

## Los planes de estabilización en el Mercosur\*

**Ricardo López Murphy\*\***  
**José Antonio Sant'Ana\*\*\***  
**Daniel Heymann\*\*\*\***

*Ricardo López Murphy*

Argentina está bajo un plan de estabilización muy enérgico y yo diría de un carácter bastante integral, lanzado hacia marzo de 1991; ya estamos prácticamente en tres años y medio de su lanzamiento. Un plan que forma parte de una forma de régimen económico argentino del cual sólo es una parte, pero en este caso voy a intentar de concentrarme en esa parte, en analizar sus características, sus rasgos más importantes, algunas lecciones que podemos aprender de él y en general cuáles son las perspectivas o caminos que podemos inferir que va a transcurrir en la estabilidad de aquí en más.

El plan de estabilización argentino con ese carácter extremo que ha tenido de *shock* con lo que yo he llamado en otra conferencia medidas de tipo victoriano, es decir con instrumentos muy peculiares, prácticamente remediando el *gold standard* del siglo pasado, el esquema del patrón oro, surge de la realidad de un país que venía experimentando altísimas inflaciones desde la posguerra, con un proceso megainflacionario desde mediados de los '70, el proceso del rodrigazo y con dos episodios hiperinflacionarios abiertos,

---

\* Las ponencias que aquí se transcriben son parte de las que tuvieron lugar en las Jornadas Internacionales "Argentina y Brasil en el Mercosur: políticas comunes y alianzas regionales", organizadas por el IIHES y llevadas a cabo en la Facultad de Ciencias Económicas de la U.B.A., en los días 3 y 4 de noviembre de 1994, antes de la CRISIS MEXICANA. Moderador del panel: Raúl Buonuome (IIHES). Una versión completa de esas Jornadas será publicada próximamente por G.E.L.

\*\* Economista, jefe de la Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas (FIEL), profesor titular de Política Económica de la Universidad de La Plata.

\*\*\* Licenciado en Economía de la Universidad de Campinas, Brasil, doctor en Economía de la Universidad de Manchester, Inglaterra y profesor en el Departamento de Economía de la Universidad de Brasilia.

\*\*\*\* Titular de la Oficina de C.E.P.A.L. en Buenos Aires. Titular de Programa de Posgrado en Economía del Instituto Di Tella.

uno al final de la gestión del Dr. Alfonsín, y el otro a siete u ocho meses de comenzada la gestión del Dr. Menem.

En ese largo proceso había colapsado prácticamente el régimen económico, había quedado atrás el diseño presupuestario, habíamos reemplazado la generación de ingresos colocando la segunda tesorería en el Banco Central, y habíamos llegado a tasas de inflación sencillamente excepcionales, recuerden ustedes en julio de 1989 habíamos llegado a tener, contra julio del '88 una tasa de inflación del 5000%; en la segunda hiper, allá por marzo del '90 contra marzo del '89 habíamos llegado a 21.000%.

Yo diría que el lanzamiento del Plan de Convertibilidad, en los hechos abortó la tercera hiper que se venía. En esas condiciones el plan que era inevitable lanzar en la Argentina era un plan que fuera comprensivo y general y de una magnitud excepcional y se eligió seguramente un instrumento que generó inmediatamente una reacción de credibilidad; lo hizo al costo de prácticamente colocar al sistema económico y básicamente a todo el proceso de estabilización en una camisa de fuerza, en realidad en una camisa de fuerza cerrada por un candado cuya llave había sido arrojada. Ese mecanismo cuyo principal convocante a la credibilidad era que no tenía escape se basó centralmente en un esquema en el cual la moneda local se colateralizó, se fijó por ley sin posibilidades de ser modificada sorpresivamente y se forzó al sector público y al sistema financiero a arreglarse sin un prestamista que había sido su proveedor principal de fondos en los 15 años previos.

En esas condiciones el programa, naturalmente, fue muy riesgoso, en los hechos alcanzó un éxito importantísimo, la tasa de inflación hoy se ubica aproximadamente en el 2,5% anual cuando uno toma un mes similar del año pasado en promedio los índices de precios mayoristas-minoristas como he hecho en las otras mediciones que cité. Ese plan yo creo que tenía en sus comienzos varios riesgos, algunos de los cuales superó exitosamente, algunos de los cuales están vigentes, y otros aún no han ocurrido, pero posiblemente sean los más demandantes en términos de capacidad de resistencia de la estabilidad hacia el futuro.

¿Cuáles eran los riesgos iniciales del plan? Yo diría que inicialmente había dos temas muy delicados. El primero era recuperar la capacidad tributaria del estado de un modo dramático y a muy corto plazo. Esa recuperación tenía que ser además hecha con un sistema tributario muy distinto del que se había usado en todos los planes previos de estabilización. En todos los planes previos de estabilización se habían usado una serie de mecanismos que concentraban los ingresos en el tesoro; en este caso se lo iba a hacer con nuestro sistema tributario normal, con nuestro sistema estándar, que como ustedes saben está afectado radicalmente por la presencia del régimen de coparticipación, que hace que la Tesorería no pueda absorber el grueso de los aumentos de la recaudación, al revés de lo que ocurre en otros países, como los Estados Unidos.

Ese intento era por esa razón sumamente complejo, y de distintas maneras que no voy a comentar se logró un aumento excepcional de recaudación y se

logró conservar para el Tesoro una parte sustancial de ese aumento sin recurrir, como había ocurrido en los planes importantes del pasado, como el caso del plan Krieger Vasena o el plan Austral, a instrumentos de tipo transitorio o a básicamente impuestos muy fuertes pero insostenibles en el tiempo, sobre el comercio exterior.

Segundo problema que había que resolver inmediatamente era que esa estabilización se daba en el contexto de un país que estaba en mora en todas las deudas posibles que uno pudiera imaginar. Estábamos en mora de pagos externos, de pagos internos, prácticamente no se le pagaba nada a nadie, había habido dos años de manejo de caja de la Tesorería, y estábamos con una mora gigantesca con el sistema previsional.

Indudablemente al comienzo la resolución de estos tres problemas era muy compleja y había que abordarla en el muy corto plazo. Ustedes saben en términos generales cómo se enfrentaron esos problemas, con una consolidación de deuda para el caso previsional, con una reforma del sistema previsional, con una venta de YPF para pagar en efectivo una parte de la consolidación de deuda. Se llegó a un acuerdo con los acreedores externos, utilizando préstamos de organismos multilaterales para colateralizar la deuda externa. Y finalmente se consolidó también la deuda interna.

Yo reconozco que al principio del proceso tenía serias dudas de que esto iba a ser factible de realizar en el plazo en que había que hacerlo, pero debo reconocer que lo mismo que en la recaudación tributaria, en ambos casos se obtuvieron resultados extraordinarios, aunque no están terminados porque todavía seguimos con serios problemas con la solución dictaminada por las leyes para el caso del sistema previsional.

El éxito de la estabilización se fue consolidando con el tiempo, la tasa de inflación siguió cayendo y acompañando ese proceso se fueron produciendo algunos problemas delicados. Los problemas más delicados del proceso fueron básicamente dos: el proceso de estabilización vino acompañado de una drástica caída del ahorro interno, esa caída del ahorro vino asociada a un fuerte déficit del sector externo y esa caída del ahorro y déficit del sector externo generó el fenómeno de apreciación cambiaria o de retraso cambiario tan ostensible en la economía argentina, principalmente en los años '91 y '92.

El otro aspecto importante, que también se fue verificando, es que ese plan de estabilización no se pudo hacer en el contexto de una reforma amplia de todos los institutos que rodeaban a la inflación. Con esto quiero decir que a la luz de la inflación se habían creado instituciones, por ejemplo en el mercado laboral, que no eran mantenibles en un mercado estable. La continuación de la institucionalidad laboral superada la tasa de inflación, estabilizada la economía, ha tenido consecuencias. Sumado eso al rápido proceso de reestructuración económica, al mayor crecimiento de la oferta de la mano de obra y al fenómeno general de reestructuración económica que se observa a nivel mundial hemos tenido al tiempo de la apreciación cambiaria, un proceso creciente de desempleo, que yo creo que quizás configura el problema central y decisivo para darle credibilidad a largo plazo al programa de estabilización.

El programa ha tenido relativamente suerte en un aspecto crucial. Como ustedes saben, estos programas de anclaje fijo, irreversible en una economía fuertemente dolarizada —debemos recordar que en el momento de adoptar el plan había dos monedas compitiendo abiertamente y sobre la que había dudas no era precisamente el dólar—; en esas condiciones el anclaje era casi inevitable, pero ese anclaje tiene problemas, sobre todo con nuestra institucionalidad laboral y nuestro mercado de capitales, nuestras leyes de concurso, la ejecución de créditos. Tiene problemas en circunstancias donde haya que forzar en un corto plazo un cambio de precios relativos. La fortuna que ha tenido el plan es que ha recibido *shocks* pero de signo exactamente contrario a los que son peligrosos. En el comienzo, el plan recibió un *shock* muy favorable, la caída de la tasa internacional que le creó un espacio a la economía argentina en el sentido amplio de facilitar el acceso de capitales a esta economía, y sobre todo facilitó dramáticamente el ajuste del sector público.

En segundo lugar, cuando el problema de las tasas de interés comenzó a cambiar, y eso es muy ostensible durante este año, la dosis de suerte ha cambiado, la caída de las tasas de interés fue reemplazada por una dramática recuperación de las *commodities* en los mercados internacionales y en el segundo semestre de este año por el fenómeno que el profesor Sant'Ana va a desarrollar luego, de la estabilización brasileña y la creciente demanda que eso está imponiendo sobre el mercado argentino en el momento que el consumo y la economía interna comenzaban a enfriarse, como es muy ostensible al mirar los datos macroeconómicos.

El punto que en general uno se pregunta siempre es cuán agotado, cuánto margen queda, qué problemas uno ve a futuro, pero la síntesis es que se observan un sinnúmero de problemas, yo no creo en el agotamiento del plan de estabilización. La Argentina no tiene mucho margen para volver a tasas de inflación significativas, la Argentina tiene margen solamente para ser estable a riesgo de volver a tasas de inflación, si volviéramos a tasas del 10 ó 20%, vamos a ir a otro régimen y como conocemos y vamos a reaccionar muy rápido —ya sabemos lo que nos espera— en esas condiciones yo creo que la estabilidad en la Argentina está para quedarse, no hay agotamiento del plan porque no hay margen para volver atrás y en ese esquema la tarea pendiente es sencillamente gigantesca: superar la precariedad fiscal, el sector público exhibe todavía una grandísima precariedad, quizás el rasgo más sobresaliente de la precariedad es la extravagante tasa de interés que paga por la deuda pública que está trabando y limitando el proceso de inversión y de cambio en la Argentina. El sector público todavía exhibe dificultades muy severas, a pesar de usar recursos enormes, en la calidad de prestación de sus servicios, y ello, naturalmente pone presiones muy grandes sobre las demandas sociales. También es cierto que la institucionalidad en cuanto a darle la flexibilidad que no va a tener el tipo de cambio al resto de la economía está muy rezagada, por lo cual el diagnóstico naturalmente es reservado.

Hay una cantidad gigantesca de tareas pendientes, el éxito ha sido grande,

los años que vienen por delante van a ser para resolver lo que no se resolvió hasta ahora, van a ser años más complicados que los pasados, por una razón muy sencilla, la economía argentina ha vivido estos años como de un fuerte desajuste; al revés de lo que a veces se dice: no hay ajuste en una economía que está usando tres o cuatro puntos de ahorro externo del producto; es decir, es una economía que ha vivido claramente por arriba de sus medios, ha hecho la estabilización usando muchos recursos externos y como esto no dura toda la vida, los que vienen son años, para toda la economía, de afirmar la estabilidad en un marco de mucha mayor austeridad, tanto en el sector público como en el sector privado; austeridad que va a tener que ser redoblada para generar los niveles de ahorro que esta economía requiere para financiar un proceso de inversión suficiente para generar pleno empleo.

Espero que esta perspectiva le dé pie al profesor Sant'Ana para contarnos lo que es mucho más interesante, qué ha pasado en Brasil.

*José Antonio Sant'Ana*

### *Cambios en la economía mundial*

El acentuado proceso de globalización de la economía mundial tiene como resultado un sistema financiero mundial mucho más flexible y dinámico. Tanto en Argentina como en Brasil, los flujos de capital y la integración financiera internacional aumentaron de una manera extremadamente elevada en los últimos años.

Es evidente la importancia y ventajas de esos flujos, siendo sin embargo preocupante la cuestión de su mantenimiento y composición, tanto en cuanto a la necesidad de que ellos sean compatibles como en relación con la estabilidad macroeconómica y con la competitividad internacional.

Desde el inicio de los años 90 tanto la Argentina como Brasil están recibiendo flujos de capitales extranjeros en gran volumen que, combinados con los pagos de menores intereses sobre la deuda externa, hicieron que ambos países, por primera vez, desde la crisis de la deuda, experimentasen una entrada positiva de capital. La entrada líquida de capital fue equivalente al 4,5 del PIB en Argentina en los dos últimos años y al 2,00 del PIB en Brasil. Esas transferencias se tornan más significativas al ser comparadas con una entrada líquida de 2,5% del PIB en Argentina y de 0,7% en Brasil en el período 1983-1989.

La reducción de la tasa de intereses internacional, conjuntamente con la renegociación de la deuda externa, se tradujo en una mejora en la situación fiscal, ya que gran parte de la deuda externa estaba en manos del estado. Ese hecho contribuyó dramáticamente para reducir el problema de la "transferencia doméstica" que estaba llevando a la inestabilidad macroeconómica posterior a la crisis de la deuda en ambos países.

El deterioro de la rentabilidad de la inversión financiera en el exterior no sólo llevó a una reducción de la fuga de capitales sino también a un aumento de las inversiones extranjeras en activos fijos. Sin esa caída, el débil proceso de privatización brasileño y la privatización en gran escala en Argentina —que contribuyeron considerablemente para la entrada de capitales— no habría sido posible.

Los países están disponiendo de nuevos mecanismos de captación de recursos externos, que se deben a los cambios en las formas de operación del sistema financiero internacional, a través de la creciente participación de las inversiones directas, ya sea como inversiones en cartera a través de bonos, acciones, directamente o bajo la forma de ADRs/GDRs.

Los determinantes fundamentales de los flujos de capitales en dirección al Brasil y a la Argentina en los años '90 son exógenos y parecen estar más relacionados con factores externos, tales como: (i) reducción de la tasa de interés internacional; (ii) cambios en las formas de operación y en las regulaciones de los mercados de capitales externos; y (iii) reducción de los déficit de los Estados Unidos.

No obstante, la estabilidad macroeconómica y las reformas estructurales pudieron constituir elementos importantes en la determinación de los flujos. Su contribución parece ser relevante para explicar las diferencias de margen en el caso de Argentina. Brasil, incluso sin tener estabilizada su economía, en medio de un proceso hiperinflacionario y sin siquiera tener un plan de estabilización, ya recibía cuantiosos volúmenes de recursos externos.

Es importante observar que fueron las condiciones favorables en el mercado financiero internacional las que hicieron posible la implementación de un nuevo paquete de medidas de estabilización en Argentina, en abril de 1991, con el Plan de Convertibilidad y en Brasil, en marzo de 1994, con la primera parte del Plan Real.

Actualmente existe una importante oferta global de capital extranjero que, debido a razones internas y externas, se dirigen a los dos países. Externamente, la caída de las tasas de interés creó un flujo de capitales en busca de mayor rentabilidad. Internamente, la desregulación, privatización y apertura de las economías al comercio y a la inversión generaron expectativas de estabilidad interna que, combinadas con elevadas tasas de interés internas, estimularon la entrada de capitales.

Se pueden esperar dos efectos posibles cuando ocurren grandes entradas de capitales. El primero se refleja en un aumento de la demanda efectiva, y el segundo otorga respeto al aumento de inversión. El financiamiento de la demanda a través de la riqueza externa hace que el gasto agregado crezca a una tasa mayor que el producto. De esta manera, la entrada de capital reduce la restricción externa y consecuentemente aumenta la tasa de crecimiento del PIB.

El mayor acceso a los mercados de capitales internacionales permitió a los dos países disponer de financiamiento para reactivar sus economías. De hecho, el capital extranjero ha sido fundamental para la recuperación, mas, al mismo tiempo, fue aumentando la vulnerabilidad de los dos países.

Si, de un lado, los flujos de capital estimulan la recuperación, por otro lado ha habido dificultades para administrarlos debido, principalmente, a la tendencia que ellos traen consigo a la valorización de la tasa de cambio y su impacto sobre la oferta de la moneda. Finalmente, es importante recordar que los capitales extranjeros son extremadamente volátiles. Así, parecería ser que los flujos de capital se tornarían altamente dependientes de los movimientos de las tasas de interés internacionales.

### *Los dos planes de estabilización*

El gobierno argentino inició en 1989, un vertiginoso proceso de reformas estructurales tanto de estado como de mercado, que no tardaron en afectar la economía nacional. El mismo partido político que protagonizó reformas populares en 1945, se convirtió en los años 90 en el principal responsable de las transformaciones profundas de la forma tradicional de la organización del estado. Las transformaciones están basadas en los siguientes principios: preeminencia del ajuste fiscal; apertura y liberalización de los mercados de bienes, financiero y de cambio; fomento de las privatizaciones; reducción del gasto público y aumento de la recaudación.

El plan de estabilización argentino avanzó en las privatizaciones con énfasis en los servicios, y mostró una ausencia de políticas volcadas hacia el sector industrial. En verdad, el programa argentino difiere de las políticas económicas recomendadas por los organismos internacionales (consenso de Washington). Es distinto asimismo de los adoptados por otros países latinoamericanos, principalmente en lo que se refiere al papel del estado.

El plan combinó políticas fiscales y monetarias ortodoxas con otras de carácter heterodoxo, tales como la prohibición de la indexación, fijación de salarios y de tarifas públicas y acuerdos de precios con las industrias. Al mismo tiempo, el proceso de apertura económica llevó a la eliminación de prácticamente todas las limitaciones cuantitativas a las importaciones y a una reducción de las tarifas externas.

Por otro lado, la dolarización de las relaciones financieras con el aumento de los "argendólares" en los portafolios privados fue impulsada por la liberalización del mercado de cambio y por el establecimiento de una tasa de cambio fija. La estabilidad monetaria y convertibilidad de la moneda fueron garantizadas al establecerse la prohibición del financiamiento monetario del déficit público y los severos límites para la colocación de bonos y para el redescuento.

Dado que la Argentina adoptó una política monetaria pasiva, la falta de mecanismos para esterilizar los efectos de las operaciones de cambio hizo que el aumento de las reservas internacionales generara un aumento de la monetización de la economía. Esta situación, conjuntamente con la expansión del crédito interno, aumentó la demanda agregada y la actividad económica de 1991 hasta ahora. El gran uso del flujo de capital extranjero para financiar importaciones funcionó como un amortiguador monetario.

La política económica se adaptó pasivamente a los flujos de capital. De acuerdo con las autoridades, no habría habido necesidad de una regulación de esa entrada porque la estabilidad económica estaba garantizada, en el corto plazo, por la convertibilidad y, en el largo plazo, porque la entrada de capitales llevaría a un aumento de inversiones y de la productividad.

El éxito de la estrategia argentina depende de la confianza de los agentes económicos en el mantenimiento de la tasa de cambio y de la relación entre la tasa de cambio nominal y la tasa de inflación. El uso de la tasa de cambio nominal para estabilizar la economía ha generado una valorización real de la moneda nacional, con consecuencias sobre los otros precios relativos, sobre la localización de los recursos y sobre el equilibrio macroeconómico.

Brasil puso en funcionamiento el octavo plan de estabilización de esta década: el Plan Real. El Plan Real fue introducido en tres etapas: en la primera se realizó un ajuste fiscal para obtener un equilibrio presupuestario en 1994-1995; en la segunda se trató de coordinar precios, principalmente salarios, tarifas públicas y tasas de cambio, que fueron transformadas en Unidades Reales de Valor (URV) por la media, al tiempo que los precios del sector privado fueron convertidos en URV por su valor vigente y algunos con aumentos; en la tercera etapa una nueva moneda —el real— fue introducida en sustitución del cruzeiro real, a razón de un real por URV, o sea, 2.750 cruzeiros reales por real.

El real fue equiparado al dólar, a pesar de que el plan no contempla una convertibilidad estricta. Fueron fijadas metas cuantitativas para la emisión del real y, más allá de ello, la emisión fue vinculada al nivel de reservas internacionales. Brasil, a diferencia de Argentina adoptó una política de defender la tasa de cambio (al fijar un valor máximo de un real por un dólar) y optó por tener una política monetaria activa.

Esa política envuelve una acumulación de reservas internacionales y una esterilización de los efectos monetarios de la entrada de divisas. El objetivo es el de aislar las existencias de moneda de las fluctuaciones debidas a la entrada de capital. Esta política, si es efectiva, implica tasas de interés internas más bien altas.

Dado el uso bastante elevado de la capacidad instalada, las tasas de interés elevadas ayudan a controlar la demanda agregada previniendo una valorización todavía mayor del real. Mientras tanto, como el diferencial de interés es muy elevado, las entradas de capital continuarán siendo estimuladas. Por otro lado, las intervenciones dieron origen a un cuasi déficit fiscal, ya que el Banco Central está pagando tasas de interés de 55% al año sobre sus títulos y está obteniendo 5% al año por sus reservas internacionales.

¿Irán Brasil a imitar a Argentina confirmando el "efecto Orloff" —nombre inspirado en un comercial de vodka que termina diciendo: "yo soy tu mañana"— según el cual la política económica brasileña de hoy es igual a la argentina de ayer? Veamos el cuadro que sigue mostrando los puntos comparativos.

## Argentina

Tenía una hiperinflación abierta.

Amnistía fiscal.

Moneda convertible en dólar.

Privatización intensiva.

Déficit comercial.

Sindicatos derrotados.

Liberalización financiera.

Oposición parlamentaria débil.

Pauperización de la clase media.

Desindustrialización.

Estado débil.

Los salarios sólo pueden tener aumento si hubiere aumento de productividad sin que se traslade a los precios.

Los precios de los bienes no comercializables se dispararon.

El sector exportador perdió competitividad.

El éxito de los casi cuatro años del plan puede permitir la reelección de Menem como presidente.

## Brasil

Tenía una hiperinflación indexada y reprimida.

Apertura fiscal.

Paridad del dólar sin convertibilidad.

Privatización lenta.

Superávit comercial.

Sindicatos fuertes.

Reforma financiera gradual.

Oposición parlamentaria fuerte.

Aumento de la miseria.

Reestructuración industrial.

Estado fuerte.

Aumentos nominales de salarios sólo una vez al año y los aumentos reales no pueden ser trasladados a los precios.

Los precios de los bienes no comercializables se están disparando.

El sector exportador está perdiendo competitividad.

El éxito de algunos meses permitió elegir a Fernando Henrique Cardoso presidente.

Las coincidencias entre los planes de estabilización argentino y brasileño sobrepasan la mera paridad con el dólar: una dolarización *de facto* allí y una dolarización "blanca" aquí. El Banco Central argentino se compromete a cambiar, en cualquier momento peso por dólar a una tasa de cambio fija de uno por uno y acepta que la moneda de los EE.UU. sea usada en negocios internos. Peso es sinónimo de dólar no sólo para hacer las cuentas, sino también para efectuar pagos. En Argentina, la base monetaria sólo se puede aumentar si aumenta el volumen de reservas. Inversamente, si el volumen de reservas cae, la cantidad de moneda en circulación también deberá caer en la misma proporción.

El real, por su lado, tiene base en el dólar, pero es una base falsa. Primero porque no hay libre convertibilidad entre el real y el dólar, pues el cambio es fijo, mas se deja la posibilidad de oscilar. En segundo lugar, no está claro que una eventual caída de reservas implique una reducción de igual valor de la base monetaria. Para compensar esa fragilidad del real el gobierno brasileño decidió fijar metas para la cantidad de moneda en circulación, metas que el plan argentino puede dispensar debido a la libre convertibilidad.

La diferencia fundamental entre los dos planes es que en Argentina hubo reformas estructurales: cambios en el sistema tributario, privatización intensiva, desregulación del mercado. Además, dada la dolarización anterior al plan, todos se guiaban por la tasa de cambio y su congelamiento significó una caída brusca de la inflación. El Plan Real es una tentativa ingeniosa de enfrentar el problema de la inflación inercial, mas es incompleto porque hasta ahora no resolvió el desafío de establecer un ancla monetaria o cambiaria para los precios.

### *Consecuencia de los planes*

En Argentina, iniciado el plan, la estabilidad de los precios —recuperada la confianza— y la fuerte expansión crediticia, condujeron a una rápida recuperación de la actividad económica, inducida por el crecimiento del consumo. Así, la caída de la tasa de inflación se asoció al nuevo *boom* económico, con el aumento del consumo y de las importaciones.

La economía argentina viene manteniendo en estos últimos años una tasa media de crecimiento de PIB del orden del 8%, impulsado principalmente por construcciones y servicios financieros; al mismo tiempo, la inflación es decreciente, presentando una tasa anual del 4% en el primer trimestre de este año.

En Brasil, el ritmo de la actividad económica se desaceleró, pasando del 5% el año anterior al 4% en el primer semestre de 1994. Por otro lado, el crecimiento del consumo de bienes durables, como electrodomésticos y automóviles, obligó al gobierno a limitar el plazo de financiamiento para evitar el aumento de precios. La inflación mensual cayó de una media del 31% en 1993 al 5,5% en agosto de 1994.

Los flujos de capitales han creado problemas para la administración de la política monetaria. La secuencia es bastante familiar: con la entrada de capitales extranjeros, la tasa de cambio se valoriza y el banco central abre la política monetaria. Las tasas de interés internas suben a un nivel más elevado del normal, y lo mismo ocurre con la tasa de cambio. Ello genera elevados retornos en dólares que, a su vez, llevan a una mayor entrada de capitales y a la valorización de la moneda nacional (es el llamado "Dutch disease").

En Argentina, el prolongado congelamiento de la tasa de cambio combinado con la inflación interna retiró competitividad a los productos argentinos

en el exterior, y tornó extremadamente atrayentes los productos importados. Por otro lado, una tasa de cambio fija y una gran apertura de la economía llevó a un aumento de las importaciones de bienes comercializables y a un aumento de los precios de los bienes no comercializables. La consecuencia macroeconómica fundamental fue la alteración de los precios relativos a favor de los precios de los bienes no comercializables, que tiende a aumentar con el tiempo, la que llevó a una valorización de la tasa de cambio real.

Modificaciones en el cambio real, con el cambio nominal fijo, exigen movimientos para arriba o para abajo de los precios y de los salarios. Allí reside el problema, por la inflexibilidad de los precios y de los salarios.

Parece innegable que la valorización del cambio constituye uno de los puntos débiles de los planes argentino y brasileño. La fragilidad en el campo fiscal dificulta la compensación a los exportadores por el lado tributario. Los sectores que compiten con las importaciones en el mercado interno enfrentan no sólo la desvalorización cambiaria sino también la disminución de los aranceles de importación y supresión de las barreras no arancelarias.

Las industrias brasileñas y argentinas han sido sometidas a un grado nunca visto de exposición y competencia internacional. Las consecuencias son una caída del superávit comercial y, a mediano plazo, déficit elevados en cuenta corriente, los que deben producir una fuerte dependencia de los flujos de capital.

La Argentina, de un superávit en cuenta corriente de U\$S 1900 millones en 1990, pasó a un déficit de U\$S 2800 millones en 1991. En 1993 el déficit de la balanza comercial fue de U\$S 3700 millones y en el primer semestre de 1994 fue de U\$S 3300 millones, a pesar del programa de incentivo a las exportaciones y el aumento de las exportaciones. El aumento de 170% del saldo brasileño de comercio con Argentina entre enero/abril de 1993 y enero/abril de 1994 se debe más a la pérdida de competitividad argentina que al Mercosur.

En Brasil, las exportaciones acumuladas hasta julio de este año fueron un 7% más elevadas que las de igual período en 1993, debido principalmente a la capacidad de los exportadores de anticipar sus operaciones de divisas en el mercado financiero, aprovechando la diferencia entre la tasa de interés interna (55% al año) y la externa (7% al año).

¿Cómo pueden las exportaciones continuar aumentando con una moneda supervalorizada? La explicación para esa contradicción está en la combinación de varios factores: los salarios no acompañaron la inflación, la productividad aumentó con el uso de la capacidad ociosa, los réditos de la exportación son anticipados y aplicados al mercado financiero interno. Además de ello, las exportaciones fueron incentivadas, entre otros aspectos, por la eliminación de medidas antiexportaciones. Hubo, por otro lado, un proceso de transformación de la estructura productiva basado en los aumentos endógenos de la productividad.

Mientras tanto, en la medida en que el crecimiento económico conlleva esos factores, el crecimiento de las exportaciones puede perder su dinamismo. Ese es un problema que ambos países tendrán que enfrentar en el futuro.

La experiencia de ambos países muestra que las entradas de capital generan un aumento muy elevado de las reservas internacionales y una recuperación de la actividad económica. Mas, al mismo tiempo, la participación de las importaciones en el PIB aumentó mucho más que la participación de las exportaciones; los gastos internos crecieron a una tasa superior al crecimiento de la renta; el aumento de la inversión total fue menor que el aumento de la entrada de la riqueza externa, indicando una sustitución de la riqueza interna por la riqueza externa.

La combinación de un progresivo desfase cambiario y la apertura externa, con la caída de los aranceles aduaneros y la recuperación económica, se reveló fatal para el saldo de la balanza comercial. A pesar de la caída del déficit de la cuenta de servicios de factores, en concurrencia con la renegociación de la deuda externa y la declinación de la tasa internacional de interés, el aumento de las importaciones fue de tal orden que la cuenta corriente volvió a presentar desequilibrios crecientes.

Este aumento de la brecha externa viene siendo financiado por entradas de capital extranjero que, en un mundo globalizado, pueden ser fácilmente reversibles. Estos desequilibrios crecientes en la cuenta corriente pueden llevar a crisis cambiarias serias si el flujo de capital extranjero disminuye.

### *Observaciones críticas*

El crecimiento económico en una economía globalizada exige que el país participe de los flujos dinámicos del comercio y la inversión extranjera. Reducir los incentivos a la exportación a reformas comerciales liberalizantes y eliminar las restricciones a las importaciones, puede asegurar la reducción de la inflación, mas no un crecimiento sólido y, menos todavía, la obtención de competitividad internacional.

La facilidad del acceso a las importaciones, asociada a una valorización cambiaria y al uso de la política cambiaria para estabilizar precios, como están haciendo Argentina y Brasil, es una combinación peligrosa para el equilibrio de la balanza de pagos y para el desarrollo productivo. Pues esa combinación puede llevar a una reducción de la riqueza interna y a un aumento excesivo de las obligaciones externas, sin un aumento correspondiente de la capacidad para producir bienes comercializables.

El desafío es el de mantener la apertura comercial con una valorización cambiaria en una situación de grandes entradas de capital. De allí la necesidad de coordinar las políticas comerciales con las políticas de desarrollo productivo y de inserción financiera internacional para estimular la riqueza interna y adecuar el nivel de composición de los flujos de capital a la capacidad de absorción interna.

La relación entre el sistema financiero nacional y los mercados financieros externos no fue considerada en las reformas financieras que se dieron en Brasil y Argentina. Dada la gran velocidad con que los capitales extranjeros entran en el mercado financiero interno, existe la necesidad de desarrollar

las instituciones financieras y los instrumentos financieros para tornar más ágil la intermediación de esos capitales en el sistema financiero nacional. Ello para evitar distorsiones e inestabilidades en la colocación de esos capitales para créditos de alto riesgo (burbujas de crédito), elevados aumentos de los precios de las acciones (burbujas de las bolsas) y aumentos de precios de los inmuebles y de otros activos.

Existe la necesidad de implantar formas eficientes de regulación y de supervisión de las instituciones financieras que operan en el mercado de capitales para asegurar su estabilidad. Esta regulación puede contribuir a una captación ordenada y estable de las inversiones externas. Además de ello, la regulación garantiza la solvencia del sistema financiero, aumentando la confianza del público. Así, la estabilidad de las instituciones financieras generan importantes externalidades macroeconómicas.

Hasta ahora los flujos de capitales, por su elevado monto, han generado efectos no deseados, principalmente sobre la tasa de cambio y sobre la oferta de la moneda, y aumentaron en gran medida la vulnerabilidad a los choques externos. Además de ello, se desviaron recursos internos de inversión para el consumo de bienes importados.

Las bajas tasas de inversión y de riqueza son un obstáculo para el crecimiento de los dos países. En 1993, la inversión representó aproximadamente 15% del PIB en los dos países, en tanto que en los países asiáticos esa tasa fue del 30% del PIB. Pero a pesar de haber habido un aumento en las inversiones, solamente una proporción pequeña de la entrada de capitales fue usada para ello. La parte principal de esa entrada fue utilizada para financiar el deterioro de los términos de intercambio y otra para financiar el consumo. En otras palabras, una parte significativa de las entradas de capital creó un *crowding-out* en la riqueza doméstica.

Una de las exigencias para que la entrada de capital lleve a un aumento en la tasa de crecimiento es que la estabilidad sea mantenida y que la competitividad internacional de los dos países sea mejorada. En ese sentido, la política económica debe tener como objetivos simultáneos el mantenimiento de la entrada de capital, los controles sobre la tasa de cambio y la política monetaria, conjuntamente con un aumento de la tasa de riqueza interna, elementos que aumentarán la base productiva y la competitividad internacional.

Para adquirir competitividad internacional, tanto para aumentar las exportaciones como para sustituir importaciones eficientemente, no sólo se requiere una política comercial y cambiaria adecuadas, sino que también es necesario una modernización tanto de las empresas (tecnologías, equipamiento, organización, relaciones laborales) como de su entorno (los mercados de factores). La reestructuración y la supervivencia de la empresa dependerá en forma crucial de la información y de los recursos humanos y financieros de los que disponga. De allí la importancia del buen funcionamiento de los mercados de cambio, tecnología, capital físico y capital humano.

Otro aspecto muy importante de los planes de estabilización es el relativo a sus costos sociales. Los trabajadores están pagando el costo de la estabi-

lización al convivir con precios más altos y desempleo. La verdad es que se produjo un mayor empobrecimiento de la población que vive de salarios y una concentración todavía mayor de la renta.

El dato más preocupante y crucial es el desempleo: prácticamente el 10% de la fuerza de trabajo argentina y el 5,5% de la brasileña no puede usufructuar la baja inflación. Incluso con el crecimiento verificado, el desempleo sigue creciendo en los dos países y, si la tasa de crecimiento disminuye, el desempleo puede aumentar.

Las estructuras tributarias brasileña y argentina se caracterizan por afectar más la mano de obra y el consumo que las rentas del capital o la existencia de riquezas. La regresividad de la carga tributaria ha aumentado recientemente en los dos países. De este modo, mientras que los más pobres pagan caro por la estabilidad de los precios, los grupos de mayor renta tienen su carga tributaria, proporcionalmente, reducida. Así, el nuevo "pacto fiscal" se apoya en la cristalización de un sistema tributario en el cual hay un aumento de los impuestos indirectos y una reducción en los impuestos directos.

Esta incidencia mayor de impuestos al consumo —llamado efecto Tacchi— es tanto o más regresiva que el impuesto inflacionario. En verdad, la regresividad del impuesto inflacionario fue simplemente sustituida por nuevos impuestos al consumo.

Los pobres de Brasil y Argentina, además de la amenaza de desempleo y de reducción del salario real, ven disminuir sus rentas debido al aumento de los impuestos al consumo y al aumento de la tasa de interés que elevan los precios de los bienes consumidos por ellos, aumentando todavía más la concentración de la renta en manos de los más ricos. Claramente ese sistema tributario injusto beneficia la acumulación y estimula el consumo suntuario y la fuga de capitales.

Existe una falacia en el argumento que sustenta que menores impuestos directos garantizan un mayor crecimiento. Cuando los impuestos sobre la riqueza (tanto sobre su flujo como sobre su existencia) son bajos, lo que se garantiza es un aumento de la riqueza de los ricos y no su uso productivo.

Lo que hace que un país crezca, así lo demuestra la realidad de los países industrializados, es la existencia de un sistema tributario más igualitario. El mantenimiento de la concentración de la renta y de la estructura tributaria actual no llevará a los países hacia economías industrializadas, más competitivas, más productivas, y por consecuencia, más prósperas y equitativas.

Finalmente, los programas de estabilización argentina y brasileño buscan reducir el margen de maniobra del estado. En una economía globalizada, el crecimiento económico depende de la competitividad del país. Para aumentar la competitividad del país se hace necesaria la acción del estado para aumentar las inversiones en salud, educación y en ciencia y tecnología.

Las dos economías y sociedades necesitan de un conjunto de inversiones imprescindibles, que pueden ser efectuadas por el estado. En caso contrario, la debilidad del estado llevará a un crecimiento excluyente, como hasta ahora,

liderado por los sectores de rentas más elevadas. En esa situación, los dos países entrarán en el escenario internacional compitiendo con productos de baja productividad y, por lo tanto, con bajos salarios y bajo bienestar social.

### *Perspectivas*

No obstante que, con cautela, haya razones para el optimismo con respecto a la continuidad de los flujos de capital, es necesario destacar que ellos presentan riesgos de volatilidad, determinados por los factores externos.

Es difícil imaginar que la entrada de capital presente la misma tasa de crecimiento en los años futuros, ya que ella estaría asociada a déficit comerciales crecientes. Más aún, en la medida en que la tasa de interés norteamericana vuelva a subir, la atracción de las ganancias rápidas tiende a disminuir. Así, un aumento importante en las tasas de interés internacionales significa una caída de la rentabilidad de las inversiones aquí, lo cual podrá inducir a cambios en el flujo de capitales.

Los rendimientos de bonos emitidos tanto por el sector público como por el sector privado argentino y el brasileño han caído. Por otro lado, los plazos de vencimiento de esos bonos fueron reducidos y son extremadamente cortos, con un plazo medio de cuatro años. Eso significa que una cantidad apreciable de recursos externos podría no ser renovada si esos países enfrentaran problemas internos o las condiciones internacionales cambiaran mucho.

Así como las tasas de interés pagadas actualmente son bajas, los riesgos de salida de capital son elevados debido al corto plazo de vencimiento de bonos. Lo mismo podemos decir sobre el nivel de endeudamiento elevado por medio de instrumentos de corto plazo (euro-certificados de depósitos o papeles euro-comerciales). Una gran parte de estas existencias podría ser retirada con bastante rapidez, si los bonos no fuesen renovados. Por otro lado, si los costos de los empréstitos aumentaren mucho, dado el vencimiento a corto plazo, los países enfrentarían un inmediato aumento de los costos.

Las inversiones en acciones tienen un vínculo automático con las tasas de interés internacionales, mas, por otro lado, gran parte de esas inversiones podrían abandonar el país en un período de tiempo muy corto. Además, una caída en la bolsa de valores, vía efecto riqueza, podría llevar a una reducción de la demanda agregada. La caída acentuada de los precios de las acciones podría acarrear riesgos para los bancos dada la integración entre los bancos y las actividades bursátiles. Más todavía, en la medida en que la intermediación de los flujos de capital se dé a través del sistema bancario nacional, una salida repentina de capitales podría desencadenar una crisis financiera.

Mientras que el *boom* importador pueda ser financiado por la entrada de capital extranjero no habrá mayores dificultades en mantener el valor del peso o del real estable. Con todo, en la medida en que aparezcan saldos negativos en la balanza de pagos, deberá tener lugar un penoso proceso de ajuste, similar al del patrón oro.

En primer lugar, la contracción de la base monetaria podrá llevar a la

retracción del crédito bancario, llevando a la contracción económica, lo que podrá contribuir a la reducción de la entrada de capitales, forzando, aún más, las pérdidas de reservas. En segundo lugar, la inexorable reducción de las reservas cambiarias podrá reforzar las expectativas negativas en el momento en que la capacidad de juego del Banco Central caiga debido a la merma de las reservas. En el límite, la defensa de la moneda nacional, se torna insustentable, llevando a su desvalorización.

Con un período largo de tasa de cambio fija, los programas de estabilización tienden a generar desequilibrios crecientes en los precios relativos y, al final, desequilibrios externos insustentables. Los dos programas de ajuste luego tendrán que enfrentar un dilema de difícil solución. Si la tasa de cambio fuere alterada para corregir la distorsión de los precios relativos y reducir el déficit en la cuenta corriente, dará por tierra con la base de los planes antiinflacionarios.

En el momento en que los flujos de capitales se muestren ineficientes, las alternativas serán o el aumento de las tarifas aduaneras o la desvalorización cambiaria. La elevación de las tarifas devendrá en dificultades en el GATT y en el Mercosur, mientras que la desvalorización cambiaria traerá nuevamente la inflación. Una salida masiva de capital generaría un déficit en la balanza de pagos y una desvalorización de la moneda nacional, lo que llevaría al fin de los planes de estabilización actuales, basados en una tasa de cambio fija.

Claramente, una alternativa a la desvalorización sería una recesión brutal, suficiente para reducir las importaciones o llevando a un aumento dramático de las ya elevadas tasas de desempleo y a una fuerte disminución en el nivel de actividades, que afectaría desfavorablemente las cuentas fiscales, dado que la estructura fiscal de los dos países depende del nivel de la demanda efectiva.

En el caso argentino, los propios depósitos en dólares aumentan la inestabilidad del sistema. De hecho, si la posición del plan se ve amenazada por la caída de reservas internacionales, la propia regla de convertibilidad pasará a ser cuestionada. La fuga, por lo tanto, no será en términos de transformar depósitos en moneda nacional en depósitos en moneda extranjera, sino transformar cualquier tipo de depósito en dólares-papel. De ese modo, el proceso de fuga se transformará en una verdadera corrida bancaria, liquidando de la noche a la mañana, todo el esquema de la convertibilidad.

En el caso de una desvalorización, la capacidad de pago de las empresas productoras de bienes no comercializables, deudoras en dólares, sufrirá un deterioro muy grande. Así, los depósitos en dólares no están garantidos, pues el riesgo de desvalorización pasó a depender de la solidez de los bancos.

El impacto del capital extranjero sobre el crecimiento depende no sólo de su permanencia sino también de su destino. ¿En qué medida ese capital está dirigido al consumo y no para la inversión? ¿En qué medida la inversión se dirige al sector productivo de bienes comercializables, que generan divisas para pagar el servicio del capital extranjero, sin crear una crisis de la deuda o la reducción en la capacidad de importar?

El aumento de las exportaciones es fundamental para el crecimiento futuro de las economías brasileña y argentina y también lo es el aumento de la riqueza y de la inversión nacional. El crecimiento económico exige una reducción del consumo y un aumento en la producción de bienes comercializables. Pero lo que atrapa a ambos es la estructura distorsionada de los precios relativos, generada por la tasa de cambios fija, que es la base de la sustentación del plan de estabilización.

La perspectiva de los flujos continuados de capital extranjero para la inversión depende fundamentalmente de las tasas de interés globales y de reformas políticas y sociales. Para que los flujos de capitales se dirijan a las inversiones, es esencial que ellos sean acompañados de inversiones públicas en infraestructura económica y social (telecomunicaciones, transporte, energía, agua, saneamiento básico y vivienda).

La inestabilidad política resulta del fracaso de las actuales instituciones políticas para destinar las nuevas riquezas al mejoramiento de las condiciones de vida de los grupos de baja renta —especialmente en las áreas urbanas—, lo que podría llevar a una reducción de los flujos de capital así como también alentar la fuga de riquezas internas hacia el exterior nuevamente.

El talón de Aquiles para un futuro mejor es la distribución de los beneficios del crecimiento. Existe la necesidad ineludible de ubicar recursos para el aumento del empleo y para mejorar los servicios de salud y educación para los estratos populares que sufrieron el peso de la recesión de los años '80. Esto es más que un problema de política de gobierno que de existencia de recursos públicos. En caso contrario, la ya injusta distribución de renta se deteriora aún más y podrá generar una inestabilidad política.

*Daniel Heymann*

Ricardo López Murphy se concentró en el programa argentino, y José Antonio Sant'Ana se refirió a una comparación de ambos programas. Creo que podría tratar de dar una visión complementaria enfocando el programa de Brasil desde la perspectiva de la experiencia argentina. Quiero aclarar que hay muchas cuestiones específicas de la economía brasileña que escapan a mi ámbito de competencia pero, sin dudas, parece posible tratar de analizar el Plan Real desde el punto de vista del problema general del diseño y administración de un programa de estabilización, teniendo en cuenta lo que ha ocurrido en la Argentina y en otros casos de salida de altas inflaciones.

La primera cosa que conviene señalar es algo bien sabido, pero que creo que vale la pena remarcar y que se aplica tanto en Brasil como en Argentina: la inflación es dañina. Esto lo tenemos bien incorporado en la Argentina; tal vez sea menos unánime la opinión en Brasil. Pero en todo caso, si uno compara los resultados macroeconómicos del Brasil en los últimos años con el promedio regional, se aprecia un contraste que es curiosamente opuesto al contraste tradicional entre la economía brasileña y el resto de América Latina. En el

pasado, uno tenía que aislar a Brasil del resto de la región para evitar un sesgo hacia arriba en los índices de crecimiento promedio; en los últimos años el Brasil crece menos que el promedio de la región. Visto desde afuera, creo que eso está asociado en parte con la inestabilidad macroeconómica que probablemente influyó también sobre los bajos coeficientes de inversión.

El segundo tema es que, hasta ahora, el Brasil se había separado del promedio regional en otras dimensiones que también son relevantes. El Profesor Sant'Ana mencionaba el hecho de que en la evolución del tipo de cambio real y el déficit de cuenta corriente, el Brasil se distingue del comportamiento común de la región. Brasil ha mantenido un superávit comercial enorme en los últimos años con una muy fuerte acumulación de reservas y una economía que creció relativamente poco. La pregunta es cómo pasa esto. Una hipótesis posible: el impuesto inflacionario reduce la demanda interna y permite un aumento de las reservas contra un achatamiento del gasto doméstico. Daría la impresión de que, explícita o implícitamente, la política macroeconómica brasileña de los últimos años habría llevado a una gran utilización del impuesto inflacionario que, a su vez, se asocia con el apreciable superávit comercial que mostró Brasil. Creo que esta asociación entre impuesto inflacionario y superávit comercial es algo que, aunque sea indirectamente, va a estar planteado una vez que se descomprima la demanda interna en el Brasil.

Quisiera pasar a otra cuestión. Cuando se estudian distintos programas de estabilización, se observa, por un lado, un menú de herramientas y un conjunto de propiedades que son comunes y genéricos y, por otro lado, hay matices específicos a cada caso, características particulares y opciones que se enfrentan de diferente modo. Un programa de estabilización seriamente diseñado no puede dejar de tener una fuerte política fiscal, que acote o elimine directamente la necesidad por parte del gobierno de aplicar el impuesto inflacionario; no puede dejar de tener alguna política de precios de algún tipo (aun cuando no fuera más que una administración de los precios de las empresas públicas); ni tampoco algún manejo monetario y cambiario, que provea un anclaje nominal; esa política cambiaria monetaria puede estar sustentada por alguna regla institucional (más o menos estricta según el caso) como, por ejemplo, ocurre en Argentina. Estas dimensiones de ajuste fiscal, anclaje nominal o cambiario, y posiblemente reformas institucionales son comunes en la generalidad de los casos, pero la manera en la cual se actúa en cada una de estas dimensiones es sin dudas propia del caso particular. En este sentido, puede ser útil enfocar las especificidades del programa brasileño.

Otra cosa que también es una característica general es que una desinflación —en el sentido de una reducción brusca de la tasa de inflación, como suele ocurrir en casi todos los programas que enfrentan altas inflaciones— no es equivalente a estabilización. La estabilización implica importantes cambios del comportamiento, tanto por parte del sector público como del sector privado; esto puede resultar en un proceso bastante largo y tal vez con altibajos, que se inicia pero que, por cierto, no termina con una caída brusca

de la inflación en un determinado momento. Por otro lado, creo también que puede afirmarse como proposición general el que, por más anuncios, por más compromisos que se adopten, por más restricciones que se impongan a la política económica, el desarrollo de cualquier programa de estabilización implica administración y aprendizaje a lo largo del camino. Es decir, me da la impresión de que en ningún caso la secuencia de acciones y reacciones está predeterminada de entrada; a veces puede haber definiciones iniciales más nítidas o más definidas, pero un programa de estabilización es siempre una operación que se desarrolla en el tiempo, y a lo largo de la cual hacen falta juicio y manejo de políticas. O sea que todo programa de estabilización, al margen de su diseño inicial, enfrenta opciones en el tiempo, y estas opciones pueden ser encaradas de distintos modos.

No voy a entrar en un análisis del tema fiscal en el Brasil, porque, aunque por supuesto es un tema central, no lo conozco con el detalle necesario. Como mencionaba el profesor Sant'Ana, el pasaje de una precaria reducción del déficit a un equilibrio sostenible de las cuentas públicas es una crucial condición necesaria, pero también interesa tratar de entender cómo operan los mecanismos para guiar a la tasa de inflación hacia abajo. El Plan Real tiene algunos aspectos interesantes referidos al anclaje, o más bien a los distintos anclajes de variables nominales que se utilizarían. Me refiero a la segunda fase del programa: hace algún tiempo podría haber sido muy interesante comentar el experimento de desindexación a través de la URV, pero ese experimento ya ocurrió, de modo que puede hacerse abstracción de él en un análisis hacia adelante.

El Plan Real le dio a la política monetaria varios roles al mismo tiempo. En mi caso particular, me cuesta un poco entender cómo se vincularían esos roles en la práctica, dados los anuncios que se realizaron. En primer lugar, el programa fijó un techo de un real por dólar en el tipo de cambio nominal. Esto vino sin especificación del plazo: no hay un compromiso de mantener indefinidamente la paridad como en el caso del programa argentino pero, de todas maneras, ese techo cambió a corto plazo estuvo dado y apoyado en las reservas del Banco Central. En segundo lugar, se estableció un anclaje monetario, es decir, un tope a la expansión de la cantidad de dinero. Está claro que, en condiciones de transición de una muy alta inflación a una mucho más baja, la demanda de dinero es extremadamente variable, y difícilmente predecible. Esto implica que emparejar la oferta y la demanda de moneda es una maniobra no trivial.

La política cambiaria se definió poniendo un techo pero no un piso al precio del dólar. Me parece que en esto actuó la noción de que un anclaje rígido (a la argentina) crearía problemas potenciales de apreciación de la moneda. Sin embargo, daría la impresión de que una política estricta de control de la cantidad de moneda al comienzo de un plan de estabilización con buenas perspectivas (donde se puede presumir que habrá un exceso de demanda de dinero y una presión de ingreso de capitales), con flotación cambiaria, tiene casi necesariamente que llevar a una apreciación nominal de la moneda, como ocurrió en Brasil. Si (como es de esperar) la velocidad de ajuste hacia abajo

en el tipo de cambio nominal es mayor que la velocidad de ajuste de los precios, esa elección llevaría a una apreciación real más fuerte que si simplemente se fija el tipo de cambio y se monetiza lo que haya que monetizar a través del superávit de la balanza de pagos. Parecería, entonces, que la elección del sistema de anclaje implicó en el Brasil una mayor caída del tipo de cambio real que si se hubiera fijado la paridad externa.

La idea probablemente fue que la incertidumbre cambiaría desalentaría el ingreso de capitales. Pero, ésta es una cuestión algo delicada porque, una vez que ha disminuido el tipo de cambio nominal, volver a subirlo no es algo simple por el probable impacto inflacionario, mientras que dejarlo caer más agudiza la apreciación real. Por lo tanto, parecería que la política cambiaría gravita, al menos por un tiempo, hacia una paridad dada, solamente que en un valor más bajo que si se hubiera fijado inicialmente. Si eso se incorpora a las expectativas, no hay desincentivos para el ingreso de capitales originados en la incertidumbre cambiaría, porque ésta en el corto plazo no estaría presente.

Por cierto, la apreciación nominal parece haber contribuido a que el programa indujera una muy fuerte caída inicial de las tasas de inflación; probablemente más fuerte de la que hubiera habido si el tipo de cambio se mantenía sin bajar. El hecho es que la disminución de los índices inflacionarios fue muy marcada (más todavía que en el caso argentino de la convertibilidad, porque aquí se llegó al 1,5% de inflación mensual bastante tiempo después de comenzado el plan). O sea que el Plan Real arranca con una tasa de inflación bastante baja para lo que sería la primera etapa de un plan.

Ahora bien, una vez pasado este primer impacto, comienza una fase distinta. Un fenómeno muy general en un programa de estabilización de estas características es que suba fuertemente la demanda agregada. Al desaparecer la incertidumbre que genera la inestabilidad y moderarse las expectativas, el resurgimiento del crédito y la reducción del impuesto inflacionario estimulan el gasto. Este es un síndrome bien conocido. En las primeras semanas, la menor urgencia por desprenderse del dinero tal vez modere la demanda de bienes, pero pronto se notan los efectos expansivos que están latentes. Esto ya se está registrando en Brasil. En una economía donde crece la demanda agregada (y presumiblemente bastante rápido), en los comienzos de un plan de estabilización es natural que persista una cierta inflación residual. Esto fue claro en el caso argentino, a pesar del rígido anclaje cambiario, y es de suponer que pase también en Brasil. O sea, la tasa de inflación no convergería rápidamente a la inflación internacional, aun cuando el tipo de cambio no suba.

Ahí aparecen algunas opciones, que en el programa argentino se enfrentaron de una manera, pero no necesariamente se enfrenten de la misma manera en Brasil. Una primera opción se refiere al tratamiento de la demanda agregada. En la Argentina, al margen del ajuste fiscal implícito en la estabilización, la política fue no actuar sobre la demanda privada: la actitud

fue que el gasto creciera lo que fuera a crecer, presumiblemente con el criterio de que, dadas las condiciones que tendían a la estabilidad, el sector privado tomaría las decisiones que fueran apropiadas. En el Brasil parecería que hay una prevención mayor con respecto al crecimiento de la demanda interna.

Esto tiene dos elementos. El primero es la esterilización monetaria, o el intento de hacer una esterilización monetaria con la idea de que, si entran muchos capitales, conviene tratar de regular el incremento de la oferta de dinero. La esterilización monetaria es un tema muy discutido: los *trade-offs* que implica son bien conocidos y es difícil establecer en abstracto adonde está el punto justo. En una economía en riesgo de recalentarse puede parecer razonable impedir un excesivo crecimiento de la cantidad de dinero. Pero, al mismo tiempo, los costos de la esterilización son altos y conocidos: la esterilización tiende a levantar la tasa de interés, lo cual crea problemas en las finanzas públicas, desanima la inversión y, a su vez, atrae capitales. Haciendo un juicio subjetivo, creo que la esterilización monetaria en países como los nuestros es costosa y probablemente más costosa de lo que valen sus posibles efectos para la administración de la demanda. O sea, me parece que es una herramienta que no estaría entre las de uso preferible.

El segundo grupo de acciones posibles es del tipo de las medidas que se han tomado recientemente en Brasil para moderar la oferta del crédito, especialmente para consumo. El enfoque de estas medidas es interesante, porque se dirigen directamente hacia el consumo privado, que es el elemento de demanda que tiende a crecer más al principio de esta clase de programas, y que influye sobre la balanza comercial y sobre los recursos disponibles para el financiamiento de la inversión. La pregunta que puede hacerse es cuáles son las posibilidades efectivas de moderar de esta forma el consumo, o sea cuán fácil es frenar un *boom* de consumo que está en marcha. No parece sencillo saberlo y va a ser interesante ver cuál es el impacto de estas medidas.

Probablemente la demanda interna en Brasil siga creciendo, y bastante, y haya todavía una moderada pero apreciable inflación residual. Ahí surgen nuevas alternativas de políticas que son opciones genéricas pero que pueden manejarse de distinta forma; el modo en que se encaren en Brasil va a ser importante para la Argentina. Es posible imaginarse un escenario típico de un programa de estabilización algunos meses después de iniciado, con un tipo de cambio más o menos constante, una inflación baja pero claramente no nula y una demanda interna en rápida suba. La pregunta es cómo se actúa allí, o dicho de otro modo, cuál es la apuesta. Ahí parece haber una decisión crucial, que estaba bastante definida en el programa argentino pero no en el brasileño, que es cuál es la tasa de inflación a la cual se tiende. En la Argentina, cuando se hizo claro que la convertibilidad no era una muleta transitoria sino que se buscaba aplicarla como una regla permanente, la cuestión era nítida: inflación internacional o nada. En el caso del programa brasileño, no está establecido el objetivo a más largo plazo con respecto a la tasa de inflación. Esa decisión, por supuesto, no hay que hacerla de inmediato, pero tampoco se puede dejar pasar mucho tiempo antes de tomarla, porque

hace falta definir más o menos rápidamente qué actitud se adopta con la inflación residual. Nuevamente aquí también hay *trade-offs*: la elección depende de un juicio (como mencionaba López Murphy en su exposición) acerca de cuán sostenibles son tasas de inflación razonablemente moderadas en una economía con historia de inestabilidad, y también sobre cuán sostenibles son los procesos de apreciación cambiaria persistente. Dicho de otro modo, hay un *trade-off* entre inflación por un lado y tipo de cambio real por otro, que cualquier programa debe enfrentar necesariamente. Visto desde el punto de vista argentino, el camino que elija el Brasil es más que relevante porque las propiedades de la opción de "levar anclas" son bien distintas de las propiedades de la opción de anclaje persistente. Por supuesto, la demanda dirigida hacia productos argentinos sería mucho mayor si Brasil privilegia el control inflacionario que si se plantea al tipo de cambio real como objetivo prioritario de políticas.

En todo caso, el Plan Real es, desde un punto de vista analítico, un muy interesante experimento de estabilización y desde una perspectiva más práctica, modifica sustancialmente las condiciones externas para la economía argentina. El Mercosur está cerca de representar un tercio de las exportaciones argentinas y, por lo tanto, los derrames macroeconómicos del Brasil son claramente importantes.

El buen inicio del Plan Real tiene, sin dudas, un impacto netamente positivo para la Argentina. Desde el punto de vista de sus socios, la economía del Brasil parece ir en la dirección que más les favorece. Esto lleva a una especie de coordinación implícita de políticas macroeconómicas. En el pasado quedó claro que la coordinación de políticas macroeconómicas se hacía muy difícil por la ausencia de instrumentos disponibles: había poca "oferta de coordinación". Hoy en día, también la demanda de coordinación es baja, pero esta situación no necesariamente es permanente: pueden ocurrir perturbaciones externas o movimientos en algunos de los países que vuelvan a generar esa demanda. Tal vez valdría la pena, en un momento donde no se planteen urgencias inmediatas, empezar a considerar mecanismos de contingencia para el caso en que ocurra algún impacto que haga más deseables acciones explícitamente concertadas.

Sobre el tema de la coordinación que tanto Ricardo López Murphy como el profesor Sant'Ana mencionaron, es natural que no haya habido coordinación de políticas macroeconómicas hasta ahora. Y es natural que no las haya aún, porque la Argentina ha comprometido (a través de mecanismos como el esquema de convertibilidad), un amplio conjunto de políticas, y el Brasil está al inicio de la estabilización, por lo cual carece de holgura en el manejo de sus herramientas de políticas.

El punto, de todos modos, es que si bien la demanda de coordinación puede no ser alta ahora, es posible que en algún futuro sí lo sea. Entonces, la cuestión no es imaginarse mecanismos ambiciosos pero inalcanzables, sino tratar de ir previendo cómo se manejarán contingencias que puedan ocurrir. Una cuestión vinculada que mencionó Ricardo López Murphy es que si el

programa brasileño sigue funcionando bien, puede haber algún efecto de liderazgo, dado el tamaño de la economía brasileña dentro del Mercosur.

*El moderador del panel propone que cada uno de los expositores disponga de unos minutos más a fin de que aborden los temas que los demás han tocado, disintiendo o apoyando la posición*

*Ricardo López Murphy.* Esto apareció más coordinado de lo que en realidad fue. Yo me voy a referir a algunos de los tópicos que se fueron tratando, que a mí me da la sensación que quizá pueda llegar a enriquecer la perspectiva. Creo, como Daniel, que quizá uno de los experimentos más interesantes del Plan Real fue ese diseño en cuotas, en varios actos, en general los planes de estabilización tienen un elemento de sorpresa, en este caso se trató de una ópera anunciada que se repetía a lo largo de varios meses, y a mí me parece que en ese sentido hay una lección para aprender, interesante, de cómo hacer una transición, yo creo que muy bien lograda, en una economía desquiciada como —a mi modo de ver también— era Brasil durante el segundo semestre del año pasado y el primer semestre de este año.

Yo creo que hay algunas diferencias en ambos planes, ya presentado el plan argentino, ya presentada la comparación, que me parecen interesantes de explorar. Primero el plan de esterilización, coincido con Heymann que es extremadamente difícil esterilizar, es extremadamente costoso, creo que con el tipo de estado, con la profundidad de nuestro mercado de capitales esa tarea lleva a una derrota segura de la autoridad monetaria, a un costo enorme, y creo que en ese sentido quizás la observación más fuerte que yo le haría al plan brasileño de estabilización es que está cometiendo un importante error con un costo enorme en términos de tasa de interés, y como bien explicaste, en términos de una apreciación aún mayor que la que implica el plan argentino. Es decir, uno trata de evitar el problema, y en realidad lo agrava, me parece que es un punto importante.

¿Qué cosa hizo el programa brasileño y que no hizo el argentino y que me parece importante para evitar que la cuestión de apreciación se agrave? La apreciación en Brasil ha sido mucho más grande que en la Argentina, y éste no es un tema menor. Uno podría pensar qué tienen que ver problemas reales de asignación de recursos de largo plazo con los problemas de estabilización. Tienen que ver en un sentido muy sutil, por eso hay políticas de oferta en estos países cuando se estabiliza. En general, en nuestras economías la protección que tenían eran irrelevantes en el sentido de que nuestras economías expulsaban capital; en la década del '80 si había mucha protección era irrelevante, lo que había era que sacar recursos de la protección, eso era lo que hacían los agentes económicos. La protección empezó a jugar cuando se dio vuelta el flujo de capitales. Ahora, si juega cuando se da vuelta el flujo de capitales y ustedes no tienen la economía suficientemente abierta, ustedes pueden crear industrias que dependen de la absorción doméstica, pero cuando la absorción doméstica —porque cambia el ritmo de ingresos de capitales—, tiene que disminuir, esa industria no puede reasignar su venta en el mercado interno al mercado externo y agrava el ciclo; es decir, vuelve

fuertemente procíclico el proceso y me parece que en ese sentido quizás, es donde el error del diseño del programa argentino ha sido más sustancioso.

El tercer punto que yo quisiera enfatizar, que fue mencionado por los expositores, pero que a mí me da la impresión que es quizá el punto clave que tiene que resolver el nuevo gobierno brasileño, es el problema de la transitoriedad del ajuste fiscal, ahí me parece que se juega la historia. Brasil tiene de atractivo, igual que Argentina, que es un país federal, y el grueso del problema es cómo se distribuyen los recursos entre el estado federal, los gobiernos estaduales, los municipios y la resolución de ese problema es una resolución institucional de una complejidad extraordinaria, que lo han resuelto con un mecanismo de emergencia, el Fondo de Emergencia Social, pero ese mecanismo por su propia definición no es sostenible en el tiempo, y la propia transitoriedad va a empezar a ejercer graves presiones de nuevo sobre la tasa de interés, de no resolverse rápidamente, como ocurrió acá, a los pocos meses del lanzamiento del Plan Austral.

En el caso de Argentina, yo también tendría cuidado sobre la firmeza fiscal. Aquí ha habido un esfuerzo de recaudación muy grande, pero no nos engañemos, acá hemos tenido un sector público que ha expandido el gasto a una velocidad fantástica, medida por el numerario, medida por el ancla del sistema. Nosotros hemos pasado de gastar consolidadamente en el sector público algo así como 48.000 millones de dólares en el año '91, a gastar aproximadamente alrededor de 80.000 millones hacia el año '95, consolidando bien todo el sector público. Esa expansión ha sido enorme, y esa expansión oculta algunos gastos muy significativos que se han hecho, como esto del pago de la deuda con BOCON, todos los pagos de los jubilados, salvo que alguien creyera, sólo lo cree el Ministerio de Economía, que la gente pensaba que se iban a pagar las deudas pasadas de la previsión social. Nadie gastó a cuenta de esa deuda, yo no conozco ningún jubilado que recibiera un préstamo a cuenta del BOCON que le iba a dar este gobierno. Entonces, los BOCON, los pagos de YPF, no fueron pagos de déficit pasados, fueron gasto fiscal actual. La política fiscal de Argentina fue fuertemente procíclica, y éste es un punto importante para anudar a la circunstancia internacional de los movimientos de capitales. Nosotros recibíamos ingresos de capitales que excedían las importaciones, y la tasa de interés acá no bajaba porque emitíamos un chorro de deuda pública fenomenal que hacía que la tasa de interés no bajara. Eso me parece importante ponerlo en perspectiva, acá se ha vendido internacionalmente, se ha vendido a la comunidad local que ha habido más ajuste del que en los hechos ha habido. Un tema que me parece importante es el de la dolarización diferencial de ambos países. Yo creo que la Argentina, en realidad tiene ahí un marco de opciones muchísimo más limitado que Brasil, porque en los hechos, las dos monedas están compitiendo enérgicamente. Ustedes piensen que hemos tenido tres años relativamente exitosos de estabilización, tres años donde nadie está pensando que esto pueda darse vuelta, al contrario, hay gente que hasta se declara arrepentida de en su momento no haber apoyado la convertibilidad, es decir, hemos tenido todo el damero de opiniones que ustedes se puedan imaginar sobre esto, y sin

embargo, el grado de dolarización en el sistema financiero sigue creciendo. Hay una competencia de monedas, hay un tema de dolarización de la economía argentina que no va a ser fácil de revertir, salvo cuando nuestra moneda sobrepase en confiabilidad al dólar, el estándar es débil, pero ello requiere una autoestima muy grande de nuestras posibilidades.

El último punto que yo quería enfatizar era el problema de coordinación. Yo creo que Daniel planteó bien, era muy difícil coordinar en la situación que estaba Brasil en el pasado cercano. Yo creo que se crean instancias complejas de coordinación, casi inevitables por el mismo proceso de integración económica. Yo tengo la sensación de que en ese sentido, conociendo la mercadería local, no va a ser fácil coordinar políticas donde hay prácticamente definiciones en las cuales se juega toda una concepción de cómo reformar las economías. El caso argentino creo que es el caso extremo en ese sentido, yo no veo ningún margen de flexibilidad, al revés, yo diría para no poner el caso de Brasil, el gobierno uruguayo debe ser el equipo de más flexibilidad de la región. Mi impresión personal es que va a ser extremadamente complejo coordinar, a menos que el programa brasileño alcance un éxito formidable, creo que Brasil nos va a influir enormemente; un éxito formidable de Brasil va a ser un éxito formidable nuestro y eso va a causar una fuerza gravitatoria casi inevitable.

Quiero concluir con la última observación. Yo no creo que el proceso de estabilización en nuestros países sea la clave para resolver nuestros problemas. Nosotros tenemos muchos problemas, vamos a tener muchas dificultades, las reformas que tenemos por delante son gigantescas, vamos a tener muchos años dedicados a tener que perfeccionar la productividad, nuestro sistema económico, en particular el sector público, nuestros mecanismos educacionales, la forma de coordinar la innovación tecnológica y las tareas productivas. Tenemos una agenda por delante que nos va a entretener mucho, sobre todo a ustedes que son más jóvenes que nosotros. Sin la estabilización, a mí me hace acordar al caso de ese hombre que se preguntaba si iba a ser rico, y yo digo bueno, no sé si vas a ser rico, pero mejor que seas sano, es decir, si eres sano tienes alguna posibilidad de ser rico, si eres enfermo no vas a tener ninguna posibilidad de nada. A mí me parece que pedirle a la estabilidad algo más que ser una condición necesaria es abusar de la confianza de lo que puede la moneda, y la moneda puede muy pocas cosas, una de las cosas que puede hacer es descomponernos la economía. Yo tengo ahí un balance que es negativo, hagamos cosas que no haga mucho lío la moneda, no creamos que manipulando la variable nominal los países crecen, ésa me parece que es una ilusión que excede lo que es posible, aún en América del Sur.

*José A. Sant'Ana.* Hay dos puntos que quiero aclarar. Uno en relación a la esterilización de la entrada de capitales en Brasil. En verdad es algo muy difícil, me parece que realmente la apreciación cambiaria fue más grande de lo que sería si fuera posible la esterilización, y el aumento de la tasa de interés es fantástico, de manera que cuando uno esteriliza aumenta la tasa de interés

y más capital viene y es una bola de nieve. Pero, hay otras experiencias de esterilización, y el caso típico es el de los países asiáticos, donde no tuvimos una apreciación cambiaria, pero con la diferencia que los capitales que van a Asia se dirigen a la inversión, y no al consumo. A mí me parece que éste es un punto fundamental, y si hay que esterilizar o controlar, por qué no controlar o dirigir los flujos de capitales hacia la inversión o hacia el consumo. Por otro lado, la experiencia asiática nos muestra que el control del gobierno de la venta de los títulos públicos a los fondos de pensión es una cosa factible de otro modo, me parece que el impuesto que Brasil impuso sobre los ingresos de capitales es una cosa que no tiene mucho sentido.

Yo no hablé mucho sobre el Plan Real, porque creo que el Plan Real empieza recién, en enero, no con el nuevo presidente, pero sí con el nuevo Congreso Nacional. Hay que cambiar la Constitución para la reforma tributaria. Hay que ver si los ricos quieren pagar impuestos o no, si hay impuestos sobre la riqueza o no, ¿el impuesto va a ser sobre la renta o sobre el consumo? ¿Vamos a tener un IVA como ustedes, o no? ¿Privatizaciones? Me parece que hay una diferencia entre Brasil y Argentina, porque, por lo general, las empresas públicas brasileñas son mucho más eficientes, por lo menos mirando desde afuera, uno que no conoce la economía argentina llega a esa conclusión. Me parece que las empresas públicas brasileñas son más eficientes, la Petrobras, la Telebras, etc. Es mucho más difícil justificar la venta de los teléfonos cuando los teléfonos son eficientes; pero si los teléfonos son ineficientes se hace fácil privatizarlos, o por lo menos tener el apoyo de la opinión pública.

Para resumir, el plan brasileño de estabilización empieza en enero o febrero, hasta ahora sólo es un partido que se está por jugar, es el partido inicial, aquí está el punto fundamental. La sociedad brasileña va a tener que decidir sobre la reforma tributaria, fiscal, de previsión social, las privatizaciones; son cosas difíciles y me imagino que es difícil venderle a la sociedad brasileña un modelo similar al argentino, o por lo menos de la misma intensidad del modelo argentino.

Con relación a las coordinaciones de las políticas macroeconómicas creo que es algo que tenemos que tratar en el futuro, no ahora, porque en Brasil la cosa no está clara. Acá está mucho más claro ¿cómo vamos a hablar de política cambiaria o monetaria común si Brasil todavía no la tiene clara y Argentina tiene una política cambiaria, pero no tiene una política monetaria? Entonces hablar de políticas macroeconómicas comunes es algo que, en este momento, uno apenas se puede imaginar cómo podría ser. De todas maneras, un asunto que me preocupa mucho en la Argentina es la dolarización, porque yo estuve mirando algunos datos de la CEPAL sobre los préstamos y depósitos en dólares en la Argentina y se observa que crecen mucho más que en pesos. Me parece que por el propio efecto multiplicador de esos préstamos se llega a un punto en que la convertibilidad se termina porque no hay más dólares y si uno va a buscar pesos, no hay más pesos. Entonces ése va a ser un problema.

Para terminar me parece que la dependencia de los ingresos de capital es algo preocupante en los planes de estabilización. Yo no estoy seguro que

la cosa vaya a continuar, y en el mismo monto que tenemos hasta hoy en día. Muchas gracias.

*Daniel Heymann.* Quisiera hacer un par de comentarios puntuales: el primero es con respecto al papel de la apertura comercial en la estabilización. La formación de precios es, por supuesto, una cuestión importante, pero me pregunto si acá no se aplica el conocido argumento de los rezagos. Puede ser que una apertura comercial hecha a efectos de contener los precios tenga ese impacto en el corto plazo, y al mismo tiempo no varíen demasiado en lo inmediato las cantidades importadas. Ahí puede parecer que se encontró un mecanismo de regulación de los precios internos sin otras consecuencias. Pero, una vez que se manifiesten los efectos rezagados, los mecanismos de comercialización y compras estén establecidos y el régimen comercial apunte como permanente, tal vez haya un salto bastante grande en el volumen de importación. Con todo lo demás constante, la rebaja de aranceles es una devaluación real. Es decir, no me queda del todo claro que se pueda graduar bien las consecuencias que produce el instrumento. Por eso, soy más escéptico con respecto a su uso como herramienta de acción sobre los precios.

En relación a lo que decía el profesor Sant'Ana sobre la dependencia del ingreso de capitales y la evolución del balance comercial, creo que la política fiscal puede tener una influencia, pero que también, y de forma importante en algunos casos como Argentina y México, el comportamiento del gasto privado es de suma importancia. Parecería que, enfrentados con una mayor oferta de crédito, la gente de algunos países decidió hacer uso intensivo de las oportunidades que se les abrían para aumentar sus gastos. En muchos casos esta conducta puede no haber sido plenamente previsor, pero el hecho es ése.

La cuestión es si existen mecanismos sencillos para regular esa clase de comportamiento. Supongamos una situación simétrica, donde el crédito se contrae o, en el límite, nadie presta a nadie. Si el sector público no es solvente, no hay nada que hacer, la economía se deprime. Si el sector público es solvente queda la opción de que intervenga intermediando a través de políticas fiscales. Ahora bien, en el caso puesto en que el crédito se expande y las personas están dispuestas a tomarlo cuando esté disponible, ¿cómo se hace para atajarlo? Parece difícil y, en algún sentido, frenar un *boom* en ciertas circunstancias puede tener una complejidad comparable a frenar una recesión. En el caso argentino, dada la naturaleza del mercado cambiario y la experiencia de las personas en manejarse en moneda extranjera, me parece que las oportunidades incluso potenciales para administrar el flujo de capitales son más bien limitadas. No sé cuán distinto es eso en otras economías, incluso si son menos dolarizadas y menos integradas a los mercados internacionales de crédito como el Brasil.

Tal vez, en la fase expansiva la cuestión está no tanto en la oferta como en la demanda de crédito: curiosamente es posible que una de las cosas que les hace mal a los programas de estabilización es un exceso de optimismo, que da lugar a un aumento exagerado del gasto, con el riesgo de una reversión súbita.

