflejen íntegramente los precios internacionales), han sido ingredientes comunes a la mayor parte de estos programas en los últimos años.

Con frecuencia, sin embargo, la diferencia con respecto a los acuerdos *stand-by* es más de forma que de fondo, ya que los acuerdos ampliados se conciben a veces como una sucesión de programas a corto plazo. Se puede decir, por tanto, que la condicionalidad es similar a la del *stand-by*. Conviene señalar también que los países industrializados canalizan su demanda de financiación mediante la utilización de los tramos superiores bajo un *stand-by*, mientras que el servicio ampliado se creó para ser utilizado preferentemente por países en desarrollo con graves desequilibrios en su economía y no ha sido utilizado aún por ningún país industrializado.

b) Los intereses a pagar son los mismos que se han especificado en el caso del primer tramo.

c) La cantidad de financiación con esta facilidad puede llegar hasta un máximo del 140 por 100 de la cuota. Esta facilidad se puede utilizar en combinación con el primer tramo de crédito, en cuyo caso el máximo de financiación sería del 165 por 100 de la cuota.

d) El plazo para efectuar la recompra es de 4 a 10 años, siendo, por tanto, superior al exigido en el caso de los acuerdos *stand-by*.

2. Servicios Específicos

La siguiente relación no incluye el servicio de financiación de existencias reguladoras, cuya finalidad es ayudar a financiar las contribuciones a existencias reguladoras que efectúan países miembros de estos acuerdos con dificultades de balanza de pagos. La condicionalidad, costes y estructura de vencimiento son en todo análogos a las vigentes para la facilidad que se considera a continuación.

2.1. Financiación compensatoria de las exportaciones

a) Su objeto es prestar apoyo financiero a los países miembros con dificultades de balanza de pagos causadas por una desviación sensible, en relación con la tendencia a medio plazo, de sus ingresos por exportación. En mayo de 1981 la cobertura de esta facilidad se amplió, de modo que abarcara también las situaciones creadas por un aumento en el precio de la importación de productos alimenticios. Con motivo de esta revisión general de la facilidad, se incorporó a los estatutos que la regulan el compromiso, por parte de los países industrializados, de no recurrir a esta fuente de financiación. Se necesita cumplir dos requisitos para poder utilizar esta facilidad. En primer lugar, las causas que hayan provocado la caída de los ingresos por exportación, o el aumento del coste de importar los productos alimenticios básicos,

deben ser de carácter temporal y ajenas a las acciones de las autoridades económicas del país solicitante. En segundo lugar, el país debe mostrar una actitud firme en la resolución de sus problemas de balanza de pagos. Si bien no es necesaria la adopción de un programa determinado por el Fondo, las solicitudes de giro por encima del 50 por 100 de la cuota suelen requerir alguna experiencia previa de colaboración con el Fondo en ese sentido, y la evidencia existente muestra que estos casos siempre han venido acompañados por una demanda de uso de recursos en los tramos superiores.

b) y d) La estructura de costes y las disposiciones sobre recompras son análogas a las aplicadas en el caso del primer tramo de crédito.

c) La financiación disponible mediante la utilización de esta facilidad puede alcanzar hasta el 100 por 100 de la cuota.

3. Política de Acceso Ampliado («Enlarged Access Policy»)

a) La finalidad de esta política es suministrar financiación adicional a la obtenida con el recurso a los tramos superiores de crédito. Ya que este servicio se puede utilizar únicamente en combinación con el recurso a los tramos superiores de crédito, ya sea bajo un acuerdo ampliado o bajo un acuerdo *stand-by*, la condicionalidad y el esquema temporal de concesión de recursos serán los de aquella de estas dos facilidades cuya financiación va a suplementar. El requisito para poder beneficiarse de esta política consiste en que las necesidades de financiación del país solicitante sean notablemente superiores a las que puede obtener en base a su cuota mediante el recurso a los tramos. Este servicio sustituye a la facilidad de financiación suplementaria, que caducó en febrero de 1982, y permanecerá en vigor hasta que la Octava Revisión General de Cuotas se haga efectiva.

Se recordará que los recursos prestables bajo este servicio provienen del empréstito del Fondo con la agencia monetaria de Arabia Saudita. Este préstamo vencerá el próximo año y actualmente se están explorando las posibilidades de un nuevo empréstito con dicha agencia o, si esto no fuera posible, con los mercados privados de capital a fin de cumplir el compromiso de mantener abiertas las líneas de financiación del acceso ampliado hasta la entrada en vigor de la Octava Revisión General de Cuotas.

b) Los intereses anuales a satisfacer por la utilización de esta facilidad vienen dados por el producto de la cantidad de préstamo pendiente de pago multiplicado por el tipo de interés anual pagado por el Fondo para obtener sus recursos extraordinarios, aumentado en dos centésimas. El coste de utilizar estos recursos, por tanto, se aproxima al del mercado, si bien continúa incorporando un elemento concesional im-

portante cuando el usuario de estos recursos es un país que no tiene acceso a los mercados privados de capital.

c) Las directrices actuales que regulan la política de acceso ampliado permiten que un país miembro pueda obtener la financiación extraordinaria facilitada por este servicio hasta que la suma total de recursos obtenidos bajo tramos y acceso ampliado alcance el 450 por 100 de su cuota. Esta normativa también establece que no se podrá girar más allá de un 150 por 100 de la cuota en un año.

d) El plazo para efectuar la recompra es de tres y medio a siete años.

4. Posibilidades de combinación y límites existentes a la utilización de recursos facilitados por el Fondo

Las facilidades expuestas anteriormente:

1) se pueden combinar en ciertos casos, y 2) utilizar recurrentemente, dentro de ciertos límites. Tanto las posibilidades de combinación de las distintas facilidades como los límites a la acumulación de endeudamiento con el FMI y el ritmo anual máximo de este endeudamiento, se han mencionado implícitamente en los apartados anteriores. No obstante, se resumen a continuación de forma más explícita:

1) En lo que concierne a las posibilidades de combinación, las consideraciones a tener en cuenta son las siguientes: a) la obtención de recursos mediante la utilización de los tramos superiores bajo acuerdos *stand-by* se puede combinar con la financiación compensatoria de exportaciones y/o con la política de acceso ampliado y/o con el primer tramo de crédito, y b) la obtención de recursos mediante la utilización de los acuerdos ampliados es la alternativa a la utilización de los tramos superiores bajo acuerdos *stand-by*; por tanto, el acuerdo ampliado se puede utilizar en conjunción con la financiación compensatoria de exportaciones y/o con la política de acceso ampliado y/o con el primer tramo de crédito (1).

2) Las observaciones relevantes en lo que se refiere a la utilización recurrente de los recursos del Fondo se pueden resumir como sigue: a) dado que la duración del período de devolución del préstamo es superior a la del período a lo largo del cual se escalona su concesión, un país se puede plantear el recurso a nuevos préstamos con un cierto volumen de deudas contraídas anteriormente. En estos casos, existen unos límites máximos a los niveles de endeudamiento que un país puede contraer con el Fondo. Las directrices actualmente en vigor sobre estos límites son que un país no podrá acumular débitos con el Fondo más allá del 600 por 100 de su cuota, y b) por otro lado, existen también unos límites que determinan la cantidad máxima de financiación que se puede obtener en un cierto período de tiempo. Estos límites vienen impuestos por las normas que regu-

lan la política de acceso ampliado y actualmente permiten obtener un volumen máximo de financiación anual equivalente al 150 por 100 de la cuota y un máximo del 450 por 100 en un período de tres años.

Es importante señalar que tanto los límites a la acumulación total de débitos con el Fondo como los referentes a la cantidad máxima de financiación disponible anual y trianualmente no incluyen los recursos que se hayan podido obtener bajo la financiación compensatoria de exportaciones, o la de existencias reguladoras. Tampoco incluyen las posibles deudas contraídas por la utilización de la desaparecida *Oil Facility* y aún pendientes de pago.

(1) La facilidad de financiación de existencias reguladoras se puede combinar también con cualquier otra.