Serie Reformas de Política Pública 30

LA MACROECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA: DE LA CRISIS DE LA DEUDA A LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Mario Damill
José María Fanelli

Proyecto Regional de Reformas de Política Pública
CEPAL / Gobierno de los Países Bajos

NACIONES UNIDAS
COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
Santiago de Chile, 1994

LC/L.874
Diciembre de 1994

Este trabajo fue preparado por los señores Mario Damill y José María Fanelli, Investigadores del Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CESES) y Consultores del Proyecto Regional sobre Reformas de Política para Aumentar la Efectividad del Estado en América Latina y el Caribe (HOL/90/S45), quienes agradecen el apoyo brindado por el IDRC (Canadá), por el North-South Center (University of Miami) y la asistencia de investigación de Lucio Simpson y Marina Crespo.

Las opiniones expresadas en este trabajo, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

INDICE

Página

PREFACIO 5

I. INTRODUCCION 7

II. SHOCK EXTERNO Y DESEQUILIBRIO FISCAL: LA MACROECONOMIA DE AMERICA LATINA DESDE LA CRISIS DE LA DEUDA 11

1. La evolución de la brecha externa 11
2. La brecha fiscal 28

III. LA CRISIS DE LA DEUDA Y LAS RESTRICCIONES PARA LOS NOVENTA 39

1. La transferencia externa, el balance de ahorro e inversión y el crecimiento 39
2. El problema de la "doble transferencia" y la inestabilidad como restricción del crecimiento 45

IV. A MODO DE CONCLUSION: LOS DESAFIOS MACROECONOMICOS PARA LOS NOVENTA 51

1. El cambio en el escenario internacional y la evolución macroeconómica en los noventa 51
2. La secuencia de las reformas, los movimientos de capital y las restricciones macroeconómicas 54

Notas 58

Bibliografía 61

Anexo estadístico 63

PREFACIO

El Proyecto Regional sobre Reformas de Política para Aumentar la Efectividad del Estado en América Latina y el Caribe (HOL/90/S45), que ejecuta la CEPAL con la cooperación del Gobierno de los Países Bajos, tiene por objetivo identificar reformas que habiliten a los Estados de la región poner en práctica políticas eficaces para perseguir metas conjuntas de estabilidad macroeconómica, transformación productiva orientada al crecimiento sostenido, y equidad social.

Con ese objeto, el Proyecto se ha propuesto analizar procesos efectivos de reforma de las políticas públicas, en una visión articulada de la reforma del aparato del Estado y de sus relaciones con los grupos de interés y los actores sociales, en el contexto de los desafíos que enfrentan los países de la región en la presente fase de su desarrollo y de las modalidades de funcionamiento que van adquiriendo sus economías.

Para ello, se llevan a cabo análisis de procesos de reforma en diferentes áreas de política pública en un conjunto de países de la región en los que se han emprendido tales procesos. Las áreas seleccionadas corresponden a: reformas tributarias, privatización de empresas públicas, reformas del régimen comercial, reformas laborales y reformas en áreas de política social. Los países seleccionados son: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, Chile y México.

A su vez, se realizan análisis comparativos —entre países— de las reformas realizadas en cada área instrumental seleccionada, con el objeto de extraer lecciones referidas a cada área, derivadas de diferentes contextos nacionales.

Finalmente, se pretende integrar los análisis de procesos de reforma en cada país en una visión multidimensional del proceso de reforma del Estado que está teniendo lugar en cada uno de ellos, derivando conclusiones sobre los condicionantes y posibilidades de las estrategias de reforma del Estado en América Latina y el Caribe.

I. INTRODUCCIÓN

En este trabajo analizamos la evolución macroeconómica de la región latinoamericana en la década pasada y en los primeros años noventa, considerando los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica y México. En primer lugar, luego de esta introducción, se examina el comportamiento de los desequilibrios externo y fiscal en las economías mencionadas. Posteriormente, en la sección tercera, se estudia la manera en que la estabilidad y el crecimiento fueron afectados por la persistencia y la amplitud de dichos desequilibrios -abiertos por la crisis de la deuda- y por los mecanismos de amplificación de los mismos. El objetivo es identificar las restricciones que la crisis y el ajuste posterior dejaron para la potencialidad de crecimiento en los noventa, tanto en términos de estructura como de dinámica macroeconómica. En la cuarta sección, a modo de conclusión, se hace una evaluación de la pertinencia de las reformas actualmente en curso para reestructurar las economías, desactivar los factores de inestabilidad y recuperar el crecimiento.

Como es bien conocido, la dinámica macroeconómica de los países latinoamericanos fue profundamente afectada por una sucesión de shocks externos negativos a fines de los años setenta y comienzos de los ochenta. Al impacto de la acentuada suba de las tasas de interés internacionales a partir de 1979 se sumó una fuerte y generalizada declinación de los términos del intercambio, que adquirió marcada intensidad entre 1980 y 1982.

Tales shocks gravitaron en forma perceptible en los balances de pagos y también en las cuentas fiscales de la región: los requerimientos de ahorro externo se incrementaron en forma acentuada, al tiempo que las cuentas públicas tendían a desmejorar generalizadamente[1]. La notoria ampliación de los desequilibrios externo y fiscal dificultó grandemente o hizo inviable la continuidad de las estrategias basadas en la acción del estado como "locomotora del crecimiento", que habían estado vigentes desde mediados del siglo.

Las respuestas iniciales consistieron en general en medidas de política comercial, orientadas a mejorar el saldo del intercambio de bienes y compensar de ese modo el deterioro del balance de pagos originado en la cuenta de servicios financieros. Estas incluyeron con frecuencia restricciones a las importaciones, que se combinaron con medidas monetarias y de manejo de la deuda pública dirigidas a facilitar la financiación de los desbalances fiscal y externo antes que a ajustar el nivel de la absorción doméstica al sendero declinante del ingreso nacional.

Sin embargo, el nuevo shock que siguió a la cesación de pagos de México en agosto de 1982, en la forma de un marcado racionamiento del crédito voluntario hacia la región, impidió que la estrategia de financiar dichos desequilibrios recurriendo a fuentes externas

de fondos pudiese sostenerse. Las economías latinoamericanas se vieron entonces forzadas a ingresar, de manera casi simultánea, en una segunda fase en los ochenta: iniciaron drásticos procesos de ajuste, basados generalmente en masivas devaluaciones y medidas dirigidas a reducir la absorción doméstica, en particular el gasto público. En esta nueva etapa las economías de la región alcanzaron grados de éxito diversos, tanto en lo que se refiere a la medida en que lograron recomponer los equilibrios macroeconómicos básicos cuanto al costo del ajuste (en términos de recesión, inflación, desintermediación financiera, desempleo, caída de salarios) y a la persistencia de los logros. Así lo revelaría la multiplicidad de senderos macroeconómicos observables en la segunda mitad de los ochenta.

Más tarde, en los primeros años noventa, esta diversidad se manifestaría también en diferentes formas de respuesta ante el giro favorable del contexto financiero internacional y el cambio de signo de los flujos de capitales.

Dos características distintivas de los desequilibrios presupuestarios y de balance de pagos de las economías latinoamericanas en los ochenta fueron la amplitud y la persistencia. El concepto de "brecha", que se utilizará en las secciones siguientes para el análisis de los distintos casos nacionales, trata de resaltar justamente esas características. Una brecha es una situación de desequilibrio que tiende a permanecer en el tiempo debido a la debilidad de los mecanismos económicos que deberían producir su autocorrección. De tal forma, la utilización del concepto indica que no se supone **a priori** la estabilidad en el funcionamiento de la economía a nivel agregado. Que los desequilibrios asuman o no el carácter de explosivos -que perduren o se amplíen en el tiempo o bien que, por el contrario, tiendan a desaparecer- depende de las propiedades estructurales particulares de cada economía, de las políticas específicas que las autoridades pongan en práctica para "cambiar los parámetros del modelo" a fin de desactivar las fuentes de inestabilidad (vgr. reforma fiscal o monetaria para evitar la hiperinflación) y del contexto internacional exógeno (condiciones de la negociación con los organismos internacionales, grado de acceso a los mercados de capital foráneos, evolución de los términos del intercambio).

Mientras las brechas fiscal o externa están "abiertas", los impulsos desestabilizadores que se originan en ellas tienden a transmitirse al resto de la economía. De tal forma, la persistencia de los desbalances no sólo se explica por su magnitud sino también porque mediante los mecanismos de transmisión que operan a través del sistema de precios y de las relaciones financieras tienden a producirse desequilibrios adicionales en la estructura económica; es posible que los impulsos desestabilizadores originados en esos nuevos desbalances realimenten los factores de amplificación de las brechas. Ejemplos típicos de esta clase de dinámica "perversa" son el efecto Olivera-Tanzi o la creciente desmonetización que la inflación y la incertidumbre suelen producir, tornando infinanciables aún déficit fiscales muy pequeños.

Los desequilibrios transitorios, usualmente del tipo flujo/flujo (vgr. excesos de absorción doméstica), generan desbalances macroeconómicos de corto plazo. Los que persisten, que típicamente toman la forma de stock/flujo (vgr. entre el stock de deuda acumulado y el flujo de ingreso nacional), afectan además la capacidad de crecimiento en la medida en que producen mutaciones en la estructura de la economía y gravitan

marcadamente en las decisiones intertemporales de los agentes como el ahorro y la inversión. Mientras el primer tipo de situación se puede afrontar con políticas de estabilización tradicionales, la segunda necesita de reformas estructurales y de un monto adecuado de crédito para financiar un período de transición que suele ser más prolongado que el requerido por un ajuste tradicional entre el ingreso y la absorción.

En realidad, uno de los problemas básicos en los ochenta fue el error de diagnóstico respecto de la gravedad de los nuevos desequilibrios. Los países y los organismos que los asesoraban trataron de abordarlos, en un primer momento, con el herramental tradicional de estabilización. Esto es, con programas diseñados para tratar desequilibrios flujo/flujo transitorios entre el ingreso y la absorción, apoyados por montos de crédito externo insuficientes, apropiados quizás para situaciones transitorias de iliquidez pero no para financiar prolongados procesos de cambio estructural. Hubo excepciones, como Chile y Costa Rica; pero en los países más grandes de la región, como Brasil, Argentina y México, ésa fue estrictamente la regla. Posteriormente, el diagnóstico fue cambiando y se generalizó la idea de que para cerrar definitivamente las brechas -y con ello las fuentes de desequilibrio- era necesario imponer reformas estructurales y ampliar el acceso al crédito durante la transición. Iniciativas como el Plan Baker y el Plan Brady, así como el enfoque de la estabilización y la reforma presentes en el Consenso de Washington dan testimonio de esta evolución. Para el tiempo en que ello ocurrió, sin embargo, la persistencia misma del desequilibrio había ya avanzado en su trabajo de erosión de la estructura existente, con diferentes intensidades en los distintos países. En función del mayor deterioro, las reformas a encarar debieron ser más profundas y radicales y sus posibilidades de éxito fueron encontrando mayores restricciones, sobre todo por la inestabilidad macroeconómica, la escasez de financiamiento externo y la debilidad de las tasas de ahorro nacionales. De hecho, la mayor parte de los países latinoamericanos sólo estuvo en condiciones de estabilizarse y volver a crecer (aunque modestamente en la mayor parte de los casos) cuando el vuelco operado en los mercados de capital internacionales en los noventa hizo posible el acceso a volúmenes de financiamiento que eran impensables en términos del Plan Brady, para no mencionar el Baker.

Las reformas siguieron, en general, los lineamientos del Consenso de Washington[2]. El mayor ahorro externo disponible y las reformas, no obstante, no parecen haber sido suficientes para reinstaurar un proceso vigoroso de crecimiento. Importantes secuelas de la crisis y otros desbalances estructurales de más vieja data todavía no han podido ser superados por las reformas estructurales en curso y, según se argumentará en la sección final del trabajo, es posible que ellas no sean totalmente apropiadas para lograrlo.

II. SHOCK EXTERNO Y DESEQUILIBRIO FISCAL: LA MACROECONOMÍA DE AMERICA LATINA DESDE LA CRISIS DE LA DEUDA[3]

1. La evolución de la brecha externa

Es posible identificar un conjunto de factores que explican las diferencias más importantes entre las distintas experiencias nacionales, al considerar la evolución de la brecha externa en los ochenta. Son básicamente los siguientes: a) el grado de endeudamiento de cada país al comienzo del período, b) la evolución de la relación de precios del intercambio, c) el monto relativo de financiamiento externo recibido en un comienzo y a lo largo del proceso de ajuste, d) el grado de apertura inicial de la economía, y e) la consistencia y el grado de éxito de las políticas orientadas a promover exportaciones o sustituir importaciones. La política cambiaria está comprendida en este último ítem.

La magnitud inicial de los shocks y la naturaleza de los diversos senderos seguidos con posterioridad dependen de esos factores, de modo que la historia de cada país, en lo que se refiere a la brecha externa, puede ser narrada en términos de una particular combinación de los mismos. El mayor o menor éxito alcanzado en la recuperación del crecimiento puede considerarse además como un factor adicional, que se refleja en los indicadores de solvencia financiera, al afectar por ejemplo la trayectoria de la relación "deuda externa/PBI".

Entre los países aquí examinados, es posible concluir que Colombia, Chile y Brasil alcanzaron situaciones de cierre perdurable de la brecha externa en los ochenta. Las dos economías de menor tamaño entre las consideradas, Bolivia y Costa Rica, pueden también incluirse en este grupo, aunque ambas han dependido en medida considerable de un sostenido apoyo externo. Todas estas experiencias difieren considerablemente en la combinación de factores "de éxito" que se observa en cada caso particular.

Colombia se destaca claramente del resto, en primera instancia, por el mucho menor grado de endeudamiento inicial y, por ende, por una menor vulnerabilidad ante shocks externos de naturaleza financiera. La deuda neta del país apenas equivalía a 3% del PBI en 1980, y el cociente "deuda externa bruta/exportaciones" (de sólo 1.3) era el más bajo de la región.

La solidez financiera externa colombiana se debió en parte al efecto de la "bonanza cafetalera" iniciada en 1975. Los elevados ingresos en divisas generados por las exportaciones de café, combinados con los efectos de una política de austeridad fiscal,

hicieron que la cuenta corriente del balance de pagos fuese superavitaria año tras año en la segunda mitad de los setenta, aún cuando la economía crecía a un ritmo aceptable, por sobre el 5% anual. En claro contraste con la mayor parte de los países de América Latina, en consecuencia, Colombia registró un flujo de ahorro externo sistemáticamente negativo (1% del PBI al año, en promedio) en el quinquenio anterior a la crisis de la deuda.

Pese a la solidez de su posición financiera, la economía colombiana no fue inmune a la sucesión de shocks negativos de comienzos de los ochenta. A partir de 1980 el comportamiento del sector externo cambió abruptamente; el ahorro absorbido del resto del mundo pasó a ser positivo y en 1982 llegó a casi 6% del PBI. Sin embargo, esa trayectoria se debió en mucho mayor medida al deterioro del saldo comercial que al aumento del flujo de intereses sobre la comparativamente reducida deuda externa.

La crisis del mercado internacional del café, iniciada en 1980, pesó decisivamente en esa evolución de la cuenta de comercio; fue causa principal de una declinación de los términos del intercambio de 15% entre 1980 y 1981. Las exportaciones cayeron en más de 5 puntos del PBI, a precios corrientes, en sólo dos años.

Si bien hacia 1982 el desequilibrio externo de flujos en Colombia (reflejado por la relación "cuenta corriente/PBI", por ejemplo) había crecido hasta hacerse comparable al de Brasil -o al de México en 1981- y resultaba incluso superior al de la Argentina, el desequilibrio stock-flujo (medido por la relación "deuda externa/PBI" o, principalmente, por el cociente "deuda/exportaciones") era notoriamente más moderado en el caso colombiano. La situación era, por ende, más tratable con los instrumentos característicos de los programas de ajuste de tipo ortodoxo tradicional, diseñados para lidiar con niveles excesivos de absorción doméstica.

Además de los cambios en la escena internacional, ciertos factores domésticos gravitaron en el deterioro del sector externo colombiano en los primeros años ochenta. Cabe mencionar, por una parte, un proceso gradual -y muy moderado- de apreciación cambiaria que distó mucho, sin embargo, de adquirir una magnitud comparable a la que tenía por los mismos años en países que habían optado por la utilización del tipo de cambio como ancla nominal, en intentos de estabilización basados en el enfoque monetario del balance de pagos, como era el caso de las naciones del Cono Sur. También gravitaron sobre las importaciones diversas medidas de política comercial de sentido liberalizante, y un giro expansivo de la política fiscal, a partir de 1979. Desde ese año el gobierno encaró un proceso intensivo de inversiones, centrado en varios proyectos de magnitud en áreas de generación de energía, infraestructura de transportes y minería, particularmente exigentes en materia de requerimientos de bienes importados. Estas iniciativas contribuyeron a que las tasas de inversión de Colombia fueran más elevadas en los primeros años de la década pasada de lo que habían sido en promedio en los setenta. El financiamiento obtenido de fuentes externas para los programas de inversión pública aportó a la cobertura del creciente desequilibrio en cuenta corriente entre 1980 y 1983.

Con un menor desequilibrio stock-flujo, una buena posición inicial de reservas y acceso a ciertas fuentes de financiamiento externo, Colombia pudo postergar el proceso de

ajuste, que sólo se iniciaría con intensidad en 1984. Recién en ese año, y luego de una fase en que la política comercial (vía reintroducción de restricciones cuantitativas a la importación y suba de aranceles) y la monetaria habían jugado un rol central, se inició una nueva etapa signada por los componentes básicos de los programas de ajuste ortodoxo: devaluación de la moneda y reducción de la absorción, particularmente por vía del gasto público.

En 1985 se firmó un acuerdo *stand-by* con el FMI. El tipo de cambio real (peso/dólar de EE.UU.) se incrementó sostenidamente entre 1983 y 1986, a una tasa promedio de 16,5% anual, y continuó elevándose posteriormente, aunque a un ritmo mucho menor, hasta 1991. Al final de la década, la paridad real frente al dólar duplicaba a la de 1980.

En esta fase el ajuste externo fue relativamente rápido y podía considerarse completado ya hacia 1986, cuando (merced, en parte, a la fuerte suba del precio del café) el ahorro externo volvió a asumir valores negativos.

Los efectos domésticos del ajuste en Colombia fueron notoriamente menos distorsionantes que en cualquier otra de las economías consideradas. La inflación se aceleró muy moderadamente (sólo en 1990 superaría el 30% anual) y el PBI no registró un sólo año de declinación. Ello se debió en buena medida al carácter relativamente moderado y gradual de las políticas aplicadas, vinculado a su vez a la menor magnitud de los desequilibrios. Cabe remarcar el hecho de que el sector público siguió teniendo acceso a fuentes de financiamiento externo, lo que sumado a la continuidad de los flujos de inversión directa (dirigidos en particular al sector minero) contribuyó a aliviar el peso de la restricción externa durante el ajuste.

En el comportamiento muy dinámico mostrado por las exportaciones colombianas se destacan dos aspectos. Primeramente, la fuerte respuesta de algunos rubros -como el de las exportaciones "menores"- al tipo de cambio. En segundo lugar, el notorio incremento de las ventas externas de productos mineros, que en gran medida reflejan la maduración de los proyectos de inversión encarados directamente por el sector público o apoyados por éste en los primeros años ochenta. Estos esfuerzos de inversión generaron, al aportar a la expansión de actividades con un muy activo desempeño exportador, un cambio estructural en el balance de pagos colombiano a lo largo de la segunda mitad de la década pasada. Uno de los rasgos de esta transformación es la notable diversificación de las ventas externas, que a comienzos de los ochenta estaban aún concentradas en pocos productos entre los que se destacaba el café, con más de 50% de las exportaciones totales. Por contraste, al inicio de los noventa la estructura del comercio exterior colombiano era mucho más equilibrada, con un fuerte peso de las exportaciones mineras y de las "menores".

De este modo, Colombia logró alcanzar una situación de equilibrio de largo plazo en su sector externo y redujo su vulnerabilidad ante los vaivenes del mercado de café (a lo que contribuyó también la operación del mecanismo regulador operado por el Fondo Nacional del Café). Los indicadores de solvencia financiera externa se mantuvieron estables desde mediados de los ochenta (es el caso de la relación "deuda externa/PBI") o han mejorado (como se observa con el cociente "deuda/exportaciones"). El ahorro externo tendió

a ubicarse en niveles negativos desde 1986, y esto se acentuó a comienzos de los noventa, no sólo por el buen desempeño de las exportaciones, sino también merced al creciente peso en la cuenta corriente de los ingresos por cuenta de "transferencias unilaterales privadas" (los que pueden en parte provenir de actividades ilegales). A partir de 1985 estas transferencias han sido siempre superiores a los 2 puntos del PBI, promediando 2.5% al año entre 1986 y 1990. Esto equivale a la mitad del saldo neto de pagos de factores al exterior en el mismo período, lo que indica que esta cuenta ha jugado un papel que no puede ser subestimado en el cierre de la brecha externa en Colombia.

El cambio en el contexto financiero internacional de comienzos de los noventa encontró a este país con una situación externa holgada. A ello se sumó el descubrimiento de nuevos e importantes yacimientos petrolíferos. El cuadro de holgura externa complicó el manejo monetario y tornó crecientemente dificultosa la preservación del nivel real del tipo de cambio. Colombia fue uno de los países de la región que reaccionaron ante el cambio del contexto externo tratando de limitar en alguna medida los ingresos de capitales de corto plazo y de esterilizar parcialmente el efecto monetario expansivo de los flujos de fondos externos, con el objetivo de limitar el deterioro de la paridad.

La abundancia de divisas alentó una marcada aceleración del proceso de apertura comercial, en particular luego de 1991. Esto, sumado a una moderada apreciación del peso, produjo un fuerte crecimiento de las importaciones y la cuenta corriente se deterioró rápidamente, volviendo a registrar un saldo negativo en 1993.

El segundo de los procesos exitosos de ajuste externo considerados es el de Chile. Este contrasta marcadamente con el caso colombiano en diversos aspectos, entre los que sobresalen el grado de endeudamiento inicial, por un lado, y la intensidad del impacto recesivo del proceso de ajuste, por otro. En este último plano la experiencia chilena se asemeja más a la del resto de la región.

Las condiciones iniciales fueron muy diferentes, en particular porque el grado de endeudamiento de Chile era muy elevado. La relación "deuda externa/PBI", con mucho la más alta entre los casos aquí examinados, superaba el 70% en 1980. Sin embargo, en contraste con ello y debido a la mayor apertura comercial de la economía chilena, la relación "deuda/exportaciones" (de 1.9 en 1980) era comparativamente baja en el contexto regional, sólo superior a la colombiana.

Desde 1977 hasta 1981 Chile atravesó un período de fuerte crecimiento con elevada absorción y un saldo comercial negativo en sostenido aumento. El ahorro externo tendía a superar los 5 puntos del PBI al año a fines de los setenta, colocando a la economía en una situación de creciente fragilidad frente a shocks de origen externo. A comienzos de la década pasada el desequilibrio del comercio crecía abruptamente, impulsado por el intenso proceso de apreciación real generado por las políticas de estabilización aplicadas desde comienzos de 1978, con eje en la utilización del tipo de cambio nominal como instrumento antiinflacionario. En el mismo sentido actuaron la muy fuerte declinación de los términos del intercambio y el también abrupto incremento de los pagos netos de factores al exterior luego de 1979 (aumento equivalente a casi 5% del PBI entre ese año y 1982). Estos sucesos

generaron un salto extraordinario de la absorción de ahorro externo, el que promedió aproximadamente 12 puntos del PBI en 1981-1982. Ese pronunciado desequilibrio, que hacía muy problemática la continuación de la estrategia de alta absorción-con-endeudamiento, se combinó a partir de este último año con el nuevo cambio desfavorable del entorno financiero internacional, para hacerla definitivamente inviable.

En junio de 1982 una devaluación dio fin a esa fase e inició un período de ajuste errático, vacilante, caracterizado por una fuerte inestabilidad e incertidumbre, que se extendería desde 1982 hasta mediados de 1985[4]. Abandonada la política basada en la fijación del tipo de cambio nominal, y a pesar de varias modificaciones del régimen cambiario producidas en un corto lapso, sucesivos ajustes llevaron la paridad real (peso/dólar) a niveles más de 60% por sobre el mínimo registrado en 1981. El nivel de actividad cayó abruptamente (alrededor de 15% en dos años) y se produjo una notoria suba del desempleo abierto. El efecto combinado del cambio de precios relativos y la recesión fue una marcada declinación de las importaciones, que -a precios constantes- se redujeron en más de 9 puntos del PBI entre 1980 y 1983.

Sin embargo, pese a ese comportamiento de las importaciones y al repunte de las ventas al resto del mundo, el ahorro externo continuó en niveles elevadísimos, debido al notable incremento de los pagos a factores del exterior. Estos se ubicaron en torno de 10 puntos del PBI en 1984-1985. En este lapso, la relación "deuda externa/PBI" pasó a situarse bastante por sobre el 100% y el ahorro externo rondó los 10 puntos del PBI.

En este último aspecto el caso chileno se diferencia marcadamente del patrón dominante en la región: mientras que hacia 1985 casi todos los países del área, particularmente los de mayor tamaño relativo, habían conseguido reducir a niveles mínimos su absorción de ahorro externo, Chile continuaba financiando un desequilibrio de magnitud extraordinaria. Lo destacable es que logró hacerlo sin incurrir en ningún momento en mora en sus pagos externos. Es decir, contó con crédito externo obtenido de manera negociada, en la magnitud requerida para viabilizar su ajuste sin una caída dramática de importaciones. Por el contrario, mantuvo una razonable capacidad de importar, imprescindible ante la necesidad de reconvertir la economía para recuperar el sendero de crecimiento[5].

En este lapso comenzaron además a aplicarse planes acordados con el FMI y se llevaron a cabo negociaciones con los bancos comerciales. En éstas se restructuraron los vencimientos de la deuda y el gobierno acabó además haciéndose cargo de los pasivos del sector privado que, en principio, no contaban con aval estatal. El apoyo recibido de los organismos multilaterales habría de resultar crucial y no únicamente porque facilitó la negociación con la banca comercial: la participación de los organismos en el total de la deuda externa chilena creció de menos de 5% en 1980-1982 a más de 25% hacia fines de la década. El mayor respaldo crediticio externo significó que Chile debió efectuar una transferencia neta de recursos al exterior significativamente inferior a la realizada en promedio por América Latina, sobre todo al principio del proceso de ajuste.

Es indudable, por otro lado, que el financiamiento ordenado del desequilibrio externo chileno fue un factor importante también por su efecto favorable sobre las expectativas, al

atenuar el grado de incertidumbre. Esto contribuiría a la progresiva recuperación de los niveles de inversión privada así como a la mejora del balance de pagos, a través de la captación de flujos crecientes de inversión directa.

La economía de Chile ingresó en una nueva fase a comienzos de 1985. En ella el proceso de ajuste ganó en coherencia, se consolidó y, articulado con una serie de importantes reformas estructurales (que incluyó una nueva onda de privatizaciones de empresas públicas), dio lugar a la recuperación del sendero de crecimiento de la economía. En los primeros años de esta etapa, de todos modos, el desequilibrio externo se mantuvo en niveles elevados.

Entre 1986 y 1990 el producto creció a una tasa anual media superior a 7% y la tasa de desocupación cayó rápidamente desde sus elevados niveles previos. La absorción de ahorro externo tendió progresivamente a declinar, pero aún así el desequilibrio de la cuenta corriente fue superior a 5% del PBI en promedio, en 1986-1987. Sin embargo, a lo largo de esta fase, el muy fuerte y sostenido incremento de las exportaciones en volumen y la mejora de los términos del intercambio a partir de 1987 -merced a una situación muy propicia del mercado internacional del cobre- permitieron a Chile consolidar el ajuste. A ello contribuyó también la decisión gubernamental de invertir en forma intensa en la minería de cobre. El tipo de cambio, luego de un nuevo "salto" al inicio de esta etapa, se mantuvo en un nivel elevado, alrededor de 45% por sobre el promedio del lapso 1982-1984, lo que indudablemente contribuyó también a la consolidación del cierre externo. Este fue apuntalado además por un importante flujo de inversión directa. Chile pudo entonces, del mismo modo que Colombia, volver a crecer sin enfrentar el freno impuesto por la restricción de divisas.

La fuerte expansión económica, liderada en esta fase por la inversión y las exportaciones, permitió una rápida y marcada declinación de los indicadores de fragilidad financiera. En el mismo sentido actuó el éxito de los programas de conversión de deuda, que indujeron una fuerte disminución en el nivel del endeudamiento. Entre el año 1985 -en el que los programas de conversión fueron implementados- y junio de 1990 se retiraron 9600 millones de dólares de deuda. La inversión extranjera directa no sólo fue decisiva para reducir la carga del endeudamiento a través de los mecanismos de conversión, sino también para afrontar las necesidades financieras provenientes de la cuenta corriente. Entre 1987 y 1991, la IED dio cuenta de entre 50 y 60% de los ingresos brutos de capitales, lo que significa que asumió en el financiamiento el papel que en las fases previas del ajuste habían cumplido las entidades multilaterales.

A comienzos de los noventa, los indicadores de fragilidad financiera externa de Chile eran incluso más favorables que en 1980. El peso de los pagos netos de factores al resto del mundo declinó drásticamente. En 1991, la relación "deuda externa/exportaciones", por ejemplo, se ubicaba en 1.6. Es la más baja en el conjunto de países aquí considerados, levemente inferior a la de Colombia, inclusive. Al igual que Colombia, Chile reaccionó ante el cambio de la situación financiera externa a comienzos de los noventa tratando de limitar los ingresos de capitales especulativos de corto plazo y alentando los flujos de largo. Sufrió también, de todos modos, un proceso de paulatina apreciación cambiaria y de deterioro progresivo de la cuenta corriente, como la mayor parte de los países de la región.

La tercera de las experiencias de cierre perdurable de la brecha externa es la del Brasil. Los indicadores de endeudamiento no eran, en este caso, tan favorables como los colombianos a comienzos de los ochenta. Reflejaban el prolongado período de "crecimiento con endeudamiento" que había permitido a la economía brasileña expandirse a un ritmo acelerado pero absorbiendo ahorro externo en magnitudes relativamente elevadas, del orden de 4 puntos del PBI al año en la segunda mitad de los setenta. Pese a ello, la relación inicial "deuda externa/PBI" era muy inferior a la de Chile, por ejemplo. Tratándose de una economía comercialmente mucho más cerrada, el cociente "deuda externa/exportaciones" del Brasil era sin embargo el más elevado de los tres casos exitosos considerados hasta aquí: superaba el 300%.

Al igual que en las otras experiencias examinadas, los primeros años ochenta se caracterizaron por un desequilibrio externo elevado; el ahorro del resto del mundo promedió 5.2% del PBI en 1980-1982. Hasta la crisis de 1982 éste pudo financiarse en forma voluntaria; la política monetaria procuró inducir a las empresas privadas a la obtención de crédito externo y se sustituyó deuda interna de las empresas públicas por crédito internacional a fin de contribuir al financiamiento de la cuenta corriente. Pero luego de la crisis mexicana de 1982 la política de "financiar los desequilibrios" no pudo ya sostenerse y, a partir de 1983, bajo el monitoreo del FMI (con el que el gobierno brasileño suscribió ese año una Carta de Intención) se inició la fase más intensa del ajuste, que se extendería a lo largo de ese año y el siguiente. Ya venían desarrollándose, por otra parte, ingentes esfuerzos para consolidar el proceso de sustitución de importaciones. También se procuraba mejorar el saldo del comercio a través de medidas de política comercial (controles, licencias de importación, tributos sobre las compras externas, incentivos fiscales y créditos a la exportación). Como consecuencia de estas acciones, el saldo del intercambio de bienes tendió rápidamente a mejorar, aún antes del lanzamiento del plan ortodoxo convenido con el FMI. Parte de la caída de importaciones durante el período de ajuste resultó sin dudas del efecto ingreso de la recesión causada por las políticas contractivas, así como de la política comercial, pero se debió también a la maduración de grandes proyectos productivos en áreas como papel, celulosa, fertilizantes, metales no ferrosos y siderurgia, que se completaron por aquellos años. En muchos de ellos la inversión pública había tenido un papel central. Como consecuencia, la participación de las compras externas de insumos intermedios (distintos de combustibles y lubricantes) cayó de manera significativa (y permanente) en la primera mitad de los ochenta.

El proceso de ajuste iniciado en 1983 incluyó una considerable devaluación real. La paridad de la moneda doméstica frente al dólar de los EE.UU. se ubicó, considerando el promedio 1983-1984, alrededor de 46% por sobre el valor observado en 1982. Luego del pico alcanzado en 1985 tendió a declinar, en los últimos años de la década, para recuperarse nuevamente en 1991. Debe tomarse en cuenta, además, que el Brasil no había atravesado un proceso de intensa apreciación cambiaria como sucediera en otras economías de la región antes de la crisis. El tipo de cambio de 1980 era relativamente elevado en términos históricos.

El ajuste externo y fiscal iniciado en 1983 produjo una caída del PBI de 3.6% en ese año, acumulándose así una declinación superior a 7% en el lapso 1981-1983, la primera

recesión en el Brasil en la posguerra. En esta fase de ajuste ortodoxo, el efecto de las devaluaciones reales, sumado al proceso de cambio de la estructura de importaciones del país que ya se ha mencionado, permitió alcanzar un rápido equilibrio de balance de pagos. En sólo dos años, entre 1982 y 1984, el ahorro externo absorbido por la economía brasileña se redujo en casi 6 puntos del PBI, alcanzándose una situación equilibrada de la cuenta corriente. A ello contribuyó la muy intensa respuesta de las exportaciones (particularmente las industriales) al incentivo cambiario. Entre 1980 y 1983 las exportaciones a precios constantes aumentaron en alrededor de 3 puntos del PBI. La caída de las importaciones fue de magnitud similar.

A partir de 1984, y a despecho de ciertas fluctuaciones coyunturales, la situación balanceada de la cuenta corriente del Brasil se mostraría perdurable y ésa es la razón por la que se incluyó a este país como el tercer caso de cierre externo de largo plazo. Los indicadores de fragilidad financiera mejoraron leve y paulatinamente y las relaciones "deuda externa/PBI" y "deuda/exportaciones" retornaron a comienzos de los noventa a niveles muy similares a las que presentaban a comienzos de la década pasada.

Sin embargo, en un sentido importante este cierre fue incompleto si se compara con la situación equilibrada alcanzada por Chile y Colombia. A diferencia de estos países, que consiguieron mantener relaciones de normalidad con los acreedores externos y con los organismos multilaterales, sin incurrir en mora en los pagos, el Brasil -pese al equilibrio de largo plazo de su cuenta corriente- no lo logró. Desde 1984, luego de alcanzada una situación balanceada de la cuenta corriente, predominó la propensión a despegar de la tutela del FMI y tratar directamente con la banca comercial los pagos de intereses y las renegociaciones del principal. Más allá de las razones plausibles que puedan haber fundamentado esa actitud, la misma no dio los frutos que de ella se esperaban[6].

Así, en 1986 se logró un acuerdo con la banca acreedora en el que la "novedad" fue la ausencia del Fondo. El acuerdo entró en crisis junto con el propio plan de estabilización, el Plan Cruzado, conduciendo a una moratoria parcial en 1987, en la que los pagos de intereses a la banca comercial fueron suspendidos. Una situación semejante se produciría en 1989, el último año de la administración Sarney, signado por la incertidumbre y una marcada inestabilidad macroeconómica. Estas dos moratorias en los pagos de intereses a la banca, en 1987 y 1989, constituyen momentos particularmente críticos en lo que respecta a las relaciones financieras externas del Brasil, que contrastan con el aparente equilibrio de largo plazo de la cuenta corriente del balance de pagos[7].

En los primeros años de la presente década, pese al cuadro de inestabilidad de la economía del Brasil, el país se convirtió en receptor, como el conjunto de la región, de importantes flujos de capitales externos. Sin embargo, en tanto la política de preservación de la paridad cambiaria real y la continuación del cuadro recesivo preservaron el "megasuperávit" de la cuenta de comercio, los ingresos de capitales tuvieron contrapartida principalmente en una muy intensa acumulación de reservas. Esto dio lugar a su vez a un muy rápido crecimiento de la volátil y costosa deuda pública interna, dada la colocación de títulos con el fin de esterilizar el impacto monetario de la cuenta de capitales. De este modo, los problemas monetario-financieros que fueron a lo largo de los ochenta una dificultad

mayúscula para sucesivos intentos de estabilización seguían operando, en los primeros noventa, como un factor de inestabilidad de difícil desactivación.

Las dos economías de menor tamaño entre las consideradas, las de Bolivia y Costa Rica, alcanzaron también a establecer cuadros sostenibles en materia de sector externo, si bien en ninguno de los dos casos fue posible lograr, en ningún momento posterior a la crisis de la deuda, un resultado equilibrado en la cuenta corriente del balance de pagos. Aunque la evolución macroeconómica de estas economías presenta diferencias marcadas a lo largo de los ochenta, un trazo común a ambas experiencias de "cierre" externo fue el papel decisivo jugado por el apoyo crediticio recibido de los organismos multilaterales. En ambas, además, fue también de gran importancia el flujo de "transferencias unilaterales", que mitigó sensiblemente el desequilibrio de la cuenta corriente.

Bolivia y Costa Rica presentaban otros rasgos semejantes en las condiciones previas a la crisis. En ambos casos el grado de endeudamiento era muy elevado, medido por la relación "deuda/PBI". Sólo Chile, entre los países aquí considerados, enfrentaba una situación aún más desfavorable. Sin embargo, debido a que se trataba de economías relativamente abiertas, las relaciones "deuda externa/exportaciones" (de 1.8 en Costa Rica y 2.2 en Bolivia, en 1980) no eran de las más altas: su orden de magnitud era semejante al de Chile o México. Por otro lado, tratándose de economías en que el sector privado es relativamente débil y tiene limitada capacidad de endeudamiento, la participación de la deuda pública en la deuda externa total era, en los dos casos, notoriamente más elevada que en las restantes experiencias analizadas.

En Costa Rica, el flujo de servicios financieros al exterior era, en 1980, equivalente a casi 5% del PBI. Además, el fuerte déficit en la cuenta comercial elevó en ese año a casi 15% del PBI el requerimiento de ahorro externo. La combinación de las subas de las tasas de interés internacionales y una marcada declinación de los términos del intercambio (superior a 15% en 1981) llevó, en este último año, al abandono del régimen de tipo de cambio fijo vigente hasta entonces, sustituyéndolo por uno de paridad flotante. Frente a la magnitud del desequilibrio del balance de pagos, la flotación produjo una fuerte depreciación de la paridad nominal y real. Esta última prácticamente duplicaría, en 1982, a la vigente dos años antes. La fuerte depreciación cambiaria condujo a una marcada aceleración inflacionaria: medida por el IPC, la inflación pasó de 18% en 1980 a 82% en 1982. Pero además generó una notable mejoría del saldo del comercio, que de un déficit de 10 puntos del PBI en 1980 pasó a un superávit de casi tres puntos en 1982. Esta mejora fue motorizada principalmente por la muy fuerte declinación del volumen de las compras externas, a causa del cambio de precios relativos y de la recesión: la contracción de la demanda agregada llevó a una declinación del producto que fue del orden de 10% en 1981-1982. En valores corrientes, impulsadas por la devaluación, tanto las importaciones cuanto las exportaciones aumentaron sensiblemente su participación en el PBI. Las ventas al exterior alcanzaron a 45% del PBI en 1982.

Pese a la mejora del saldo comercial, sin embargo, el ahorro externo absorbido por la economía costarricense superó los 15 puntos del producto en 1981 (año en que la crítica situación del sector externo llevó al país a una moratoria en los pagos de la deuda) y

continuaría por sobre los 10 puntos del PBI hasta 1983, debido al notable aumento de los pagos de servicios al exterior, impulsado por la suba de las tasas de interés internacionales, el elevado endeudamiento y el aumento del valor de esos flujos a causa de la masiva devaluación del colón.

A mediados de 1982 se inicia otra etapa, extendida hasta 1985, en la que una nueva administración procura recuperar los equilibrios macroeconómicos básicos a través de una profundización del ajuste fiscal -iniciado ya con anterioridad-. Pero los cambios más notables se verifican en el tratamiento del desequilibrio del sector externo: el nuevo gobierno restablece las relaciones con los organismos financieros internacionales y en 1982 se reinicia el pago de una parte de los intereses. En diciembre se firma un acuerdo con el FMI y se inician negociaciones con el Club de París. En 1983 se restablecen también las negociaciones con la banca comercial, las que permiten recomponer el acceso al financiamiento externo. Debe resaltarse, además, el hecho de que la conflictiva situación de crisis política y económica (y bélica) de la región centroamericana posibilitó que Costa Rica recibiera un importante apoyo externo, particularmente del gobierno de los EE.UU.. Sumado a la recomposición de las relaciones con los organismos financieros internacionales y con la banca comercial, ese respaldo constituyó una señal favorable para la reducción del grado de incertidumbre y del riesgo para la inversión extranjera (García, 1993).

En este cuadro, la nueva administración pudo lograr la estabilización del mercado cambiario, abandonando la flotación. El mercado fue unificado a fines de 1983, institucionalizándose una política de minidevaluaciones periódicas. El "overkill" cambiario de 1981-1982 facilitó la viabilidad del nuevo esquema, dando margen para que la paridad real pudiese declinar moderadamente sin comprometer el ajuste alcanzado en la cuenta de comercio. La estabilización del tipo de cambio permitió también contener la tasa de inflación, que retornó a niveles inferiores al 10% anual, y contribuyó a la declinación de la carga real de los servicios financieros al exterior.

Un aspecto importante de las políticas de esta etapa en relación con el sector externo es el de la continuidad del apoyo por diversos mecanismos a las actividades de exportación tradicional y a las sustitutivas de importaciones, al tiempo que se fomentaban nuevas exportaciones no tradicionales, particularmente a mercados extra-regionales.

En la etapa subsiguiente, a partir de 1985, la economía recupera un sendero de crecimiento relativamente estable, con tasas de crecimiento que oscilan moderadamente en torno a un promedio de 4.4% a lo largo de la segunda mitad de los ochenta. En esta fase, la política de apoyo a las exportaciones se mantuvo, reforzada por una política cambiaria orientada a mantener el tipo de cambio real alcanzado a fines de la etapa anterior, objetivo en el cual fue visiblemente exitosa. Se avanza además, por etapas y con el apoyo del Banco Mundial a sucesivos programas de ajuste estructural, en la apertura comercial.

En esta fase la importancia de las transferencias unilaterales recibidas por Costa Rica se hace muy visible (superan el 2% al año, en promedio), pese a lo cual el ahorro externo absorbido continúa en niveles elevados (promedia 7.5% del PBI en la segunda mitad de la década). Sin embargo, la posibilidad de financiar este desequilibrio de fuentes externas

permitió a Costa Rica mantener la estabilidad y, al mismo tiempo, retornar a niveles de inversión próximos a los que se observaban antes de la crisis de la deuda.

A comienzos de los noventa, este país se constituyó también en receptor de flujos de capitales relativamente importantes, que al igual que en la región en su conjunto, tendieron a deprimir el tipo de cambio real (a partir de 1991) y a dificultar el manejo monetario, al tiempo que facilitaron un sustancial incremento del flujo de importaciones y dieron lugar a un nuevo deterioro de la cuenta corriente.

En Bolivia, por su parte, la crisis cambiaria estalla en 1981, cuando la combinación de las mayores tasas de interés externas y una caída de casi 10% en los términos del intercambio lleva el déficit de la cuenta corriente del balance de pagos a cifras del orden de 8 puntos del PBI. A comienzos de 1982, poco después de una maxidevaluación que no logró evitar el colapso del régimen cambiario, se instaura un régimen dual, con tipo flotante para la mayor parte de las transacciones. Sin embargo, habría aún varios regímenes cambiarios entre ese año y 1985, manifestación de sucesivos intentos fracasados de estabilizar la paridad y detener el proceso de aceleración inflacionaria. La explosividad de este proceso se asocia directamente a la marcada restricción del financiamiento externo. En este punto, la experiencia boliviana contrasta claramente con la de Costa Rica. Enfrentando mayores limitaciones en su acceso a recursos financieros externos, la economía boliviana no pudo evitar un prolongado período de inestabilidad -marcado por aceleraciones inflacionarias que concluirían en la hiperinflación de 1985- y una sostenida declinación del producto, cuyas tasas de variación fueron negativas por cinco años consecutivos.

A diferencia de lo que se observó en Costa Rica, esta situación forzó a Bolivia a un mayor ajuste del sector externo: los saldos del comercio fueron positivos entre 1982 y 1984, período en que las transferencias financieras del exterior fueron consecuentemente negativas. En ese último año el ahorro externo absorbido por Bolivia fue inferior a los 2 puntos del PBI, el valor más bajo posterior a la crisis. Sin embargo, en contraste con la mayor parte de los casos exitosos de cierre externo que hemos examinado, en Bolivia las exportaciones mostraron un comportamiento muy poco dinámico. De hecho, entre 1981 y 1985 el valor de las ventas externas se redujo en forma continua, cayendo en una magnitud equivalente a alrededor de 6 puntos del producto. La reducción de la producción y de las exportaciones de minerales constituye la principal explicación de dicha caída.

En 1984, Bolivia suspendió los pagos a la banca comercial. Los atrasos en los pagos de la deuda externa constituirían una fuente de financiamiento importante del nuevo programa de estabilización, lanzado en 1985, que dio inicio a una nueva etapa. Al inicio de ésta, la estabilización cambiaria en un mercado libre fue un elemento clave de la estabilización. Como parte del paquete de medidas de corto plazo y reformas estructurales que constituyó la llamada Nueva Política Económica se instituyó un régimen de flotación controlada. El esquema cambiario atravesó varias etapas, incluyendo una fase de estabilidad del tipo nominal, sostenido por el gobierno y, desde marzo de 1987, una fase en que se siguió una regla cambiaria no explicitada de "*crawling-peg*" mediante minidevaluaciones periódicas que mantuvieron la paridad real en un nivel elevado.

A partir de 1986 el déficit de cuenta corriente sin transferencias unilaterales representó unos 10 puntos del PBI, más del doble que en el período 1982-1984. El financiamiento de este déficit y la acumulación de reservas provino inicialmente de la suspensión de pagos a la banca comercial, pero luego adquirió relevancia el crédito bilateral y multilateral, cuyo papel fue entonces decisivo para consolidar la estabilización.

La continuidad del apoyo multilateral en la segunda mitad de la década implicó una creciente transferencia positiva. Así como la desestabilización estuvo asociada a la transferencia financiera negativa (y a la generación de superávit comerciales), la estabilidad se asocia con una transferencia financiera positiva (y la generación de déficit de comercio). Comparada con la transferencia del período 1982-1985, la de la segunda mitad de los ochenta implica un incremento anual de recursos de casi cinco puntos del producto. A éstos deben agregarse los resultantes del aumento de las transferencias unilaterales corrientes, que aportaron anualmente recursos del orden de los 3 puntos del PBI.

Hacia el final de la década las exportaciones bolivianas tendieron a recuperar cierto dinamismo. Sin embargo, la fragilidad del sector externo y la dependencia del financiamiento y las transferencias siguieron siendo elevadas. El cambio de la coyuntura financiera externa a comienzos de los noventa, entre tanto, permitió también a Bolivia financiar, al costo de un desequilibrio de cuenta corriente nuevamente creciente, una recuperación de los niveles de inversión, tanto pública como privada, aunque eso no se reflejara en lo inmediato en tasas de crecimiento más elevadas. La inversión extranjera ha venido teniendo un papel relevante, puesto que constituyó en los últimos años casi la mitad del total de la inversión privada, orientándose en especial hacia la minería.

México y Argentina, por su parte, presentaban a comienzos de la década pasada niveles de endeudamiento intermedios entre los de Colombia y de Brasil[8]. Pero a diferencia de estos países y a pesar de los importantes esfuerzos que realizaron para cerrar la brecha externa en los ochenta, registraron avances y retrocesos, sin alcanzar situaciones de cierre perdurable.

Hasta 1981 la economía mexicana continuó en el sendero de rápida expansión con endeudamiento de la segunda mitad de los setenta (alimentada también por los ingresos generados por la bonanza petrolera). En contraste con el caso colombiano, la situación de bonanza se conjugó en México con políticas domésticas de claro signo expansionista; de modo que a pesar de los fuertes ingresos de divisas obtenidos mediante las exportaciones petroleras, el ahorro externo promedió 4.2% del PBI al año entre 1975 y 1979. Impulsado por la suba de las tasas de interés internacionales y por el debilitamiento del mercado petrolero en 1981, superó los 5 puntos del producto en el bienio 1980-1981. El desequilibrio de la cuenta corriente determinó que la deuda externa se duplicara entre 1978 y 1981, alcanzando los 72 mil millones de dólares. Las crecientes dificultades de México para sostener esa situación financiera frágil en un contexto de tasas de interés internacionales muy elevadas alimentó la incertidumbre cambiaria y dio lugar a fugas de capitales. En 1982 el déficit de cuenta corriente se redujo, pero las referidas fugas impidieron que esa mejora se reflejara en un cuadro macroeconómico más equilibrado: provocaron una sustancial caída

de reservas y llevaron a la moratoria en los pagos externos. En ese contexto se introdujeron controles de cambio y se reimplantaron los permisos previos de importación.

Se inició a partir de entonces una fase de ajuste externo y fiscal a cualquier costo, en la que la devaluación real y reducciones drásticas del gasto público, particularmente de inversión, jugaron roles centrales. A fines de 1982 se lanzó un plan de estabilización, el Programa Inmediato de Reordenamiento Económico -PIRE-, al tiempo que se llegaba a un acuerdo de facilidades ampliadas con el FMI. El programa produjo un ajuste externo muy significativo, si bien al costo de profundos desequilibrios domésticos, en un cuadro de gran inestabilidad e incertidumbre. El PBI declinó alrededor de 5% en 1982-1983. Con la recesión, las importaciones se contrajeron. La fuerte devaluación real actuó en el mismo sentido, y contribuyó también a generar una rápida y notable expansión de las exportaciones. El tipo de cambio real medio (peso/dólar de los EE.UU.) de 1983-84 superó en alrededor de 60% a la paridad real promedio de 1981. En 1983, las importaciones a precios constantes fueron inferiores a las de 1980 en casi siete puntos del PBI. Las exportaciones entre ambos años habían aumentado en más de cinco puntos del producto.

Esas cifras revelan claramente la extraordinaria magnitud del ajuste del balance de pagos de México. El ahorro externo dio un vuelco notable, pasando de casi 6% del PBI en 1981 a -4% en 1983, una variación de diez puntos del producto. A partir de entonces el saldo favorable alcanzado en la cuenta corriente tendió a declinar, pero aún así el ahorro externo promedió -2% del PBI entre 1983 y 1987. Entre los costos del proceso de ajuste se contó una fuerte aceleración de la inflación, que de niveles anuales inferiores a 30% a comienzos de la década, pasó a promediar aproximadamente 90% en el bienio 1982-1983.

Sin embargo, en 1985 y pese a la significación del ajuste alcanzado previamente, la tendencia a la desmejora paulatina de las cuentas externas, en un contexto de progresiva revaluación del peso y acentuada incertidumbre macroeconómica -vinculada al elevado ritmo inflacionario- dio lugar a una corrida cambiaria y a una significativa pérdida de reservas. A partir del año siguiente la situación se tornó aún más difícil debido al comportamiento desfavorable de los términos del intercambio, que en 1986 cayeron más de 25% en relación con los ya deprimidos niveles precedentes.

Se inició entonces una nueva fase de ajuste dentro del ajuste. Merced a una sucesión de devaluaciones que elevaron perceptiblemente la paridad real en 1986-1987 (más de 30% por sobre el nivel de 1985), se obtuvo un importante aumento de las exportaciones no petroleras (y cierta caída de las importaciones, en términos reales). Esto permitió recomponer un significativo superávit en cuenta corriente en 1987 y acumular reservas, aunque nuevamente con un costo en términos de producto (el PBI declinó casi 4% en 1986) y de una nueva aceleración de la inflación, la que superó el 100% anual en el bienio 1986-1987.

La acumulación de reservas a causa del "sobreajuste" producido en este lapso fue muy importante para apuntalar el lanzamiento, a fines de 1987, de un nuevo plan de estabilización, el Pacto de Solidaridad Económica (PSE). A diferencia de Chile y también de Bolivia y de Costa Rica, México no contó con ayuda externa significativa de los organismos multilaterales para llevar adelante la estabilización. Así, la disponibilidad inicial

de divisas permitió financiar el sector externo en la primera etapa del plan, hasta tanto el mismo fue ganando en credibilidad y pudo lentamente recomponerse el financiamiento externo voluntario.

El PSE consiguió alterar de manera muy clara, en sentido favorable, el comportamiento dinámico de la economía mexicana de finales de los ochenta y comienzos de los noventa. Transcurrida la fase de afianzamiento del programa, el éxito de la estabilización fue favorecido por la disponibilidad creciente de ahorro externo. Este permitió financiar un desequilibrio comercial en expansión, originado en un conjunto de factores que incluye el sostenido nivel de demanda doméstica, el proceso de apertura comercial y la progresiva apreciación real asociada a la utilización del tipo de cambio como una de las anclas nominales del proceso de formación de precios. Los saldos de la cuenta de capital del balance de pagos pasaron a arrojar abultadas cifras positivas desde 1989. El acuerdo Brady alcanzado en 1990 y los avances en materia de privatizaciones contribuyeron en el mismo sentido, de modo que México pudo beneficiarse a tasa creciente con el giro favorable de la situación financiera internacional. Al punto que en 1991 absorbió ahorro externo en una magnitud de casi 5 puntos del PBI, flujo semejante al observado en los primeros años de la década pasada, a pesar del menor peso de los pagos netos a factores del exterior. La expansión del desequilibrio en la cuenta corriente fue configurando, entre tanto, una situación de creciente fragilidad financiera.

La Argentina, por su parte, presentaba a comienzos de los ochenta un grado de endeudamiento sólo levemente menor al del Brasil, medido por el cociente "deuda externa/exportaciones". Esto se daba a pesar de tratarse de una economía algo más cerrada comercialmente (de acuerdo con la reciente revisión de las cuentas nacionales) y también pese al hecho de que el flujo de ahorro externo había sido negativo en la segunda mitad de los setenta. En esto el presente caso se diferencia también de lo observado en la mayor parte de las experiencias ya analizadas, particularmente las del Brasil, Chile y México. El ahorro externo se tornó positivo recién en 1979, y en 1980 superó los 2 puntos del PBI.

En verdad, el fuerte endeudamiento del país se vinculó en mayor medida con fenómenos de naturaleza financiera, antes que con la generación de niveles de absorción superiores al ingreso nacional. En un principio, tuvo origen en movimientos especulativos de los portafolios privados durante la vigencia del plan de estabilización aplicado desde fines de 1978, y en la sustitución de crédito interno por crédito externo por parte de empresas y organismos públicos. Posteriormente, el aumento de la deuda neta fue alimentado por las masivas fugas de capitales que siguieron a la crisis de ese programa. De todos modos, la cuenta corriente del balance de pagos se había deteriorado con rapidez a lo largo del proceso de apreciación cambiaria iniciado en 1978. En 1980 el tipo de cambio real era un 45% menor al de 1977, y se registraba por entonces el primer déficit comercial desde 1975. A comienzos de 1981, la pérdida de reservas puso fin a la política de estabilización basada en la prefijación de las tasas de devaluación y comenzaron los esfuerzos de ajuste del balance de pagos, a través de una sucesión de maxidevaluaciones. El tipo de cambio promedio de 1981 (peso/dólar de EE.UU.) superó en más de 50% al del año previo, en términos reales. Se adoptaron además diversas medidas de subsidio al endeudamiento privado y se forzó el endeudamiento del sector público (como se había hecho en la fase anterior para apuntalar

la política de prefijación de la tasa de cambio), con el objeto de financiar el desequilibrio en cuenta corriente, que crecía ahora en función del súbito incremento de los servicios financieros.

Las devaluaciones produjeron una caída importante del producto, de casi 9% en el bienio 1981-1982, contribuyendo a la reducción del flujo de importaciones. En 1982 la situación de la Argentina cambió radicalmente, antes de la crisis mexicana, como resultado del conflicto bélico por Malvinas. El crédito externo voluntario desapareció, se restableció el control de cambios y se aplicaron numerosas restricciones a la importación. Las devaluaciones masivas continuaron. El tipo de cambio promedio de 1983 casi triplicaba en términos reales al vigente en 1980. Al precio de una fuerte aceleración inflacionaria y de la recesión, en esta fase de "ajuste caótico", extendida hasta 1984, se consiguió alterar significativamente el resultado del comercio con el resto del mundo. Para ello fue fundamental el comportamiento de las importaciones, que a precios constantes declinaron en casi 6 puntos del PBI entre 1980 y 1983. El saldo del balance comercial pasó de deficitario en 1980 (-1.4% del PBI) a valores positivos que promediarían casi 4 puntos del producto entre 1983 y 1985.

Sin embargo, debido al simultáneo y muy marcado incremento de los flujos de pagos netos a factores al exterior, que entre 1980 y 1985 fue de más de 5 puntos del PBI, la Argentina no pudo alcanzar el equilibrio de la cuenta corriente del balance de pagos. Por el contrario, el ahorro externo absorbido año a año continuó rondando, en la primera mitad de los ochenta, los dos puntos del PBI, con excepción de 1985, cuando cayó a apenas medio punto del producto.

Debe resaltarse el hecho de que si bien la absorción de ahorro externo por parte de la economía argentina era comparativamente mucho menor que la recibida en el mismo período por Chile, por ejemplo, a diferencia del caso chileno estos flujos distaron de ser el resultado de las negociaciones externas o de decisiones voluntarias de los acreedores. Reflejaron, en lo sustancial, la "captación" de ahorro externo involuntario en la forma de atrasos en los pagos de intereses a la banca acreedora.

Desde mediados de 1985 la dinámica macroeconómica de la Argentina cambió, luego de la instrumentación del Plan Austral. Este no se proponía profundizar el ajuste externo parcial alcanzado hasta entonces, sino desactivar la amenaza hiperinflacionaria, recuperando equilibrios domésticos y recomponiendo las relaciones con los acreedores externos y con el FMI. Su efecto impacto favorable fue muy notable, en particular sobre el proceso inflacionario y sobre las cuentas fiscales.

El éxito antiinflacionario del Plan Austral dio lugar a una rápida expansión económica. El aumento de las importaciones asociado a ésta produjo desde un comienzo una desmejora del balance de pagos. Pero posteriormente gravitó de manera perceptible en la reapertura de la brecha externa la fuerte caída de los términos del intercambio entre 1985 y 1987. Las exportaciones declinaron y el saldo favorable del balance de comercio prácticamente desapareció.

Así, como sucediera en el caso mexicano, la situación de relativo equilibrio alcanzada por Argentina a mediados de los ochenta no pudo mantenerse. Las dificultades crecientes en el frente externo de la economía desembocaron en una moratoria de hecho en los pagos de intereses a la banca comercial, a partir de abril de 1988. Desde entonces, los atrasos de intereses se acumularon con rapidez.

A ese cuadro de marcada fragilidad financiera externa se sumó, desde fines de 1988, la incertidumbre política asociada al proceso electoral que condujo a la presidencia a Carlos Menem. Este fue uno de los factores más importantes en la configuración del escenario macroeconómico que desembocaría en hiperinflación, detonada por una burbuja especulativa en el mercado cambiario, a partir de febrero-marzo de 1989.

A lo largo de 1989-1990, el saldo comercial del país mejoró notablemente. Esto fue en parte resultado del impacto de la hiperinflación sobre el nivel de actividad (el PBI declinó más de 6% en 1989) y del elevado tipo de cambio real que resultó del mismo proceso. La Argentina, en cierta forma al igual que México unos años antes, acumuló reservas como resultado del "overkill" cambiario vinculado en este caso a la violenta depreciación real que se produjo durante la hiperinflación. En 1990 se obtuvo, en efecto, un superávit en la cuenta corriente del balance de pagos por primera vez desde 1978.

Esa acumulación de reservas fue uno de los factores que hicieron posible el lanzamiento, en abril de 1991, del plan de estabilización basado en la libre convertibilidad de la moneda doméstica a una paridad fija con el dólar de EE.UU., establecida por ley. A partir de entonces la dinámica de corto plazo de la economía cambió nuevamente en forma perceptible. La inflación descendió rápidamente y el nivel de actividad se expandió a un ritmo sin precedentes en décadas. En ese contexto, una notoria apreciación de la moneda doméstica, combinada con la apertura comercial de shock que precedió al lanzamiento del plan y con la intensa recuperación económica, generó un rápido aumento de los requerimientos de ahorro externo. En dos años, la economía pasó de un nivel de ahorro externo negativo del orden de 1.4% del PBI a absorber un flujo positivo próximo a los 4 puntos del producto (y superior a 7% del PBI, en 1992, medido a precios constantes de 1986). Eso se dio a pesar de la declinación persistente de los pagos a factores del exterior debido a la baja de las tasas de interés externas; en 1992 ese flujo fue el menor, como porcentaje del producto, de los registrados desde 1980. La cuenta de comercio resultó deficitaria por primera vez desde 1981.

En los últimos años los indicadores de fragilidad financiera de la Argentina tendieron a mejorar en relación con los niveles críticos que alcanzaran en la segunda mitad de los ochenta. Contribuyó a ello, adicionalmente, la concreción de un acuerdo de renegociación en el marco del Plan Brady, completado en 1993, y los fondos externos atraídos por el proceso de privatizaciones.

Sin embargo, cabe observar que, por un lado, la relación "deuda externa/PBI" de la Argentina está afectada por la fuerte apreciación de la moneda doméstica a lo largo de los primeros años noventa y, por otro, la relación "deuda/exportaciones", que también ha evolucionado favorablemente (si bien en forma leve), es de todos modos mucho más elevada

de lo que era a comienzos de los ochenta. Es asimismo la mayor en el conjunto de países que aquí se examinan, poniendo de relieve la fragilidad que el cuadro externo del país puede presentar frente a un cambio desfavorable de las condiciones financieras externas.

A modo de síntesis, nuestra rápida revisión de las experiencias exitosas de cierre externo muestra que en todas ellas la consistencia y el grado de éxito de las políticas orientadas a incrementar las exportaciones y/o reducir importaciones ha sido muy importante para alcanzar ese objetivo. Bolivia es tal vez la única excepción en ese plano.

Además, prácticamente en todos los casos examinados fue significativa la acción estatal en esas áreas o en alguna de ellas, como sucediera con las inversiones en minería en Colombia y en Chile, con los proyectos de sustitución de importaciones de insumos industriales intermedios de uso difundido, en el caso del Brasil, y con la promoción de exportaciones no tradicionales y a mercados extra-regionales en el caso de Costa Rica.

Colombia, por otra parte, testifica la importancia del bajo grado de endeudamiento inicial como condición de su exitoso ajuste externo, así como la contribución de las "transferencias unilaterales privadas" para la consolidación de una cuenta corriente equilibrada. Como se indicó, el menor grado de desequilibrio stock-flujo inicial en Colombia posibilitó un ajuste menos traumático que en todos los restantes casos considerados, en los que el impacto recesivo del ajuste fue muy significativo y se observaron fuertes aceleraciones inflacionarias (con las excepciones de Chile y Costa Rica).

El caso chileno, por su parte, ilustra sobre la importancia de la preservación del acceso al crédito externo durante el ajuste. Ese elemento, así como una evolución favorable de los términos del intercambio y de las cantidades exportadas, y el éxito para atraer un flujo importante de inversión extranjera directa fueron otros rasgos destacados del proceso de ajuste externo de Chile en los ochenta. Hay que destacar también el exitoso desempeño exportador en rubros distintos del cobre, a lo que contribuyó la política orientada a mantener un tipo de cambio real elevado y estable.

En los casos de Costa Rica y de Bolivia, que comparten con Chile el rasgo de haber mantenido niveles de absorción de ahorro externo elevados en la segunda mitad de los ochenta, el rol del financiamiento externo proveniente principalmente de los organismos multilaterales, juntamente con las transferencias unilaterales, fueron también de decisiva importancia para la estabilización.

El caso del Brasil, por otro lado, ilustra sobre la insuficiencia del cierre de la brecha externa como condición para alcanzar un grado aceptable de estabilidad macroeconómica, aunque es sin dudas una condición necesaria para la misma. Por otra parte, muestra también que la "calidad" del cierre externo puede tener consecuencias macroeconómicas de relevancia, por sus efectos sobre las expectativas y sobre la capacidad de la economía de adaptarse ante las fluctuaciones de corto plazo de su sector externo. En relación con esto último, cabe indicar que la inestabilidad de las relaciones financieras con los acreedores externos se convirtió en una fuente permanente de incertidumbre, que gravitó en forma

negativa sobre el desempeño macroeconómico y particularmente sobre la recuperación de las tasas de inversión, afectando en consecuencia el ritmo de crecimiento.

En las experiencias de Argentina y México, por su parte, el extremo racionamiento del crédito externo, las fluctuaciones de los términos del intercambio y la tendencia a las fugas de capitales a causa de la marcada inestabilidad e incertidumbre macroeconómica se conjugaron para hacer que los logros en materia de cierre de la brecha externa no pudieran consolidarse.

2. La brecha fiscal

El efecto impacto de los shocks externos negativos de comienzos de los ochenta se reflejó también fuertemente en las cuentas fiscales de los países latinoamericanos. En primer lugar, por el aumento de la carga de intereses sobre la deuda pública, dado que en todos los casos el sector estatal detentaba una fracción sustancial de los pasivos externos. En algunos países (en Argentina y Chile, en particular) fue también determinante, posteriormente, el proceso de estatización de la deuda privada mediante diversos mecanismos que acarrearon fuertes transferencias de riqueza desde el sector público hacia los deudores privados favorecidos.

Además de los fenómenos de naturaleza financiera ya mencionados, en otros casos fueron de peso, en los primeros años ochenta, factores reales como las elevadas tasas de inversión estatal, tal cual sucediera en Colombia y Brasil, o los fuertes subsidios al sector privado, en este último país.

El grado de desequilibrio fiscal inicial, antes del shock, y la magnitud de este último, así como, posteriormente, las repercusiones del ajuste externo sobre las cuentas públicas, fueron condicionantes fundamentales del grado de éxito que habrían de alcanzar los distintos países en el cierre de la brecha fiscal.

Un aspecto importante de la interacción entre los procesos de ajuste externo y fiscal es el problema de la transferencia doméstica. Los procesos de ajuste externo tendieron a generar excedentes de divisas en la cuenta de comercio, de los que debía apropiarse fundamentalmente el sector público (dado que el grueso de la carga de intereses externos recayó sobre éste). En la medida en que el excedente de divisas es fundamentalmente privado, el objetivo de política fiscal debería ser la generación de un superávit primario de las cuentas públicas equivalente al superávit (privado) del comercio con el resto del mundo. De lo contrario, el sector público debería financiar la "transferencia doméstica" colocando deuda o mediante emisión monetaria, lo que tiene potencialmente efectos desestabilizantes, dada la estrechez que es típica de los mercados financieros en América Latina. Efectivamente, el grado de éxito en la resolución ordenada del problema de la transferencia doméstica, que se examinará en mayor detalle en la sección tercera del trabajo, fue uno de los determinantes fundamentales de la estabilidad/inestabilidad macroeconómica de los distintos países de la región en los ochenta.

Dos de las experiencias de ajuste exitoso analizadas más arriba al enfocar la evolución del sector externo, las de Chile y Colombia, se destacan también por el logro de cierres perdurables del desequilibrio fiscal. En ambos casos, la situación de las cuentas públicas previa al shock era más favorable que en los restantes países considerados.

En Colombia, la disciplina fiscal había acompañado a la bonanza externa de la segunda mitad de los setenta. Como consecuencia, las cuentas públicas presentaban una situación equilibrada, con un reducido déficit que rondaba el 1% del PBI en 1979. Además de un grado menor de endeudamiento global y del sector público en particular, la economía colombiana mostraba también un mayor grado de monetización, asociado a menores niveles de inflación, lo que tornaba poco dificultoso el financiamiento doméstico de un desbalance muy moderado de las cuentas públicas. Ese panorama equilibrado había comenzado a cambiar ya en 1979, cuando la política fiscal adoptó un giro expansivo que se reflejaría en el comportamiento de la inversión estatal. Entre 1980 y 1983 la misma se incrementó en más de 2 puntos del PBI, convirtiéndose en el principal factor explicativo del deterioro del resultado primario del sector público consolidado (que pasó de -2% del PBI en 1980 a -5.7% en 1983).

El deterioro de las cuentas públicas se acentuó a partir de 1980, y en él gravitó fuertemente la crisis del sector cafetalero. A ese impacto se sumó la suba de los devengamientos de intereses sobre la deuda externa, factor que de todos modos tuvo importancia moderada debido a los relativamente bajos niveles de endeudamiento. Como resultado de esta combinación de factores, el déficit consolidado sube fuertemente, promediando un 6.6% del PBI en el lapso 1982-1984, en el que el déficit primario se aproximó a los cinco puntos del producto.

Ese desequilibrio fiscal no es particularmente bajo en el contexto latinoamericano, medido como porcentaje del PBI. Es comparable al que por entonces presentaba la Argentina y mayor que el de Brasil y Chile. Como sucediera con el sector externo, sin embargo, también en el plano fiscal las relaciones stock/flujo y stock/stock de Colombia ("deuda pública/PBI", "deuda pública/monetización", por ejemplo) son en general más favorables que en las restantes economías consideradas. Frente a esta situación, una serie de medidas fiscales moderadas, aplicadas gradualmente, bastó para conducir a una rápida mejora de la situación financiera del sector público colombiano a partir de 1984. Desde el pico de 1983, el déficit primario consolidado cayó sostenidamente hasta convertirse en superávit en 1987. Como consecuencia de este comportamiento del resultado primario y del peso relativamente menor de los intereses de la deuda, el sector público de Colombia presentó una situación relativamente equilibrada y estable desde 1986 en adelante, con un déficit consolidado levemente superior a 1% del PBI en promedio entre ese año y 1990.

La recomposición del cuadro fiscal reconoce tres causas principales. En primer lugar, el comportamiento favorable de los muy importantes ingresos no tributarios, particularmente derivados de los sectores petrolero y cafetalero. Los ingresos no tributarios se ubicaron siempre por sobre los siete puntos del PBI a partir de 1986, lo que representa aproximadamente un tercio del flujo total de recursos corrientes. En segundo lugar, operó en el mismo sentido la política tributaria, a través de una reforma que incluyó la

implementación del IVA desde 1983, mecanismos de ahorro forzoso, y una mejora en la administración. Y en tercer lugar, contribuyó a reequilibrar financieramente al sector público la caída de la inversión estatal, luego de concluidos los grandes proyectos energéticos y de infraestructura encarados a fines de los setenta. Pese a este descenso, la inversión pública se mantuvo en niveles que resultan comparables a los previos a la crisis: promedió alrededor de 7% del PBI en 1986-1990, cifra similar a la registrada en 1980.

Debido al grado de éxito alcanzado en el ajuste de las cuentas fiscales de Colombia, el sector público ejerció menor presión sobre los mercados financieros y monetarios domésticos de lo que se observara en la mayor parte de los restantes casos considerados. Esto contribuyó a preservar un grado de monetización relativamente estable. Medido por la relación M2/PBI este incluso se incrementó en la fase de ajuste, alcanzando un pico superior a 32% en 1985. A fines de los noventa ese coeficiente era muy semejante al de comienzos de la década.

En el caso de Chile, la situación fiscal inicial era aún más favorable que la colombiana. En efecto, las cuentas públicas presentaban un superávit primario superior a los 6 puntos del PBI, y un superávit operativo de 5.7% del producto en 1980. Sin embargo, el impacto de los shocks desfavorables de comienzos de los ochenta fue de mucho mayor intensidad debido al mayor grado de endeudamiento, agravado posteriormente por la estatización de buena parte de la deuda externa privada.

Aunque el impacto de esos shocks de naturaleza financiera fue notorio, el abrupto deterioro de la situación fiscal chilena se debió centralmente al comportamiento del resultado primario: éste pasó de un superávit de 6.4% del producto en 1980 a un déficit de casi 4% del PBI en 1982. Como la inversión pública declinó muy moderadamente, ese perfil del resultado primario replica muy aproximadamente la trayectoria del ahorro del sector estatal chileno. Esta se debió, a su vez, a la conjugación de un incremento muy marcado del gasto corriente (superior a 6% del PBI, en dos años) con una declinación de los ingresos corrientes del orden de 3% del PBI.

Entre 1982 y 1984, en la fase de ajuste con inestabilidad e incertidumbre, el desequilibrio de las cuentas públicas se mantuvo en un nivel elevado. El resultado primario fue negativo y superior a 3% del PBI en valor absoluto, en promedio, y el déficit operativo consolidado se ubicó por sobre 6% del producto. Sin embargo, en este período, la disponibilidad de financiamiento externo permitió evitar las consecuencias desestabilizadoras sobre los mercados financieros domésticos que se observaran en otras economías de la región en el mismo lapso. Hizo incluso posible que se iniciara la recuperación de la tasa de inversión del sector público. En 1984 ésta se ubicó en 6% del PBI y superó los 7 puntos al año siguiente, ubicándose claramente por sobre los registros previos a la crisis.

A partir de 1985 el desequilibrio fiscal declinó en forma sostenida, alcanzándose una situación equilibrada hacia 1988. A esta mejora contribuyeron de manera importante los recursos generados por la explotación estatal del cobre[9].

Otro factor que favoreció el equilibrio fiscal a partir de 1985 fue el ingreso de fondos a partir de la nueva onda de privatizaciones. Estos fueron en parte utilizados para el financiamiento de gasto corriente.

En este período, no sólo mejoraron las cuentas públicas, sino que esta mejoría se dio juntamente con el ya referido incremento de la inversión pública, que se ubicó, en promedio, en torno de siete puntos del PBI en 1985-90, luego de haber promediado alrededor de 5% del producto en la primera mitad de los ochenta. En este plano la experiencia del ajuste fiscal chileno es manifiestamente atípica. En las otras experiencias consideradas la inversión pública tendió a declinar, y lo hizo muy abruptamente en México y Argentina. El único otro caso entre los examinados en que la inversión pública retornó a los niveles pre-crisis a fines de los ochenta es el de Bolivia.

De las restantes economías aquí examinadas, el ajuste más completo de la brecha fiscal en los ochenta fue el alcanzado por México, país que puede incluirse, en este aspecto, entre los relativamente exitosos. También las economías de menor tamaño entre las consideradas, Costa Rica en particular, y en menor medida Bolivia, alcanzaron situaciones manejables en materia fiscal.

En el caso de Costa Rica, el desequilibrio financiero fiscal era elevado al comienzo de los ochenta: el déficit operativo superaba los 9 puntos del PBI. Sin embargo, aún dentro de la fase de inestabilidad extendida hasta 1982, la situación fiscal tendió a mejorar de manera más o menos rápida, a pesar del muy notable incremento de los flujos de intereses sobre la deuda. Varios factores contribuyeron a explicarlo. Entre ellos, es crucial el aumento de la recaudación de tributos sobre el comercio exterior, al calor del muy fuerte incremento de la participación de importaciones y exportaciones en el PBI, como resultado de la devaluación real. Ambos flujos, sumados, equivalieron en 1981 a 91.5% del producto a precios corrientes, alrededor de 28 puntos por sobre el valor de esa relación en 1980. En particular, mediante diversas medidas tributarias, el gobierno costarricense trató de captar una proporción de las ganancias extraordinarias que la devaluación generó al sector exportador. Como resultado de estas acciones, los tributos sobre las ventas externas proporcionaron en 1981 casi 30% de los ingresos corrientes totales del gobierno central, cuando previamente apenas superaban el 10%. Los impuestos al comercio exterior llegaron en 1982 a casi 45% de los ingresos corrientes totales de esa jurisdicción. Paralelamente, el gasto real se estaba contrayendo de manera pronunciada, en especial por el rezago de los ajustes de remuneraciones en relación con el ritmo de la inflación.

En la fase siguiente, iniciada en la segunda mitad de 1982, la continuidad de la recomposición de las cuentas fiscales de Costa Rica se asentó en aumentos de las tasas impositivas y en una reforma tributaria (llevada a cabo en 1983) que significó una elevación de la carga de tributos directos. Como resultado de las mejoras en la recaudación y de la tendencia declinante de la inversión pública (cuya participación en el PBI llegaría, a finales de los ochenta, a sólo la mitad de la observada en 1980), el resultado operativo fiscal fue superavitario entre 1983 y 1988, promediando aproximadamente 2.5% al año.

En 1989 y nuevamente en 1990, sin embargo, el sector público registra un déficit de esa misma magnitud. Este se debió en parte al rápido aumento de los incentivos fiscales a las exportaciones -a mercados extra-regionales, en especial- así como a las presiones salariales en el sector público. La respuesta frente a esta situación -que se reflejó también en un alza del ritmo inflacionario-, fue el lanzamiento de un nuevo programa de corte ortodoxo, que produjo una devaluación real importante, recomponiendo nuevamente el saldo del comercio, y que habría de incorporar un conjunto de medidas de reforma de la economía pública, incluyendo reducciones de personal, privatizaciones de empresas y reformulación de los programas de inversión estatal, entre otras acciones que permitieron reequilibrar las cuentas fiscales en 1991.

En Bolivia, por su parte, el desequilibrio de las cuentas públicas rondaba los 8 puntos del PBI al comienzo de los ochenta. La desaparición del financiamiento externo al sector estatal significó en 1982, respecto a los años inmediatamente precedentes, un shock del orden de los seis puntos del producto. La magnitud y velocidad del cambio, en condiciones de inexistencia práctica de financiamiento doméstico, fue una causa importante de la desestabilización.

En el período subsiguiente, de marcada inestabilidad macroeconómica, entre 1982 y 1985, el déficit operativo creció en forma extraordinaria, superando los 24 puntos del producto. Una partida que contribuyó decisivamente a esta apertura de la brecha fiscal fue la denominada "otros gastos", referida a erogaciones efectuadas por el Banco Central, cargadas al Tesoro y no especificadas en la hoja de balance del sector público. A esta partida, que en 1982 se elevó a 8.4% del PBI, correspondió un papel crucial en los desequilibrios financieros del período de desestabilización. Tales gastos corresponderían principalmente a pérdidas cambiarias del Banco Central, las que en consecuencia constituirían transferencias de capital al sector privado y serían consecuencia del crecimiento explosivo del tipo de cambio.

Sin embargo, el déficit primario -que no incluye los "otros gastos" mencionados- también tendió a crecer en forma descontrolada. La razón fue una contracción abismal de los ingresos públicos: los mismos declinaron en alrededor de 18 puntos del producto entre 1981 y 1984, como consecuencia del efecto Olivera-Tanzi, de la recesión y de la contracción de la recaudación por impuestos al comercio exterior y a las ventas internas de combustibles. Esta caída es atribuible a los mismos factores que explican la caída de los valores de ventas de las empresas públicas en los mercados externo e interno, a saber: atraso del precio de los combustibles, atraso de las tarifas y precios públicos, y atraso cambiario.

Por contraste, la abrupta reducción del déficit de caja que siguió al shock de estabilización de agosto de 1985 provino del aumento de los precios de los combustibles y otros precios públicos y tarifas, así como de la contracción de los gastos salariales por reducción de las remuneraciones reales y del empleo. A mediados de 1986, la aprobación de una reforma tributaria ayudó a recomponer la capacidad de recaudar impuestos sobre la renta interna.

Además de la desaparición de "otros gastos", la estabilización estuvo apoyada en un ajuste fiscal del orden de 16% del PBI, de los cuales más de la mitad correspondió al referido aumento de los precios públicos y algo menos de la mitad a la reducción de remuneraciones y jubilaciones.

Las condiciones de 1986 no fueron sostenidas en los años siguientes. Los ingresos por ventas en el exterior declinaron, se retrasaron nuevamente los precios públicos y aumentaron las remuneraciones, juntamente con la inversión pública. De modo que a fines de los ochenta el sector público boliviano tenía un déficit primario de entre un punto y medio y 2% del PBI, y devengaba intereses de deuda externa por otros tres puntos. La comparación con la estructura del sector público al inicio de la década ofrece una perspectiva de las transformaciones experimentadas a través de los procesos de ajuste y estabilización. Las tasas de inversión pública al final y al comienzo de la década son similares. Los ingresos corrientes se redujeron en unos 15 puntos del PBI, de los cuales casi dos tercios correspondieron a la reducción de las exportaciones estatales (en parte debida a la evolución de los precios externos de las ventas bolivianas). Los gastos corrientes se redujeron en unos 18 puntos del producto, de los que la mitad corresponde a las compras de bienes y servicios. Desde una perspectiva de largo plazo podría decirse que los episodios de la década de los ochenta, la desestabilización y los aspectos fiscales de la estabilización en Bolivia han sido en lo esencial resultado de un prolongado comportamiento adverso de la productividad, la producción y los precios de las exportaciones tradicionales del país.

En lo que se refiere al caso de México, se observa que hacia 1980 el desequilibrio de las cuentas públicas no era particularmente elevado en el contexto regional, al menos en la definición correspondiente al resultado operativo. El mismo era de -2.5% del PBI en 1980. Aumentó abruptamente al año siguiente, sin embargo, aproximándose a los 11 puntos del PBI. El aumento de la carga de intereses sobre la deuda pública externa contribuyó a esa violenta apertura de la brecha fiscal, pero no fue su causa principal. Eso se constata observando el aumento del déficit primario del sector público consolidado. Este se incrementó en cinco puntos del PBI en 1981, en relación con su nivel previo. En lo fundamental esto se debió, a su vez, a la expansión del gasto público y, particularmente, del gasto de capital, que subió en más de tres puntos del PBI, mientras que el gasto corriente se incrementaba en un punto y medio. Los ingresos, por su parte, apenas variaron, medidos como porcentaje del PBI. El déficit primario se mantuvo en un nivel muy elevado en 1982, a pesar de que la inversión pública había iniciado una senda descendente que no se interrumpiría ya al menos hasta inicios de la década siguiente. Esa declinación fue más que compensada por un fuerte aumento del gasto corriente.

A partir de 1982, sin embargo, el drástico ajuste de México se hace evidente con mucha claridad en el comportamiento del resultado primario del sector público consolidado: éste pasa de un registro negativo de 7.3% en ese año a +4.2% del PBI al año siguiente, en lo que constituye el ajuste de mayor magnitud relativa entre los aquí considerados. Como consecuencia, el déficit operativo bajó en aproximadamente 10 puntos del PBI entre 1981 y 1983, a pesar de las subas de las tasas de interés. El aumento del superávit primario entre esos dos años es muy semejante a la caída correspondiente del ahorro externo, lo que revela

un relativo éxito inicial en lo que se refiere a la "solución" del problema de la transferencia doméstica.

Desde entonces, la situación fiscal mostró algunas oscilaciones pero se logró preservar un resultado primario siempre positivo, con un mínimo de 2,1% del PBI en 1986. En los últimos años de la década, el mismo se ubicó sistemáticamente por sobre los 7 puntos del PBI. También el resultado operativo pasó a ser positivo luego de 1989.

La experiencia mexicana de ajuste fiscal se diferencia de los dos casos exitosos examinados previamente, el de Chile y el de Colombia, en dos aspectos principales. El primero de ellos se asocia con el hecho de que las tasas inflacionarias en México se aceleraron a partir de 1981 en forma visible. Con ellas se incrementaron también las tasas nominales de interés. Esto agravó el problema del manejo de la relativamente importante deuda interna pública a tasa flotante. Así, si bien el déficit operativo fue prácticamente controlado a partir de 1983 (promedió alrededor de 0.3% del PBI entre ese año y 1987), no sucedió lo mismo con el concepto financiero del déficit (PSBR), que incluye el total de los intereses nominales de la deuda. Este concepto del desequilibrio fiscal superó, en promedio, el 11% del PBI anual en el período 1983-1987, y en ese último año superó los quince puntos del producto. Con todo, también este concepto del desequilibrio fiscal evolucionó muy favorablemente bajo el plan de estabilización lanzado en 1987, y en 1989-1990 promedió 4,4% del PBI.

Un segundo aspecto que revela que la experiencia mexicana fue menos exitosa es el comportamiento de la inversión pública. Esta cayó muy abruptamente en la primera mitad de los ochenta, a diferencia de lo que se observa en los casos de Chile y Colombia, y continuaría bajando, aunque a ritmo menor, en los años subsiguientes. Hacia el final de la década era inferior a los cinco puntos del PBI, aproximadamente la mitad de su nivel relativo de 1980.

De este modo, en ciertos aspectos la evolución fiscal de México se ubica a mitad de camino entre los casos exitosos de Colombia y Chile y los de Argentina y Brasil, economías que al menos hasta inicio de los noventa se situaban en el otro extremo del espectro. En estos últimos dos países se observó, a lo largo de la década pasada, una tendencia recurrente a la generación de fuertes desequilibrios macroeconómicos como resultado de las dificultades para mantener la brecha fiscal bajo control. Por diferentes razones, Brasil y Argentina no lograron alcanzar un equilibrio perdurable de sus cuentas públicas, aunque este panorama estaba cambiando considerablemente a comienzos de los noventa, particularmente en el caso argentino.

En 1980-1981 los desequilibrios (operativos) fiscales de Argentina, Brasil y México eran de órdenes de magnitud semejantes (7,6; 6,6 y 6,7% del PBI, respectivamente). En los tres casos esos desbalances se financiaban en medida importante a partir de fuentes externas.

En el Brasil ese déficit se debía por partes iguales a un resultado primario negativo superior a los 3 puntos del PBI y a un flujo de intereses de orden de magnitud comparable. Entre 1980 y 1982 el déficit primario del sector público consolidado declinó moderadamente,

en el equivalente a poco más de 1 punto del PBI, debido en lo esencial a un incremento en la recaudación de impuestos directos. Pero eso no fue suficiente para compensar el creciente flujo de devengamientos de intereses sobre la deuda pública (interna y externa) de modo que el desequilibrio del sector público se mantuvo en un nivel elevado, superior a los 7 puntos del producto en 1982. A partir de entonces, en el período 1983-1984 y en el marco del programa de ajuste convenido con el FMI, se produjo un cambio importante en el panorama de las cuentas fiscales, paralelo al proceso de ajuste externo ya descripto. El resultado primario pasó a ser positivo y superó los cuatro puntos del PBI en 1984. Como consecuencia de ello, en ese mismo año se registró el menor déficit operativo de toda la década, equivalente a 2.7% del PBI.

Sin embargo, la calidad del ajuste fiscal parcial alcanzado por Brasil en este período se compara desfavorablemente con la observada en los casos exitosos examinados más arriba. En efecto, la mejora del resultado del sector público consolidado se debió a la contracción "salvaje" del gasto, al tiempo que la recaudación tributaria también se reducía[10]. La inversión pública, por ejemplo, se contrajo en el equivalente a dos puntos del PBI entre 1982 y 1984. Una trayectoria semejante siguió el gasto de consumo del sector público, merced fundamentalmente a una fuerte contracción de las remuneraciones reales de los asalariados del sector.

Pero a partir de entonces, coincidiendo con el fin de la administración militar y el inicio del gobierno de Sarney, en 1985, comienza una fase caracterizada, en el plano fiscal, por una tendencia recurrente al incremento de las necesidades de financiamiento. En la progresiva reapertura del desequilibrio fiscal jugó un papel central el aumento del consumo público. Este se incrementó de manera sistemática e intensa, y pasó así de 8.3 a 14.3% del PBI entre 1984 y 1989, tanto por un aumento de la masa de salarios cuanto del valor de las adquisiciones de bienes y servicios. Una de las razones del incremento del gasto corriente en esta etapa fue el movimiento hacia una mayor descentralización, dirigida a revertir los rasgos de acentuado centralismo que caracterizaran a la administración militar. Esta tendencia, en el plano fiscal, fue reforzada por disposiciones establecidas en la Constitución aprobada en 1988. La pérdida de recaudación por parte de la Administración Central, originada en las disposiciones constitucionales, se estimó en alrededor de 16% de los ingresos tributarios totales. Esta pérdida fue en favor de las administraciones de estados y municipios. Dado que no se dispuso una descentralización semejante de partidas de gasto, el control de las cuentas fiscales se tornó de hecho más dificultoso. Esta fue una de las razones por las que el tema de la reforma fiscal adquirió una centralidad muy clara en los últimos años.

La ampliación de la brecha fiscal en la segunda mitad de la década pasada no fue mayor merced a la tendencia declinante de las tasas de interés, que al contrario de lo sucedido en la primera mitad del decenio, se comportaron favorablemente. En el año 1989, sin embargo, los intereses sobre la deuda interna tuvieron un peso importante, debido a que las tasas domésticas se incrementaron en el contexto de marcada incertidumbre que precedió a la elección y al inicio de la gestión de Collor. En los primeros dos años de la presente década, las cuentas públicas mejoraron significativamente pero sin que se alcanzara una situación consolidada. Por el contrario, el resultado del sector público volvía a tornarse

negativo hacia el final del gobierno de Collor, en 1992. Adicionalmente, el cambio de la situación financiera externa generó ingresos de capitales y un aumento de la deuda pública interna, como ya se indicó, a causa de las acciones de esterilización. De este modo el problema que el "*roll-over*" de una deuda costosa y de plazos muy cortos presenta al Brasil tornó a agravarse.

En la Argentina el déficit fiscal había fluctuado durante el período de posguerra entre 3 y 7% del PBI, aproximadamente. En 1980 se ubicaba en el techo de esa banda. De acuerdo con las estimaciones del PBI que surgen de la reciente revisión de las cuentas nacionales, el desequilibrio operativo en ese año se ubicó en 5.5% del producto. Luego de la crisis desencadenada el año siguiente, el déficit de las cuentas públicas dio un salto notable y se situó, en el período 1981-1984, en un nivel promedio de 9.3% del PBI. La apertura de la brecha fiscal en esta fase fue consecuencia del incremento de las tasas de interés internacionales, pero también, al igual que en el caso chileno, de la estatización, por diversos mecanismos, de buena parte de los pasivos externos del sector privado. Se observa, en particular, que el resultado primario no sufrió un deterioro significativo, puesto que promedió alrededor de -4.5% del PBI en 1981-1984, frente a un déficit de 3 puntos del producto en 1980, revelando que el peso de los mayores devengamientos de intereses sobre la deuda pública fue crucial en la determinación de la ampliación de la brecha fiscal.

En el período de "ajuste caótico" extendido entre 1981 y 1985 las autoridades no pudieron elevar la carga tributaria o reducir los gastos gubernamentales de manera consistente con los requerimientos impuestos por el mayor endeudamiento del gobierno. Posteriormente, cuando se lograron ajustes relativamente significativos en las cuentas del sector público, no se consiguió darles perdurabilidad. Este fue el caso del Plan Austral, que produjo un cambio considerable del panorama fiscal desde mediados de 1985. El déficit primario del sector público consolidado pasó a ubicarse por debajo de 1% del PBI en 1985-1986, con lo cual el déficit operativo promedió un 4% del producto, muy por debajo de los registros precedentes. Ese logro se debió fundamentalmente al aumento de la recaudación tributaria, al que contribuyeron la reducción del ritmo inflacionario y la recuperación del nivel de actividad que siguieron a la instrumentación del plan. En ese breve lapso se observó además cierta reversión, moderada, de la tendencia declinante que la inversión pública presentaba desde el inicio de la crisis. Pero los logros del plan Austral tendieron a diluirse rápidamente a medida en que la situación del sector externo empeoraba y la inflación tendía nuevamente a acelerarse, en 1987-1988. Ciertas medidas recaudatorias "por única vez" que habían formado parte del plan fueron también dando lugar, al agotarse, a la progresiva reapertura del desequilibrio fiscal.

Aun así, en el período 1986-1988 los gastos del gobierno fueron significativamente más bajos (en 4 puntos porcentuales del producto, aproximadamente) que en el período 1981-1983. El gran peso del ajuste del gasto a lo largo de los ochenta tendió a recaer sobre los salarios públicos y sobre la inversión, aunque ésta declinó más acentuadamente luego de 1988, cuando la economía ingresaba nuevamente en una fase de marcada inestabilidad, al diluirse los logros antiinflacionarios del Plan Austral. Las autoridades encontraron grandes dificultades para controlar los déficit originados en la seguridad social, en las empresas públicas y en las provincias. Las características que asumió el ajuste del gasto no sólo

empeoraron la asignación de recursos; también actuaron en el sentido de deprimir directa y significativamente la tasa de crecimiento, como consecuencia de la caída de la inversión pública. Si bien el gasto se mantuvo en niveles menores a los de la primera mitad de la década, el gobierno no logró mantener la presión tributaria en el nivel requerido para hacer frente a los compromisos de pagos al exterior. El déficit fiscal tendió de este modo a retornar a niveles superiores a los alcanzados en la primera fase del intento estabilizador.

Como ocurrió con la brecha externa, la brecha fiscal argentina tendió a convertirse en un desequilibrio autoperpetuado debido a la operación de los mecanismos originados en la inestabilidad macroeconómica, como el efecto Olivera-Tanzi. Estas características de la brecha fiscal y del sector externo tendían a colocar la tasa de inflación y la evolución de los activos financieros internos en trayectorias explosivas. Este tipo de desequilibrios autoperpetuados que tienden a volverse explosivos (por ejemplo en la forma de episodios hiperinflacionarios) caracterizaron el entorno macroeconómico tanto de Argentina como de Brasil, hasta el inicio de los años 90.

Luego del giro favorable de la situación financiera internacional de comienzos de esta década, la situación fiscal de la Argentina cambió favorablemente de un modo notable, alcanzándose una situación prácticamente equilibrada en 1992. En este cambio colaboró un conjunto de factores, entre los que deben mencionarse: la reducción de la carga de intereses, debido a la declinación de las tasas de interés internacional; el menor valor real de los flujos de pagos de intereses al exterior, debido a la fuerte apreciación cambiaria producida desde 1990 en adelante; y, por el lado de los ingresos, el aporte de recursos al fisco a partir del intenso programa de privatizaciones llevado adelante por el gobierno de Menem, por una parte, y por otra el repunte de la recaudación de tributos debida a la recuperación de los niveles de actividad económica y a una mejora en la administración tributaria. Principalmente como resultado de este repunte de los ingresos, el sector público argentino alcanzó en 1992 un resultado primario positivo sin antecedentes en mucho tiempo.

El examen de la evolución del desequilibrio fiscal en los distintos casos nacionales considerados sugiere que los diferentes grados de éxito alcanzados en el correspondiente "cierre" se correlacionan con diversos factores, que incluyen, en primer lugar, el grado de exposición financiera inicial del sector público y, en consecuencia, con la vulnerabilidad relativa frente a shocks de naturaleza financiera. Colombia enfrentó un shock fiscal comparativamente más débil a comienzos de los ochenta, justamente por su bajo grado de endeudamiento previo. En segundo lugar, se observa que la capacidad del sector estatal para captar rentas generadas a partir de recursos naturales fue importante en algunos de los casos de ajuste más exitosos, en particular en los de Chile y Colombia. En el caso de Costa Rica, resalta también la capacidad del estado para captar mediante medidas tributarias una parte de las ganancias extraordinarias generadas al sector exportador como consecuencia de las devaluaciones del período de ajuste. Es decir, este país pudo redefinir la carga tributaria de acuerdo con el cambio de composición que estaba sufriendo por entonces la composición del producto. En tercer lugar, cabe destacar la importancia del apoyo financiero recibido por el sector público; éste fue muy importante en el caso de Chile, y también en los de Costa Rica y Bolivia. Colombia también pudo suavizar el ajuste inicial merced a la continuidad que tuvo la captación de recursos externos para proyectos de inversión estatal. En cuarto lugar, debe

mencionarse el grado de eficacia alcanzada en el objetivo de incrementar o al menos preservar la presión tributaria. Varios países, incluyendo nuevamente a los casos exitosos de Chile, Colombia y Costa Rica, realizaron importantes reformas tributarias que contribuyeron a la consolidación del ajuste fiscal. En quinto lugar, debe mencionarse el nivel de eficiencia de las medidas orientadas a la reducción del gasto, aspecto en el cual es crucial el sendero seguido por la inversión pública. Los casos de peor desempeño fiscal en los ochenta, como los de Argentina y Brasil, se caracterizaron precisamente porque además de reiterados fracasos en los intentos de mejorar de forma más o menos permanente el flujo de ingresos fiscales, comprimieron de manera significativa los gastos de inversión, lo que impactó muy negativamente sobre el desempeño de la economía en materia de crecimiento. México ilustra también, más allá de su mayor éxito en materia de cierre fiscal perdurable, sobre el efecto depresivo de la declinación de la inversión pública.

III. LA CRISIS DE LA DEUDA Y LAS RESTRICCIONES PARA LOS NOVENTA

1. La transferencia externa, el balance de ahorro e inversión y el crecimiento

Cuando se consideran las tasas de crecimiento promedio de los países que hemos analizado durante la crisis de la deuda -entre 1982 y 1990-, dos hechos surgen claramente. El primero es que la crisis redujo la tasa de crecimiento en forma generalizada. Los países que mejor evolucionaron a lo sumo lograron extremadamente modestos aumentos en el PBI per capita. El segundo es que existen grupos bien diferenciados en lo que hace a la magnitud de la reducción en la tasa de crecimiento y que ello se relaciona en forma estrecha con la estructura macroeconómica preexistente y las características dinámicas del proceso de ajuste (cuadro 1).

Cuadro 1
CRECIMIENTO, AHORRO, INVERSIÓN Y TRANSFERENCIA EXTERNA DURANTE LA CRISIS DE LA DEUDA

	g (a)	I (b)	ABN (c)	Transf. Neta/X (d)	Transf. Neta/PBI (e)
Colombia	3.5	-0.9	1.8	12.4	1.9
Costa Rica	2.8	1.4	6.6	-5.2	-1.8
Chile	2.5	-1.0	3.6	8.9	2.7
Brasil	2.2	-1.6	3.3	32.2	3.2
México	0.9	-5.4	-2.8	24.7	4.2
Bolivia	-0.1	-2.0	-5.8	-7.3	-1.2
Argentina	-0.4	-11.3	-7.7	36.7	3.5

Fuente: Elaborado en base a las cifras del Anexo Estadístico.
(a) Tasa de crecimiento promedio 1982-1990.
(b) Variación del coeficiente inversión/PBI entre 1980 y 1990.
(c) Variación del coeficiente ahorro bruto nacional/PBI entre 1980 y 1990.
(d) Valor promedio de la relación superávit comercial/exportaciones en el lapso 1982-1990.
(e) Valor promedio de la relación superávit comercial/PBI en el lapso 1982-1990.

El país que mejor evolucionó fue Colombia, que -como se viera- estuvo en condiciones de limitar en forma consistente los efectos desestabilizadores provenientes de los desequilibrios externo y fiscal. Un dato a remarcar es que el promedio de 3,5% es el resultado de tasas de crecimiento dispares pero **siempre positivas**. El crecimiento colombiano fue bajo pero sostenido.

Brasil, Chile y Costa Rica conforman un segundo grupo que muestra tasas de crecimiento similares en el entorno del 2,5%. A diferencia de Colombia, en los tres casos se registraron tasas de crecimiento negativas en al menos un año. No obstante, mientras Chile y Costa Rica muestran un sendero de afianzamiento del crecimiento -las caídas del producto se dan al principio de la crisis, y hacia fines de la década su tasa de aumento es sensiblemente más alta y sostenida-, en Brasil los registros más negativos se observan hacia fines de los ochenta. En este sentido, el mejor desempeño fiscal y la habilidad en la negociación con los organismos internacionales para "cerrar" de una forma sostenible la brecha externa, marca la diferencia específica. Aun cuando Brasil muestra desequilibrios de la cuenta corriente menores que Chile o Costa Rica y por ende un nivel de ajuste en sentido estricto mayor, su desempeño fiscal y su relación con los organismos y los bancos extranjeros fueron francamente peores.

Por último, México, Argentina y Bolivia forman parte del conjunto de países donde el proceso de crecimiento sufrió el deterioro más profundo. Los dos últimos, en particular, se destacan como los únicos países de los analizados donde el producto cayó en términos absolutos como consecuencia de la crisis. La Argentina no estuvo en condiciones de inducir un cierre relativamente sostenible de ninguna de las dos brechas; no lo logró a pesar del importante esfuerzo fiscal y de la significativa reducción de la absorción doméstica que se tradujo en un superávit comercial promedio de 3,5% del PBI (cuadro 1). Bolivia, por su parte, estuvo afectada por una profunda crisis en su economía debido al derrumbe del sector externo. Aún cuando fue uno de los primeros países que logró estabilizarse macroeconómicamente, siguió siendo dependiente del ahorro del resto del mundo para financiar tanto el déficit fiscal como el de cuenta corriente y hacia fines de los ochenta parecía haberse estancado en una situación de equilibrio de "fondo de pozo". En el caso de México, el brutal ajuste fiscal y la enorme cantidad de recursos enviados al exterior vía transferencia indujeron transformaciones de importancia en la dinámica de comportamiento de la economía. De hecho, la reducción de los desequilibrios fiscal y externo parece haberse logrado totalmente a costa del crecimiento.

En realidad, el caso de México no hace más que ejemplificar un hecho característico del período de la crisis de la deuda: si bien puede encontrarse una relación bastante estrecha entre el grado de éxito alcanzado en el manejo de los desequilibrios fiscal y externo por un lado, y la tasa de crecimiento observada por otro, ello no implica necesariamente que los países que experimentaron una mejor evolución son aquéllos que hicieron el mayor ajuste. Lograr el cierre de la brecha fiscal o de la externa no significa poner el déficit fiscal o de cuenta corriente en cero. Significa, en primer lugar, desactivar los mecanismos desestabilizadores que se alimentan de las brechas fiscal o externa. Dos países pueden tener desequilibrios similares en cuenta corriente, pero los efectos desestabilizadores serán diferentes si el financiamiento se logra forzadamente vía atrasos en los pagos externos

(Argentina) o vía una negociación exitosa con los bancos acreedores y los organismos internacionales (Chile). De igual forma, una misma reducción del déficit puede tener efectos muy diferentes sobre el crecimiento según se haya logrado bajando la inversión pública (México) o no (Chile), y sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, dependiendo esto último de si el grado de profundización financiera es alto o bajo, ya que ello determina el monto de deuda pública que puede colocarse sin generar una presión excesiva sobre el sistema financiero doméstico. Del análisis comparativo de estas cuestiones pueden sacarse conclusiones muy útiles sobre la dinámica de ajuste y reforma estructural y, por lo tanto, sobre la viabilidad de las estrategias de transformación económica en contextos macroeconómicos disímiles.

En el cuadro anterior se muestra la transferencia externa promedio efectuada por cada uno de los países en el período bajo análisis, medida en función del superávit comercial[11]. Los datos ponen en claro que ajuste de la absorción doméstica no es sinónimo de estabilización y menos aún de capacidad de recuperación del crecimiento. Dentro del grupo de países con menor crecimiento se encuentran también los que efectuaron el mayor esfuerzo de ajuste en términos del producto: México y Argentina realizaron las transferencias al exterior más altas durante la crisis de la deuda y consecuentemente los ajustes más severos de la absorción interna. Por otra parte, Colombia y Costa Rica, que son los que más crecieron, se encuentran entre los que transfirieron menos recursos al exterior. En el caso de Costa Rica la transferencia realizada fue en realidad **negativa**. Los casos intermedios de Brasil y Chile aportan también evidencia en el mismo sentido. Brasil transfirió más recursos y logró reducir mucho más su dependencia del ahorro externo que Chile. Sin embargo, fue éste último y no Brasil el que logró reinstaurar un proceso de crecimiento sostenido en un marco de creciente estabilidad.

Un factor clave que influyó sobre la capacidad para controlar y limitar los desequilibrios originados en la brecha externa fue la proporción de los ingresos por exportación absorbidos por la transferencia al exterior. La magnitud de esta proporción se correlaciona tanto con el grado de apertura al comienzo de la crisis como con el stock de deuda acumulado. Dada la exigua cantidad de reservas con que los países contaban luego de las corridas cambiarias de principios de los ochenta, la liquidez en términos de dólares de cada uno de ellos estaba dada básicamente por el flujo de exportaciones anuales. **Ceteris paribus**, cuanto más abierta la economía, mayor el flujo de exportaciones y por ende la liquidez disponible anualmente. Esto influyó seguramente en la percepción de la capacidad de repago de los países por parte de los acreedores y los organismos multilaterales y puede contribuir a explicar, por ejemplo, por qué Chile pudo manejar mucho mejor su desequilibrio externo que Brasil, aún cuando el déficit en cuenta corriente de Chile era mayor. Mientras que para Chile la transferencia representó en promedio un 8.9% de sus exportaciones, en el caso de Brasil la proporción llega a casi un tercio. Suponiendo que la balanza comercial estuviera en equilibrio antes de la transferencia, la reducción proporcional de las importaciones requerida para lograr un superávit comercial acorde con la transferencia a efectuar era mucho menor en un caso que en el otro. En realidad, en todos los países de muy bajo crecimiento -a excepción de Bolivia, afectada por una particular crisis productiva estructural- la transferencia representó una alta proporción de las exportaciones. Argentina efectuó pagos netos equivalentes a un 36.7% de las exportaciones y México 24.7 %. Lo

inverso ocurre con los que crecieron más. Cabe acotar, no obstante, que en el caso de Colombia la relativamente baja proporción de la transferencia en las exportaciones se debió al menor stock de deuda y no tanto al grado de apertura.

El monto de la transferencia externa influyó sobre el crecimiento porque, obviamente, cuanto mayor la transferencia mayor debía ser el superávit comercial y por lo tanto más fuerte el ajuste requerido en la absorción doméstica. Como los países que habían avanzado más en el proceso de sustitución de importaciones eran los menos abiertos, también eran los que encontraban mayores dificultades en reducir la demanda de productos importados esenciales sin afectar severamente la capacidad de producción interna. **Ceteris paribus**, cuanto más avanzado el proceso de sustitución, más inelástica era la demanda de insumos importados esenciales. Por ello, el peso del ajuste externo en esos países tendió a caer sobre el componente de bienes de inversión de las importaciones y sobre el nivel de ingreso. Este factor coadyuvó significativamente en la inducción de un "sobreajuste" de la inversión y el producto en el proceso de reducción de la absorción doméstica. En el cuadro aparece la variación en la relación "inversión/PBI" registrada entre 1980 y 1990. Resulta claro que los países que realizaron una mayor transferencia fueron aquéllos donde la inversión cayó más. No es sorprendente, entonces, que hayan sido los que crecieron menos.

Sin embargo, no sólo la evolución de la capacidad de importar -determinada por la restricción externa y el nivel de la transferencia- tuvo importancia en la explicación de lo ocurrido con la inversión. También jugaron un papel muy importante los factores relacionados con la forma de ajuste interno porque ellos influyeron fuertemente sobre la evolución del ahorro, tanto el público como el privado. En muchos países, la disponibilidad de ahorro tendió a convertirse en una restricción operativa y, en los noventa, cuando la restricción externa se relajó, la importancia de este factor quedó claramente al descubierto. Vale la pena entonces detenerse brevemente a analizar este punto.

Durante la crisis de la deuda, la orientación general de la política económica fue la de buscar una reducción del déficit de cuenta corriente o incluso la generación de un superávit. Pero un país sólo puede reducir su déficit de cuenta corriente (o aumentar el superávit) si a nivel interno genera una diferencia creciente entre el ahorro nacional y la inversión. Las formas en que cada país enfrentó esta cuestión fueron diversas -y por lo tanto también lo fueron las consecuencias sobre el crecimiento y la estabilidad- y estuvieron determinadas tanto por la conducta de ahorro e inversión seguidas por el sector público **vis-à-vis** el sector privado como por la disponibilidad total de crédito externo, que definía el nivel requerido de reducción del déficit en cuenta corriente.

En todos los casos analizados, en un primer momento, la crisis indujo reducciones en la tasa de ahorro nacional. El abrupto incremento de los intereses a pagar al exterior redujo el ingreso nacional y ello tuvo consecuencias negativas sobre el ahorro. Una vez absorbido el efecto impacto, sin embargo, desde mediados de los ochenta, los países considerados mostraron capacidades muy diferentes para recomponer el ahorro nacional. Los que más crecieron son justamente aquéllos que tuvieron éxito en la recuperación del ahorro nacional, como puede verse en el cuadro 1. En un contexto donde el racionamiento del crédito externo obligaba a reducir el déficit de cuenta corriente, los países que lograron

mantener o aumentar el coeficiente de inversión son aquéllos que estuvieron en condiciones de inducir un aumento de la tasa de ahorro nacional. En los casos en que la tasa de ahorro se estancó o incluso bajó, la única opción para aumentar la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión fue la de deprimir la inversión.

La dinámica de ajuste que estamos analizando -que se originó en la interacción entre la transferencia externa neta, el ahorro y la inversión- indujo fuertes cambios en las relaciones de financiamiento que ligan a los tres agentes agregados de mayor relevancia: el sector público, el privado y el resto del mundo. Tales cambios pueden "leerse" observando la evolución de los superávit generados por cada uno de ellos. En el cuadro 2 se muestra el cambio en los superávit anuales promedio de cada sector entre los períodos 1982-1985 y 1986-1990.

Cuadro 2

EVOLUCIÓN DE LOS SUPERÁVIT SECTORIALES
(Valores anuales promedio por período, expresados como porcentaje del PBI)

	Supe (a)		Supp (b)		Supg (c)	
	82/85	86/90	82/85	86/90	82/85	86/90
Colombia	3.9	-2.3	2.1	3.4	-6.0	-1.1
Costa Rica	9.4	7.5	-10.9	-7.5	1.5	0.0
Chile	8.4	3.7	-2.2	-2.0	-6.2	-1.7 (*)
Brasil	2.3	0.3	2.4	3.6	-4.7	-3.9
México	-1.9	0.7	3.6	0.2	-1.7	-0.9
Bolivia	3.7	6.2	13.5	-1.2	-17.2	-5.0
Argentina	1.6	1.4	6.4	3.9	-8.0	-5.3

Fuente: Elaborado en base a las cifras del Anexo Estadístico.

(a) Superávit del resto del mundo (igual al déficit de cuenta corriente cambiado de signo).

(b) Superávit privado definido como la diferencia entre el ahorro privado y la inversión privada.

(c) Superávit del sector público definido como la diferencia entre el ahorro público y la inversión pública.

(*) Estimado.

Entre los dos períodos considerados, todos los países -con la excepción de Costa Rica, que mostraba un superávit en el período 1982-1985- redujeron su déficit fiscal. Como la suma de los superávit de los distintos sectores debe sumar cero, la reducción del déficit público liberó recursos financieros que podían ser usados por el sector privado y/o el resto del mundo para disminuir su superávit (o aumentar su déficit). Pero, como dijimos, la política general fue la de privilegiar la reducción del déficit de cuenta corriente y, en consecuencia, con la excepción de Bolivia, en todos los casos la reducción del déficit fiscal tuvo como contrapartida una reducción del superávit del resto del mundo. Esto incluye a México, si bien no se observa en el cuadro porque ese país logró una fuerte reducción de su déficit en cuenta corriente ya durante el proceso de ajuste caótico de 1982/1985. La reducción del déficit fiscal, por lo tanto, sirvió para disminuir la demanda de crédito externo. **Ceteris paribus** la carga de intereses a pagar, ello implica que la reducción del déficit fiscal se utilizó en primer lugar para aumentar la transferencia externa. Esto impidió que fuera la inversión privada doméstica -y por ende el crecimiento- la beneficiaria de la liberación de fondos prestables por parte del gobierno. Sin duda este hecho se correlaciona con la baja tasa de crecimiento de América Latina en este período.

A pesar de esto, sin embargo, en la segunda mitad de los ochenta hubo países que pudieron retomar una senda de crecimiento sostenido. Dos hechos están asociados con esto. Por una parte, si bien hubo una reducción generalizada de la demanda de crédito externo, también es importante la cuantía de crédito que quedó disponible luego de esa reducción. Por otra, lo mismo ocurre con el déficit fiscal, si bien se redujo en todos los países, en algunos el nivel remanente resultaba aún excesivo, dadas las condiciones macroeconómicas y financieras existentes.

Chile y Costa Rica son sin duda los casos más exitosos de estabilización y recuperación del crecimiento luego de la etapa de ajuste caótico. Entre 1986 y 1990 Chile experimentó una tasa promedio sostenida de crecimiento del 6.7 % y Costa Rica del 4.7%. Pero del cuadro surge que fueron también los países que contaron con una mayor proporción de financiamiento externo (Supe) en relación al producto durante la estabilización, tanto en la fase de ajuste caótico como en la siguiente. Los montos de apoyo financiero externo en términos del PBI recibidos por estos dos países son varias veces superiores a los destinados a cualquiera de los otros casos analizados, a excepción de Bolivia. Como el crédito externo disponible siguió siendo significativo y el déficit fiscal bajó, el sector privado se benefició de una disponibilidad de fondos razonable. Nótese que Costa Rica y Chile son los únicos casos donde el sector privado muestra un déficit tanto en el período de ajuste caótico como en el siguiente. En Chile y Costa Rica el sector privado contó con fondos para la inversión que excedieron el ahorro que generaba y, por lo tanto, no resulta extraño que estos dos países fueran aquéllos en los que la inversión privada experimentó la recuperación más importante. En Costa Rica, la inversión privada era 6 puntos del PBI **más alta** en 1990 que en 1980, y en Chile se recobró sensible y sistemáticamente desde mediados de los ochenta.

El caso de Bolivia es también una muestra de la importancia de que el financiamiento externo no cayera en forma pronunciada durante el período de ajuste fiscal: el déficit fiscal se redujo sustancialmente, pero se mantuvo en un nivel promedio alto y muy superior al de Costa Rica o Chile en la segunda mitad de los ochenta. Además, Bolivia tenía

un problema estructural en su sector externo. Aún así, este país logró estabilizar su economía luego de 1985, en un contexto en el que el sector privado redujo espectacularmente su superávit hasta convertirlo en un déficit. La diferencia con Costa Rica y Chile es que la falta de proyectos rentables determinó que la tasa de inversión privada continuara sin recuperarse, a pesar de la mayor disponibilidad de fondos. Claramente, el mayor apoyo externo no es una condición suficiente para crecer.

Colombia, por otra parte, fue el único país que logró al mismo tiempo reducir el déficit fiscal y generar un superávit en la cuenta corriente en la segunda mitad de los ochenta. Quizás la ingente cantidad de recursos de ahorro destinados a financiar el superávit en cuenta corriente se correlacione con el hecho de que Colombia haya mostrado tasas de crecimiento mucho menores que las chilenas, aún cuando era una economía sin excesivos problemas de inestabilidad y un nivel de endeudamiento bajo en términos latinoamericanos.

Los países más grandes y más industrializados -Brasil, México y la Argentina- redujeron el déficit fiscal pero no recibieron un apoyo externo significativo. Como consecuencia, el sector privado doméstico hubo de "cargar" con todo el peso del ajuste sin contar con la posibilidad de distribuirlo en el tiempo a través del uso del crédito. Los efectos en términos de inestabilidad macroeconómica, si bien de distinto grado, fueron enormes en los tres casos. México fue el más "exitoso" en controlar la inestabilidad. Redujo más el déficit fiscal y presionó menos sobre el superávit privado que Brasil y la Argentina. Estos dos últimos, al haber reducido menos el desbalance fiscal y haber contado con muy poco crédito externo, obligaron al sector privado a generar los superávit observados más altos (de más de tres puntos del producto en promedio). Argentina y México, no obstante, crecieron menos que Brasil y compartieron un rasgo muy negativo que estuvo ausente en este último país: obligaron al sector privado a generar superávit o no aumentar el déficit en un contexto en que el ahorro privado estaba debilitándose. La única forma de aumentar el superávit de los particulares era mediante la inducción de una caída en la inversión privada. En estos dos países es donde se observa el mayor derrumbe de esa variable. La dinámica mediante la cual el ahorro y la inversión fueron adaptados al nivel de transferencia externa requerido actuó en sentido inverso a los casos exitosos de Chile y Costa Rica.

2. El problema de la "doble transferencia" y la inestabilidad como restricción del crecimiento

En el anterior análisis hemos separado los períodos 1982-1985 y 1986-1990 porque representan dos fases relativamente bien diferenciadas. En la primera se dio un proceso de ajuste caótico. Ante el abrupto aumento del déficit tanto fiscal como de cuenta corriente provocado por el efecto impacto de la crisis, las autoridades reaccionaron tratando de ajustar de una manera bastante desarticulada. En la segunda, desde mediados de 1985, los países más severamente afectados por la crisis pusieron en práctica programas integrales de estabilización que luego serían seguidos por intentos de reforma estructural. Argentina implementó el Plan Austral, México primero el PIRE y luego el PSE, Bolivia el plan Sachs,

Chile el Plan Büchi y Brasil el Cruzado. Estos programas compartían la característica de basarse en un diagnóstico que reconocía que la profundidad de la crisis necesitaba de herramientas de estabilización diferentes de las tradicionales y que éstas debían complementarse con medidas de reforma estructural. Sin embargo, el grado de éxito alcanzado en el control de la inestabilidad y la recuperación del crecimiento fue notablemente disímil. Argentina y Brasil fallaron completamente. Bolivia y México estabilizaron la inflación pero no lograron reinstalar un proceso de crecimiento sostenido. Chile tuvo un éxito notable en ambos frentes y en menor grado también Costa Rica. Colombia, afectada de forma menos dramática por la crisis, pudo conservar un marco de razonable estabilidad y aumentó sus tasas de crecimiento, aunque sólo de manera modesta.

Ya hemos visto que la proporción del PBI transferida al exterior jugó un rol central en la explicación del grado de éxito alcanzado. Ahora queremos analizar el otro factor que influyó notablemente: la capacidad para resolver o al menos administrar de manera controlada las repercusiones de la transferencia externa sobre el nivel de estabilidad interna. Esto es, la capacidad para resolver lo que se dio en llamar el "problema de la transferencia doméstica".

El núcleo de las cuestiones planteadas por este problema consistía en que no sólo era necesario generar los recursos para efectuar la transferencia externa, además había que extraérselos a algún sector de la economía nacional. Más allá de los problemas distributivos que ello generó, tuvo fuertes efectos sobre la estabilidad macroeconómica, porque obligó a replantear radicalmente la estructura de gasto, tributación y financiamiento del sector público y con ello la relación entre éste y el sector privado. En lo que sigue analizamos brevemente la anatomía del problema de la transferencia doméstica y sus efectos sobre la estabilidad.

Luego de estallar la crisis de la deuda, el mercado de crédito externo pasó a estar racionado y el déficit de la cuenta corriente no podía ser superior al total del flujo de financiamiento externo disponible. Como todos los países mostraban un fuerte déficit estructural en la cuenta de servicios financieros, era necesario generar un superávit comercial igual al déficit en la cuenta de servicios, neto de la cuota de financiamiento externo asignada. Cuanto mas escasa la asignación de crédito, mayor el superávit comercial necesario y mayor la transferencia neta a realizar. Como la disponibilidad de financiamiento externo fue diferente para cada país también lo fue, como vimos, la transferencia neta realizada. Una vez establecida de esta manera la cuantía de la transferencia externa neta a efectuar quedaba definido el nivel de la absorción doméstica compatible con el cierre externo. Las políticas de ajuste tenían la misión de transformar una parte de la absorción potencial en transferencia de recursos al exterior.

Dado que la mayor proporción de deuda externa pertenecía al sector público o fue nacionalizada al comienzo de la crisis, prácticamente el total de los intereses externos se devengaban en las cuentas públicas. Por lo tanto era el gobierno el que debía realizar la transferencia externa. Para ello, debía contar con recursos suficientes para adquirir las divisas provenientes del superávit comercial y girarlas al exterior en pago de los intereses de la deuda. Para generar "genuinamente" (esto es, en el marco de un déficit fiscal global nulo) los fondos destinados a adquirir las divisas originadas en el superávit comercial, la

consistencia macroeconómica marcaba que era necesario inducir un superávit fiscal primario igual a los intereses externos a pagar. Si, más modestamente, sólo se buscaba evitar la presión de la transferencia sobre el mercado financiero doméstico, el requisito era generar un superávit primario igual a los intereses a pagar netos del financiamiento externo disponible para el sector público. En cualquier caso, el problema de la transferencia y del ajuste de la absorción doméstica apareció en primer lugar como la necesidad de reducir el déficit público primario en forma pronunciada. En algunos casos -como en Brasil y México donde la deuda interna era considerable- la regla a seguir para determinar el superávit primario compatible con un déficit global igual a cero era aún más estricta porque el superávit primario debía cubrir además los intereses devengados por las obligaciones públicas domésticas.

Aunque a consecuencia de las medidas de estabilización aumentaron los superávit primarios, en general la regla antes mencionada no pudo ser cumplida estrictamente y para financiar el déficit global remanente las autoridades debieron recurrir al crédito. Tanto la forma en que se indujo el aumento del superávit primario como aquélla en la cual el déficit global remanente fue financiado fueron cruciales. Los efectos sobre la estabilidad macroeconómica y financiera fueron muy diferentes en función de si el gobierno financió la transferencia al exterior vía un aumento en la tributación, una reducción del gasto (en particular el de inversión) o un incremento del impuesto inflacionario debido a la incapacidad para reducir apropiadamente el déficit fiscal. Un punto central fue que, frecuentemente, la forma elegida no fue tanto consecuencia de una decisión de política sino un efecto endógenamente determinado por la crisis. En realidad, las características dinámicas de los mecanismos que operaron para ajustar las cuentas públicas y la absorción doméstica en países como Argentina, México, Bolivia o Brasil generaron una inestabilidad de corto plazo tan profunda y persistente que la estabilización pasó a convertirse en un objetivo de política por derecho propio, más allá de su carácter de condición necesaria para reinstaurar el crecimiento.

Los intentos por resolver el problema de la "doble transferencia" encontraron en forma sistemática dilemas de política bajo la forma de un **trade-off** entre estabilidad doméstica y "equilibrio" externo, definido éste como la capacidad para generar el monto de transferencia determinado implícitamente por la cuota de crédito externo asignada. El grado de tensión entre ambos objetivos dependió crucialmente de los efectos de la devaluación sobre la estabilidad de corto plazo en cada economía ya que, para inducir el superávit comercial requerido por la transferencia, el instrumento privilegiado fue la corrección alcista del tipo de cambio real vía devaluación nominal. Como puede verse en el cuadro 3, en todos los casos hubo un fuerte aumento en el tipo de cambio real.

La devaluación tanto nominal como real tuvo consecuencias cualitativa y cuantitativamente diferentes en cada caso, dependiendo de sus efectos sobre la inflación y el déficit fiscal. Esto, a su vez, fue una función de la estructura tributaria y del régimen inflacionario preexistentes, porque ambos contribuyeron significativamente a modelar los mecanismos dinámicos que actuarían en el nuevo contexto. Como ya se remarcara, en algunos casos la mera persistencia de la inestabilidad tendió a generar mayor inestabilidad al ponerse en funcionamiento mecanismos de realimentación de las brechas.

En relación con la estructura tributaria, como vimos al analizar la brecha fiscal, el rol central le cupo a la proporción de los ingresos públicos absorbidos por el pago de intereses externos y la medida en que tales ingresos se originaban en exportaciones de recursos naturales en manos del sector público. Cuando, como en el caso de Chile o México, una buena proporción de los ingresos públicos provenía del sector externo, la devaluación real tendía automáticamente a aumentar la recaudación. Lo inverso ocurría en los casos de Argentina o Brasil, con estructuras tributarias mucho más asociadas a la evolución del nivel de actividad interno. En estos últimos, la devaluación real aumentaba el peso de los intereses en el gasto público, sin contrapartida del lado de los ingresos. Adicionalmente, los efectos recesivos de la devaluación deterioraban la base de tributación. La corrección del tipo de cambio real tendía a cerrar la brecha externa pero al costo de empeorar la brecha fiscal.

Cuadro 3

LOS INDICADORES MACROECONÓMICOS CLAVE Y EL PROBLEMA DE LA TRANSFERENCIA DOMESTICA

	M1/PBI (a)	Def*/M1 (b)	TCR (c)	INF (d)
Colombia	12.1	23.1	133.1	23.6
Costa Rica	13.9	-48.0	166.0	22.4
Chile	5.2	-38.0	182.3	21.4
Brasil	5.0	60.0	123.6	390.9
México	5.9	28.8	131.7	69.9
Bolivia	9.2	57.6	150.3	258.7
Argentina	2.7	144.4	293.6	506.9

Fuente: Elaborado en base a las cifras del Anexo Estadístico.

(a) Valores anuales promedio de 1982-1990, en porcentajes.
(b) Def* es el déficit fiscal neto del financiamiento externo. Los valores de la relación Def*/M1 corresponden al promedio de los datos anuales de 1982-1990, en porcentajes.
(c) Valores anuales promedio de 1982-1990 del tipo de cambio real, base 1980=100.
(d) Promedio de inflación anual 1982-1990, medida por el índice de precios al consumidor.

El régimen inflacionario preexistente fue importante porque determinó los efectos de la devaluación nominal sobre la tasa de inflación. En las economías altamente indexadas, las continuas correcciones del tipo de cambio nominal repercutían rápidamente sobre el resto de los precios absolutos realimentando la inflación. De tal forma, la corrección real del tipo de cambio sólo podía lograrse al costo de una mayor aceleración de la inflación. Este fue el caso típico de Brasil y la Argentina que, como puede verse en el cuadro, fueron los países que mostraron los promedios de inflación más elevados. Asimismo, al consolidarse un

régimen de alta inflación alimentado por la devaluación y la indexación, aparecieron nuevos factores de inestabilidad. Entre ellos, los más importantes fueron el efecto Olivera-Tanzi, que erosionaba los ingresos fiscales; la reducción en la demanda de dinero; el aumento en la variabilidad de los precios relativos y el acortamiento generalizado de la duración de los contratos, tanto del lado real como del financiero. Este último factor fue particularmente negativo. El acortamiento de los períodos de indexación y recontratación reforzó la potencia de los impulsos inflacionarios originados en la devaluación.

Vale la pena remarcar, por otra parte, que los factores tributarios e inflacionarios que estamos analizando mostraron una estrecha interrelación. Fundamentalmente porque el reducido tamaño de los mercados de bonos públicos en América Latina hace que la política monetaria y la fiscal sean escasamente independientes. Si el acceso a los mercados de capital del resto del mundo está racionado y sólo se puede colocar una muy reducida cantidad de bonos internamente, la emisión monetaria tiende endógenamente a crecer a causa de la devaluación, en los casos en que ésta aumenta el déficit fiscal. De tal forma, los países en los cuales la devaluación al menos no empeoraba la situación de las cuentas públicas, pudieron ejercer un control mucho más estricto sobre la política monetaria y no se vieron en la obligación de convalidar pasivamente desde el lado monetario las presiones inflacionarias generadas por la devaluación nominal.

En realidad, este efecto desestabilizador originado en la debilidad de los mercados de bonos públicos domésticos provee un argumento adicional en favor de la tesis de que la cuota de financiamiento externo asignada tuvo un rol determinante en el grado de éxito obtenido por cada país durante los ochenta. Los países que tuvieron mayor acceso al financiamiento externo presionaron menos sobre el sistema financiero doméstico a la hora de financiar el déficit. Si se toma el ratio entre el déficit fiscal neto del financiamiento externo y M1 como una variable que muestra aproximadamente la presión desestabilizadora del déficit sobre el sistema financiero doméstico y sobre el proceso inflacionario, se encuentra una relación bastante estrecha entre ese cociente y el nivel de estabilidad. Como puede verse en el cuadro 3, la variable Def*/M1 es más alta en los países con una inflación promedio mayor.

El mejor ejemplo en relación con esto es Bolivia. Luego de implementado su exitoso programa de estabilización, entre 1986 y 1990, este país muestra un déficit fiscal similar al argentino y más alto que el brasileño y, sin embargo, logra una reducción dramática de las tasas de inflación. La diferencia específica es que Bolivia, a diferencia de Argentina y Brasil, contó con un flujo anual de crédito externo superior a las necesidades de financiamiento originadas en el déficit fiscal y evitó, así, presionar sobre el mercado financiero y la inflación domésticos. El cociente Def*/M1 que aparece en el cuadro es el promedio de un valor de 100% entre 1982 y 1985 cuando el país experimentó un proceso hiperinflacionario y otro de -23% correspondiente a 1986-1990 cuando se lograron tasas de inflación dramáticamente más bajas de entre 10% y 20% anual.

En definitiva, la peor combinación que un país podía enfrentar a la hora de resolver los problemas de inestabilidad generados por la doble transferencia era contar con escaso financiamiento externo, ingresos tributarios atados al nivel de actividad interno, bajo grado

de monetización en relación al tamaño del déficit fiscal y una economía altamente indexada. Argentina y Brasil, los países más inestables, enfrentaron de hecho tal situación y los mecanismos de amplificación del desequilibrio originados en las brechas fiscal y externa actuaron con total firmeza. Con el objeto de aumentar el superávit comercial se devaluaba, la devaluación empeoraba las cuentas públicas y aumentaba la presión de la emisión monetaria sobre el mercado financiero. A su vez, la devaluación nominal permanente consolidaba un régimen de alta inflación que, vía caída de la demanda de dinero, agravaba el problema monetario, y vía efecto Olivera-Tanzi deterioraba las cuentas fiscales. Los países que lograron estabilizar, como Costa Rica, Chile o Bolivia y en menor medida México, estuvieron en condiciones de cortar la cadena de causalidad que iba de la devaluación a la inestabilidad en algún punto. Sea porque contaron con mayor apoyo externo, u obtuvieron mayores reducciones del déficit fiscal en base a ingresos tributarios que se favorecían con la devaluación, o lograron éxitos remarcables en la desindexación o, lo que fue el caso típico, porque lograron combinar de manera razonable varios de estos factores.

IV. A MODO DE CONCLUSIÓN: LOS DESAFÍOS MACROECONÓMICOS PARA LOS NOVENTA

El proceso de ajuste ante la crisis de la deuda que hemos analizado dejó una serie de secuelas en términos de desbalances macroeconómicos. Entre los más relevantes hacia comienzos de los noventa cabe mencionar:

-Baja capacidad de ahorro nacional;
-Bajos coeficientes de inversión;
-Altos niveles de endeudamiento externo;
-Reducido nivel de profundización financiera;
-Estructuras de gasto, tributación y financiamiento del déficit fiscal deficientes;
-Inestabilidad macroeconómica.

Obviamente, no todas estas restricciones eran operativas o revestían igual severidad en los diferentes países. La presencia e importancia de cada una de ellas era en buena medida una función del grado de éxito alcanzado por las políticas implementadas en los ochenta. No obstante ello, ningún país había superado completamente esas restricciones y, en consecuencia, ellas contribuyeron significativamente a determinar la evolución macroeconómica reciente de los países que hemos estudiado. Tal evolución, asimismo, ha estado sensiblemente correlacionada con dos hechos que cambiaron de manera radical el escenario de crisis de la década anterior. Nos referimos a la sustancial transformación de la situación de los mercados de capital internacionales y a la implementación de decisivas medidas de reforma estructural en varios de los países. A modo de conclusión, analizaremos brevemente la interacción entre las restricciones mencionadas, el cambio en el contexto internacional y las reformas estructurales en marcha.

1. El cambio en el escenario internacional y la evolución macroeconómica en los noventa

Los dos factores que jugaron un rol central en el estallido de la crisis de la deuda -el racionamiento del crédito externo y el sensible incremento de las tasas de interés- experimentaron una marcada reversión en la presente década. Como contrapartida, la restricción externa se flexibilizó de manera sustancial. La flexibilización tomó la forma concreta de una fuerte caída en la transferencia neta realizada a consecuencia tanto de la fuerte caída de las tasas de interés como de la apreciable reversión en el sentido de los flujos

de capital. Mientras en la segunda mitad de los ochenta, para América Latina en su conjunto, la transferencia externa representó en promedio un 18,4% de las exportaciones, en los últimos tres años la región recibió una transferencia **positiva** equivalente al 13,5% del total de sus exportaciones. Los ingresos de capital, a su vez, pasaron de un promedio anual de U$S 12.200 millones a U$S 52.000 millones en los períodos mencionados. Esto significa que los países de la región pasaron de exportadores a importadores netos de fondos prestables del resto del mundo.

A nivel de cada una de las economías que estamos analizando, esta nueva situación generó profundas mutaciones en la dinámica macroeconómica que había sido típica en los ochenta. No sólo porque la reducción de la transferencia externa dejó más recursos disponibles domésticamente sino también porque los factores de desestabilización creados por el problema de la doble transferencia se debilitaron sustancialmente. El cuadro que sigue muestra la evolución de los indicadores macroeconómicos clave en los tres últimos años.

Cuadro 4

INDICADORES CLAVE DE LA EVOLUCION MACROECONOMICA RECIENTE DE AMERICA LATINA

	g (a)	Inflación (b)	Ing. de Capitales (c)	Déficit Comercial (d)	Déficit Cta.Cte. (e)
Colombia	3.3	24.3	1.160	-3.142	-1.678
Costa Rica	4.9	17.0	1.797	1.378	1.218
Chile	7.3	14.5	7.781	-1.422	3.407
Brasil	1.5	1.089.7	13.882	-39.603	-6.023
México	2.4	13.1	71.642	51.531	57.824
Bolivia	3.4	11.4	2.034	812	1.876
Argentina	7.8	32.5	28.343	2.627	19.365

Fuente: Elaborado en base a datos de CEPAL, Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1993.

(a) Tasa de crecimiento promedio 1991-1993 (1993 estimado).
(b) Tasa de inflación promedio 1991-1993 (IPC, 1993 estimado).
(c) Ingreso de capitales, acumulado 1991-1993 (1993 estimado).
(d) y (e) Valores acumulados en 1991-1993 (1993 estimado).

La reducción de la transferencia neta tuvo un efecto inmediato sobre el nivel máximo de absorción doméstica compatible con el equilibrio externo. Como puede verse, a diferencia de los ochenta, todos los países muestran una tasa de crecimiento positiva. Hay, sin embargo, diferencias cuantitativas muy fuertes en tales tasas. En relación a la década anterior, destacan en particular los casos de Brasil, que pasó a formar parte de los países de

menor crecimiento relativo, y de Argentina, que hizo el tránsito inverso: pasó de mostrar tasas negativas a liderar el grupo de los países de mayor crecimiento.

La mayor absorción doméstica tuvo como contrapartida un cambio espectacular en el signo de los resultados comerciales, que de altamente positivos devinieron marcadamente negativos. A pesar de la caída en los intereses devengados sobre la deuda, este hecho indujo un aumento generalizado en los déficit de cuenta corriente que, en los casos de Argentina y México, han alcanzado niveles récord. En el acumulado de los últimos tres años, sólo Brasil y Colombia muestran superávit en la cuenta corriente. Nótese, sin embargo, que todos los países sin excepción han experimentado saldos positivos en lo que hace a la entrada de capitales, independientemente del signo de la cuenta corriente. Además, en todos los casos la entrada neta de capitales ha sido mayor a las necesidades de financiamiento originadas en la cuenta corriente. Como consecuencia, ha habido una tendencia generalizada a la recomposición de los niveles de reservas internacionales. Asimismo, como no todo el ajuste se dio vía aumento de reservas, el fuerte ingreso de capitales también presionó hacia la baja al tipo de cambio real.

En este nuevo contexto de los noventa, el debilitamiento del problema de la transferencia doméstica como factor de desestabilización macroeconómica se produjo a través de diferentes mecanismos. Uno fundamental fue el que se derivó de la reducción de las tasas de interés internacionales. Este opero tanto vía efecto ingreso como vía efecto sustitución. El efecto ingreso de la caída de la tasa internacional indujo un inmediato aumento del ingreso nacional. Tal aumento fue importante para flexibilizar el problema de la transferencia doméstica, porque al ser el estado el principal deudor de la economía fue también el principal beneficiario del aumento del ingreso nacional y ello impactó favorablemente sobre el equilibrio presupuestario.

El efecto sustitución jugó un rol positivo en términos de estabilidad porque la disminución de la tasa de interés externa indujo una reasignación de portafolio en favor de los activos domésticos tanto financieros como físicos. El aumento de la demanda de activos financieros domésticos no sólo revirtió el proceso de fuga de capitales (que absorbía una parte importante del ahorro nacional) sino que también hizo lo propio con la tendencia a la desmonetización. Como consecuencia, se observa en los últimos años un aumento generalizado de los coeficientes de monetización y de la profundización financiera global. En países como la Argentina, luego de muchos años, el sistema financiero comenzó a generar nuevas opciones de crédito a más largo plazo sobre la base de un estiramiento de los períodos de maduración de las colocaciones financieras. El incremento en la demanda por activos físicos, por su parte, además de tonificar la alicaída demanda de inversión, permitió la concreción de programas de privatización que no hubieran sido posibles sin el aumento de la rentabilidad de la inversión en activos físicos inducida por la caída de tasas. La mejor prueba de la importancia de esto último es la amplia participación del capital extranjero en los programas de privatización y en los esquemas de *debt-equity swap* en países como Argentina y Chile.

Otros dos elementos que gravitaron muy favorablemente en el desempeño fiscal y por ende en la estabilidad -sobre todo en los países más afectados por el problema de la

transferencia doméstica- fueron la recuperación de los niveles de absorción doméstica y la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. El aumento del nivel de actividad incrementó fuertemente la recaudación fiscal en los países en los cuales la estructura impositiva es muy dependiente del nivel de demanda agregada interna. La reducción en el tipo de cambio real, por su parte, indujo una tendencia a la baja en el gasto público en la medida en que hizo disminuir el peso real del rubro de intereses externos a pagar. Argentina, sin lugar a dudas, es el mejor ejemplo en relación con este punto (Fanelli y Machinea, 1994).

Como vimos anteriormente, uno de los factores de inestabilidad financiera y macroeconómica más relevantes había sido la fuerte presión de la monetización del déficit sobre el mercado financiero doméstico que se reflejaba en un alto ratio Def*/M1. Este factor de explosividad se suavizó sustancialmente en el nuevo contexto, debido a la acción conjunta de la remonetización, la mayor disponibilidad de fuentes externas de financiamiento para el sector público -tanto vía mercado de crédito como vía privatizaciones- y la caída de los déficit fiscales. Como consecuencia, las autoridades ganaron un mayor control sobre la política monetaria, al tiempo que los niveles de fragilidad financiera e incertidumbre decrecieron de manera apreciable.

Los efectos benéficos de esta evolución sobre la estabilidad macroeconómica pueden mostrarse de manera sintética observando la evolución de las tasas de inflación. En los últimos tres años -con la obvia excepción de Brasil- todos los países bajo análisis se han movido en una banda inflacionaria de entre el 10 y el 30% anual e incluso Argentina, que es la que muestra la tasa más alta, ha experimentado una tendencia desinflacionaria sistemática de forma tal que en 1993 la tasa fue sólo algo superior al 7% anual.

2. La secuencia de las reformas, los movimientos de capital y las restricciones macroeconómicas

Junto con la situación internacional, el otro gran cambio que se produjo en los últimos años ha sido la profundización del proceso de reformas estructurales en los países de la región. El proceso ha seguido, en general, las recomendaciones contenidas en el llamado "Consenso de Washington". Como consecuencia, se está produciendo una creciente liberalización de los mercados y una reducción del papel del sector público en la economía. En todos los países analizados se han implementado programas bastante radicales de apertura comercial y se han liberalizado los movimientos de capital y los mercados financieros domésticos. En ninguno de ellos existe "represión financiera" en el sentido que McKinnon dio a esta expresión en los setenta. En varios (Argentina, Chile, México) el proceso de privatizaciones ha avanzado de manera profunda. De una forma algo más **ad-hoc,** se están haciendo esfuerzos por mejorar la estructura tributaria y el equilibrio financiero del sector público, aún a costa de la equidad e incluso del crecimiento.

Si bien las recomendaciones del Consenso de Washington eran claras en relación a qué tipo de reformas implementar, había varios aspectos de crucial importancia para el proceso de reforma que fueron tratados en forma ambigua o bien directamente ignorados[12]. Tres puntos, en particular, merecen ser mencionados porque tienen plena actualidad en América Latina. El primero se refiere a la **secuencia temporal** concreta que debía seguirse en la implementación de las reformas[13]. En general, el Consenso optó por ignorar las complejidades del proceso de transición y sólo fue contundente sobre dos cuestiones: el paso inicial en la secuencia de políticas debía ser la estabilización y el último la liberalización de los movimientos de capital, el cual en ningún caso debía preceder o ser simultáneo con la apertura del comercio exterior. El segundo punto que no recibió un tratamiento sistemático fue la cuestión de si las reformas estructurales eran suficientes o incluso apropiadas para atacar los desbalances macroeconómicos básicos que la crisis dejó como secuela y que listamos más arriba. El tercer punto guarda estrecha relación con los anteriores y fue prácticamente ignorado: ¿podría darse el caso de que las reformas per-se -o la interacción entre ellas- generaran nuevos desequilibrios macroeconómicos que incluso podrían influenciar de una manera negativa los desbalances existentes?. Se dio por sentado que si se lograba la estabilidad, las reformas subsiguientes nunca podrían empeorarla.

Todos los países han hecho significativos esfuerzos para dar el primer paso en la secuencia, el de la estabilización. Como el grado de éxito ha sido disímil, los países se encuentran en diferentes estadios en una escala que va desde Bolivia y Chile, que lograron decisivos éxitos ya a mediados de los ochenta, a Brasil, que aún se encuentra en una situación cercana a la hiperinflación. Si bien los avances realizados han sido espectaculares en comparación con los ochenta, la estabilidad macroeconómica en sentido estricto dista de haberse consolidado. Es por ello que el mantenimiento y la mejora de la calidad de los equilibrios macroeconómicos de corto plazo sigue aún ocupando un lugar de preeminencia en la agenda de políticas de la región. En lo que hace a los pasos siguientes, los de reforma estructural, el panorama muestra una mayor diversidad. El país que ha avanzado de manera más audaz y veloz es claramente Argentina, seguida por Chile (que lo ha hecho también de forma profunda pero más extendida en el tiempo). México, Bolivia, Costa Rica, Colombia y Brasil, en ese orden y en forma decreciente, han implementado varias de las reformas del Consenso. En particular, todos han puesto en marcha fuertes procesos de apertura del comercio exterior y en menor medida de la cuenta de capitales, mientras el proceso de privatizaciones ha sido mucho menos generalizado que en los casos de Argentina y Chile.

De esta forma, en mayor o menor medida, como regla general los países bajo análisis se encuentran en pleno proceso de transición hacia economías mucho más liberalizadas y se están enfrentando de forma plena con los problemas de secuencia, como también con los otros que marcamos como relevantes en la transición: la capacidad para resolver las secuelas de la crisis y la aparición de nuevos desequilibrios durante por el proceso de reforma.

Uno de los desequilibrios fundamentales que han aparecido en el proceso de reforma afecta al sector externo. El período de transición ha resultado ser intensivo en el uso de crédito externo y no está claro que las reformas, en el futuro, generarán los recursos en divisas necesarios para repagarlo. Esto es, en la actualidad, no hay una flexibilización

ostensible de la restricción de ahorro nacional y como resultado está aumentando el endeudamiento externo. Por ende, es posible que la restricción externa en términos intertemporales sea todavía muy fuerte, aún cuando hoy no esté operando con intensidad debido a la particular situación del mercado de capitales internacional. Si en el futuro tal situación empeora, tanto la escasez de ahorro como la brecha externa podrían constituirse en severas restricciones para la tasa de inversión, que todavía dista de haberse recuperado lo suficiente. Una serie de factores que han actuado en el proceso de transición parecen relacionarse con esto. Tres merecen mencionarse aquí.

El primero es que, si bien hubo una recuperación en las tasas de ahorro nacional en el contexto de mayor estabilidad de los noventa, la misma no ha sido lo suficientemente rápida como para garantizar al mismo tiempo el equilibrio de la cuenta corriente y un coeficiente de inversión que garantice una tasa de crecimiento sostenida. Según se deduce de los guarismos antes presentados, América Latina está generando déficit de cuenta corriente significativos aún cuando la tasa de crecimiento sigue siendo modesta.

El segundo es que la secuencia de políticas ha tendido a seguir un orden dictado más por la coyuntura, tanto económica como política (en sentido estricto) de cada país, que por un diagnóstico que tomara en cuenta las experiencias del pasado. Particularmente importante es que la apertura del comercio externo se ha producido en un contexto de creciente liberalización de la cuenta de capitales y del mercado financiero doméstico. El abrupto aumento en los flujos de capital externo ha generado una fuerte tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. En algunos casos como en la Argentina, la política doméstica se adaptó pasivamente y el tipo de cambio real cayó en forma significativa. En otros, como en México, pero sobre todo Chile y Colombia, las autoridades trataron de implementar políticas de esterilización activas para defender el tipo de cambio, pero los costos en términos fiscales y de aumento de tasas domésticas impidieron que tales políticas pudieran ser utilizadas en forma masiva y sistemática para defender una alta paridad cambiaria real[14]. De tal forma, al igual que en la experiencia de liberalización en el Cono Sur a fines de los setenta, la apertura comercial se está produciendo en el contexto de tipos de cambio que tienden a retrasarse. No es sorprendente, entonces, que el proceso de reforma haya inducido fuertes aumentos en los déficit de comercio de la región. En realidad, el país en que se ha procurado respetar en mayor medida la advertencia de no abrir el comercio en un contexto tal es Brasil donde al costo de una fuerte inestabilidad macroeconómica se trató de defender el tipo de cambio real, aunque de todos modos se ha producido cierta apreciación en relación con los promedios de la segunda mitad de los ochenta. En función de la información disponible, Brasil parece ser el país donde la apertura ha dado los mejores frutos en términos de mejoramiento de la eficiencia productiva y de la competitividad externa. Esto contrasta fuertemente con el caso argentino, donde la conjunción de la apertura comercial con la pasividad de la política de corto plazo, se tradujo en un fuerte aumento del déficit comercial financiado con endeudamiento externo.

El tercero es que los programas de privatización también están planteando problemas de secuencia. Argentina, por la velocidad y profundidad del proceso, puede ser considerado un caso arquetípico en este sentido. En este país, el capital extranjero ha participado fuertemente en la compra de empresas del Estado. Buena parte de la fuerte entrada de capital

en los últimos años se explica por esta razón. En un contexto de plena apertura de la cuenta de capitales y reversión de la fuga de fondos, los ingresos por privatizaciones vinieron a sumarse y maximizar los flujos de capital que ya se estaban produciendo, exacerbando por ende las tendencias a la apreciación del tipo de cambio.

Asimismo, la velocidad y magnitud de las privatizaciones, parece también haber jugado un rol al menos ambiguo en lo que hace al mejoramiento de las restricciones de ahorro e inversión. En relación al ahorro, al aumentar la oferta de fondos externos, las privatizaciones hicieron innecesario un esfuerzo mayor por incrementar la tasa interna. El consumo tendió a crecer más que el ingreso durante el reciente período de crecimiento. El **flujo** de inversión, por su parte, se benefició sólo relativamente. Los fondos externos (y también buena parte de los disponibles internamente) se orientaron a la compra de activos existentes. Por lo tanto, los efectos benéficos de la privatización sólo podrán recogerse en el futuro vía la mayor tasa de inversión comprometida en los contratos de venta. Obviamente, el argumento anterior enfatiza los problemas de secuencia en la implementación de las reformas y de ninguna manera pretende ignorar que es posible que una mejor eficiencia en la asignación de la inversión en el período post-privatizaciones pueda hacer que la tasa de crecimiento aumente dada la tasa de inversión existente.

Por último, también es ambiguo el rol de las privatizaciones en términos de su contribución para resolver el problema de la brecha externa. Aún cuando en los últimos tres años los fondos originados en las mismas fueron decisivos para el financiamiento de la cuenta corriente, en el futuro también habrá un mayor pago de divisas en concepto de beneficios de las empresas multinacionales, que presionará fuertemente sobre el déficit existente en la cuenta de servicios financieros, a menos que la reinversión de utilidades sea importante. Un punto que hace este problema más difícil es que buena parte de la inversión externa está dirigiéndose a la producción de servicios en las ex-empresas públicas que por definición son no-comercializables. Por ende, la capacidad de generación de divisas en otros sectores debería estar aumentando para estar en condiciones de financiar los pagos de dividendos al exterior en el futuro. Dada la actual configuración de precios relativos, ello no parece estar ocurriendo.

Cabe mencionar, para finalizar, que en este contexto de transición y reforma estructural, han surgido problemas de "economía política" muy difíciles de solucionar y donde la lógica misma de la situación lleva a que las autoridades no tengan incentivos para desactivar "preventivamente" los mecanismos que, en el futuro, podrían llevar a situaciones inestables. Esto es muy claro en lo que hace a la política cambiaria y su relación con la estabilidad tanto macroeconómica como financiera. El mayor control sobre el tipo de cambio nominal ayudó fuertemente a la estabilización de la inflación en varios países (Argentina, México y Bolivia son los casos paradigmáticos). El costo fue que los precios domésticos han tendido a moverse por encima de las variaciones del tipo de cambio nominal llevando a la apreciación de la moneda doméstica. En otra situación, ello no hubiera sido sostenible debido a la ampliación del déficit comercial, pero debido a la fuerte entrada de capitales, tal déficit ha sido financiado sin problemas. En tal contexto, en función de evitar desequilibrios futuros, las autoridades podrían actuar preventivamente corrigiendo el tipo de cambio. En

las actuales circunstancias, sin embargo, los incentivos políticos para actuar de tal manera son débiles porque serían altamente impopulares. La corrección del tipo de cambio aceleraría la inflación; la reducción del déficit comercial reduciría la absorción doméstica y, además, en países como Argentina, Bolivia, Perú o Uruguay, con sistemas financieros altamente dolarizados, ello aumentaría el peso de la deuda del sector privado. Además, debido a que es el endeudamiento externo privado y no el público el que está aumentando en varios países de la región, tampoco existe una corriente de opinión en favor de reducir el grado de exposición externa de las economías: en función de la visión dominante de la política económica, se asume que las decisiones del sector privado son siempre eficientes.

Notas

[1] La tasa Prime en los EE.UU., por ejemplo, que había fluctuado entre 6 y 8% anual hasta mediados de 1978, subió abruptamente, superando el 20% hacia fines de 1980. Se ubicó por sobre 18% anual, en promedio, en 1981. La LIBOR siguió una trayectoria semejante. Los países latinoamericanos fueron, además, afectados por caídas significativas de la relación de precios del intercambio de bienes y servicios, las que con frecuencia oscilaron en torno de 20% entre 1980 y 1982, o fueron aún más intensas, como en el caso de Chile (-25%). Como consecuencia de las subas de las tasas de interés, el saldo (negativo) de la cuenta de pagos al exterior por servicios de factores se amplió fuertemente: entre 1980 y 1982 lo hizo en cifras del orden de 4 puntos del PBI en Chile y en Argentina, de alrededor de 3 puntos en México, de 2% del PBI en Bolivia, 2% en Brasil, 1% en Colombia, y de 15% en Costa Rica. De este modo, la relación entre el ingreso nacional y el PBI sufrió en todos los casos declinaciones significativas. El efecto impacto de las subas de las tasas de interés gravitó además en forma directa sobre las cuentas fiscales, al incrementar la carga de los servicios de la deuda pública.

[2] Sobre el Consenso de Washington ver Williamson (1990); Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1992) y Fanelli, Frenkel y Taylor (1992).

[3] El análisis de esta sección se basa en Damill, Fanelli y Frenkel (1992, 1992a, 1992b, 1992c, 1992d), en la bibliografía citada en esos trabajos, y en García (1993). La información utilizada en el texto se incluye en el Anexo Estadístico.

[4] Entre los hechos de mayor importancia en este lapso hay que mencionar la crisis del sistema financiero, que había sido drásticamente liberalizado en la segunda mitad de los setenta. Este fue uno de los factores fundamentales en la determinación de la persistencia y profundidad de los efectos de los shocks externos negativos de 1981-82.

[5] En este sentido debe tomarse en cuenta que la caída de la relación importaciones/PBI se da, luego de 1981, a partir de los niveles "inflados" por el acentuado proceso de apreciación cambiaria. De cualquier modo esa relación se ubica, luego de 1983, en niveles más elevados que los de la segunda mitad de los setenta.

[6] Véase al respecto, por ejemplo, IPEA/INPES, 1989, cap. 3.

[7] La virulencia de la crisis cambiaria que puso fin al Plan Cruzado muestra con claridad la estrechez con la que operó la restricción externa de los ochenta, en condiciones de estricto racionamiento del crédito internacional. La expansión económica generada por el plan produjo un rápido deterioro del balance de comercio y pérdida de reservas, que llevaron al quiebre de la política cambiaria y dieron paso a una importante aceleración inflacionaria. El desequilibrio de cuenta corriente en 1986 fue relativamente modesto si se compara con los observados a lo largo de los setenta. Sin embargo, en ausencia de financiamiento externo voluntario, esta situación devino rápidamente explosiva.

[8] La relación "deuda externa/exportaciones" era en ambos casos algo más favorable que la brasileña, pero mucho mayor que la colombiana e incluso algo superior a la de Chile. La economía mexicana era comercialmente algo más abierta que la del Brasil, de modo que si bien la relación "deuda/exportaciones" de México era más favorable, el cociente "deuda/PBI" era muy próximo al brasileño. En el caso argentino, la relación "deuda externa/PBI" de 1980 era relativamente baja en el contexto regional, aunque indudablemente ese cociente se encontraba distorsionado por el muy bajo nivel del tipo de cambio real en ese año.

[9] La participación del cobre en las exportaciones totales pasó de 5.2% del PBI en 1981 a 14.1% en 1987-88.

[10] La carga tributaria en 1984, el mejor año de la década en lo que se refiere al resultado operativo, fue también **la menor** registrada en los años ochenta.

[11] Esta medida muestra valores muy similares a los presentados en CEPAL (1991).

[12] Por razones de especialización metodológica, en nuestro análisis hemos tratado los factores estrictamente macroeconómicos ligados a la estabilidad y la consistencia ahorro/inversión y se han dejado de lado los aspectos atinentes a los importantes desequilibrios inducidos por la crisis en la estructura productiva de la economía. En concordancia con ello, en las reflexiones que siguen se enfatiza la interacción de las reformas con las restricciones dejadas por la crisis en el nuevo contexto macroeconómico de los noventa, sin hacer referencia a los efectos sobre la eficiencia productiva.

[13] Para una evaluación crítica del problema de la "secuencia" ver Fanelli y Frenkel (1993).

[14] Sobre los efectos macroeconómicos de las entradas de capital ver Cárdenas y Barrera (1994); Agosín, Fuentes y Letelier (1994), Ros (1994) y Damill y Fanelli (1994).

BIBLIOGRAFIA

Agosin, M., J. Fuentes y L. Letelier (1994), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Chile", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.

Cardenas, M. y F. Barrera (1994), "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.

CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, varios números, Santiago.

CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números, Santiago.

CEPAL (1991), "La transferencia de recursos externos de América Latina en la posguerra", Cuadernos de la Cepal N° 67, Santiago.

Damill, M., J.M. Fanelli y R. Frenkel (1992), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Bolivia", Documento CEDES/75, Buenos Aires.

---------- (1992a), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Brasil", Documento CEDES/76, Buenos Aires.

---------- (1992b), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Chile", Documento CEDES/77, Buenos Aires.

---------- (1992c), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Colombia", Documento CEDES/89, Buenos Aires.

---------- (1992d), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: México", Documento CEDES/90, Buenos Aires.

Fanelli, J.M. y M. Damill (1994), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina", en: J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.

Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1993), "On gradualism, shock treatment and sequencing", en UNCTAD, International, monetary and financial issues for the 1990s, Vol.II, Washington D.C.

Fanelli, J.M., R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1992), "Growth and structural reform in Latin America. Where we stand", in Alvaro Zini Junior (ed.), The market and the State in economic development in the 1990s, North Holland, Amsterdam, Nueva York, Oxford y Tokio.

Fanelli, J.M., R. Frenkel y L. Taylor (1992), "The World Development Report 1991: A critical assessment", en UNCTAD, International, monetary and financial issues for the 1990s, Vol.I, Washington D.C.

Fanelli, J.M. y J.L. Machinea (1994), "Capital movements in Argentina", Mimeo, CEDES, Buenos Aires.

García, N. (1993), Ajuste, reformas y mercado laboral, Costa Rica (1980-1990), Chile (1973-1992), México (1981-1991), OIT/PREALC, Santiago.

IPEA/INPES (1989), Perspectivas da economia brasileira 1989, Río de Janeiro.

Ocampo, J.A. (ed.) 1994, Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.

Ros, J. (1994), "Mercados financieros y flujos de capital en México", en J.A. Ocampo (ed.), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.

Unidad de Análisis de Políticas Económicas (UDAPE) (1991), Estadísticas económicas de Bolivia, No. 2. La Paz.

Williamson, J. (1990), "What Washington means by policy reform", en J. Williamson, Latin American adjustment. How much has happened?, Institute for International Economics, Washington, D.C.

ANEXO ESTADISTICO

ANEXO ESTADISTICO

Definiciones:

AE:	ahorro externo;
X:	exportaciones;
M:	importaciones;
X-M:	saldo comercial;
Z:	pagos netos de factores al exterior; esta variable incluye las tranferencias unilaterales privadas. En algunos casos se presenta información desagregada: la columna (5b) corresponde a dichas transferencias, y (5a) al pago neto de factores al exterior, sin incluir las transferencias unilaterales.
TI:	relación de precios del intercambio de bienes y servicios;
TCR:	tipo de cambio de la moneda doméstica en relación con el dólar de EE.UU., ajustado por la inflación mayorista de EE.UU. y deflactado por el Indice de Precios al Consumidor.
DE/PBI:	relación entre la deuda externa bruta y el PBI a precios corrientes;
DE/X:	relación entre la deuda externa bruta y las exportaciones (en dólares);
IG:	inversión pública;
IP:	inversión privada (incluye variación de existencias);
IBI:	inversión bruta interna;
ABN:	ahorro bruto nacional;
AG:	ahorro del sector público;
AP:	ahorro del sector privado;
AE = SUPE:	ahorro externo (AE) igual a superávit del resto del mundo (**SUPE**);
SUPP:	superávit del sector privado;
SUPG:	superávit del sector público;
SUPG PRIMARIO:	superávit primario del sector público;

La columna (24), formación de capital, corresponde a la inversión bruta interna fija como proporción del PBI en las cuentas nacionales **a precios constantes**.

Fuentes: Los cuadros incluidos en el apéndice han sido elaborados en base a datos de:

Banco Central de la República Argentina, Cuentas Nacionales (1992);
CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe (1992);
CEPAL, Estudio Económico de América Latina, varios números;
CEPAL, La Política Cambiaria en América Latina a comienzos de los años noventa (1992);
Banco Central de Bolivia;
UDAPE (1991);
Banco Central de Brasil;
IPEA (1989, cap.3);
IBGE, Cuentas Nacionales, 1991;
Banco Central de la República de Colombia;
Banco Central de Chile;
Banco de México, Indicadores Económicos.

Cuadro A.1
ARGENTINA

(A) Brecha externa

	AE	X	M	X-M	Z	TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
			(% del PIB)			1980 = 100				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	2.1	5.1	6.5	-1.4	-0.7	100.0	100.0	0.13	2.7	0.53
1981	2.6	6.9	7.4	-0.5	-2.2	96.3	151.6	0.21	3.3	0.56
1982	2.1	9.1	6.5	2.6	-4.6	84.9	277.4	0.43	4.8	0.66
1983	1.9	9.2	5.8	3.3	-5.2	80.7	293.6	0.43	4.9	0.70
1984	2.1	7.6	4.8	2.8	-4.9	96.0	277.4	0.40	4.8	0.77
1985	0.5	11.7	6.3	5.5	-6.0	80.0	322.6	0.56	4.9	0.83
1986	2.3	8.2	6.3	1.8	-4.2	72.4	271.0	0.49	6.1	0.87
1987	3.8	7.9	7.6	0.3	-4.1	62.9	277.4	0.54	7.2	0.89
1988	0.7	9.5	6.2	3.3	-4.1	66.0	264.5	0.46	5.3	0.91
1989	1.4	13.1	6.6	6.5	-7.8	67.5	409.7	0.77	5.4	0.92
1990	-1.4	10.4	4.6	5.7	-4.3	67.2	248.4	0.43	4.1	nd
1991	1.4	7.7	6.1	1.6	-3.0	66.0	161.3	0.32	4.2	nd
1992	3.6	6.6	8.1	-1.5	-2.0	63.7	143.0	0.25	4.1	nd

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	6.5	18.7	25.3	23.1	1.3	21.9	2.1	3.4	-5.5	-3.0
1981	6.0	16.6	22.7	20.0	-2.8	22.8	2.6	7.1	-9.7	-4.3
1982	5.4	16.5	21.8	19.7	-4.7	24.4	2.1	8.1	-10.2	-3.2
1983	5.5	15.4	20.9	19.0	-3.6	22.6	1.9	7.6	-9.4	-5.7
1984	4.8	15.2	20.0	17.9	-2.9	20.8	2.1	5.9	-8.0	-4.6
1985	4.9	12.7	17.6	17.0	0.6	16.4	0.5	3.9	-4.5	-0.4
1986	5.1	12.3	17.5	15.1	1.9	13.3	2.3	1.2	-3.5	-0.7
1987	5.6	13.9	19.6	15.7	-0.0	15.7	3.8	2.2	-6.1	-2.7
1988	5.6	13.1	18.6	17.9	-2.0	19.9	0.7	6.7	-7.4	-4.1
1989	4.1	11.4	15.5	14.2	-0.4	14.5	1.4	2.9	-4.3	-0.8
1990	3.1	10.9	14.0	15.4	-2.2	17.6	-1.4	6.6	-5.2	-2.0
1991	2.7	12.0	14.6	13.3	-0.6	13.9	1.4	0.8	-2.2	-0.5
1992	2.2	14.5	16.7	13.1	1.5	11.7	3.6	-3.3	-0.2	1.5

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%)	Inflación anual IPC	Salario real (a) 1980 = 100	Formación de capital (% del PBI)	M1/PBI (%)	M2/PBI (b) (%)
	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)
1980	1.0	87.6	100.0	28.0	5.6	21.0
1981	-5.7	131.3	94.3	26.4	4.6	20.6
1982	-3.1	209.7	86.6	21.8	3.3	13.6
1983	3.7	433.7	108.6	20.6	2.4	8.4
1984	1.8	688.0	133.2	20.2	2.5	8.6
1985	-6.6	385.4	111.5	20.0	2.8	9.4
1986	7.3	81.9	110.7	17.4	3.7	11.6
1987	2.6	174.8	104.7	20.5	3.2	11.7
1988	-1.9	387.7	98.9	20.4	2.2	10.6
1989	-6.2	4 923.6	93.3	15.9	2.2	8.5
1990	0.1	1 343.9	90.2	13.7	1.8	4.0
1991	8.9	84.0	80.4	16.5	2.4	4.6
1992	8.7	17.6	76.1	19.7	3.4	6.1

(a) Salario real devengado de la industria manufacturera.
(b) $M_2 = M_1$ + Cuasidinero en moneda nacional.

Cuadro A.2
BOLIVIA

(A) Brecha Externa

	AE	X	M	X-M	Z			TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
			(% del PBI)					1980 = 100				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5a)	(5b)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	0.2	22.0	17.7	4.3	-4.4	-5.7	1.3	100.0	100.0	0.57	2.2	0.96
1981	8.2	17.7	20.2	-2.5	-5.7	-6.4	0.7	90.1	94.4	0.51	2.6	0.97
1982	3.3	17.3	13.6	3.7	-6.9	-7.8	0.9	92.8	165.3	0.62	2.7	0.95
1983	2.7	16.9	14.6	2.3	-5.0	-7.1	2.1	93.9	109.7	0.43	3.7	0.88
1984	1.8	11.3	0.3	2.0	-3.9	-5.1	1.2	105.1	112.5	0.46	4.3	0.90
1985	7.1	14.0	15.5	-1.5	-5.5	-7.0	1.5	96.9	138.9	0.60	5.3	0.86
1986	7.6	18.1	20.8	-2.7	-5.0	-7.5	2.5	88.2	162.5	0.88	6.1	0.86
1987	9.4	15.1	21.3	-6.2	-3.2	-6.0	2.8	85.4	156.9	0.88	6.7	0.95
1988	5.7	15.1	19.0	-3.9	-1.8	-5.9	4.1	75.5	161.1	0.82	6.4	0.95
1989	3.9	18.9	20.7	-1.8	-2.1	-5.5	3.4	75.9	168.1	0.67	4.3	0.95
1990	4.1	20.3	22.8	-2.5	-1.6	-5.1	3.5	73.5	177.8	0.68	3.9	nd
1991	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	60.1	172.2	0.59	3.9	nd

(5a) Intereses y renta (neto).
(5b) Transferencias unilaterales netas.

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
1980	7.7	7.7	15.4	15.2	-0.5	15.7
1988	8.0	2.8	10.8	5.1	1.5	3.6
1989	7.8	5.7	13.5	9.6	2.9	6.7
1990	8.1	5.3	13.4	9.4	5.0	4.4

	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	0.2	8.0	-8.2	-4.8
1981	8.2	0.0	-8.2	-3.6
1982	3.3	12.6	-15.9	-2.9
1983	2.7	16.7	-19.4	-7.9
1984	1.8	22.2	-24.0	-12.4
1985	7.1	2.4	-9.5	-0.5
1986	7.6	-4.9	-2.7	2.1
1987	9.4	-1.7	-7.7	-3.5
1988	5.7	0.8	-6.5	-2.6
1989	3.9	1.0	-4.9	-2.0
1990	4.1	-1.0	-3.1	-1.5

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (22)	Salario min.real 1980 = 100 (a) (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M3/PBI/ (b) (%) (26)
1980	0.6	24.0	nd	14.2	12.2	19.8
1981	0.9	25.1	nd	13.8	12.1	20.8
1982	-4.3	296.5	100.0	10.2	15.7	27.3
1983	-4.5	328.5	102.8	9.1	13.7	20.8
1984	-0.5	2 177.5	86.0	10.2	16.1	19.4
1985	-1.1	8 170.5	46.4	12.4	8.2	11.9
1986	-2.4	66.0	32.4	13.4	4.8	10.3
1987	2.6	10.7	37.6	13.7	5.7	13.2
1988	2.9	21.5	39.3	13.6	6.5	16.1
1989	2.7	16.6	35.6	13.7	5.7	18.2
1990	2.6	18.0	30.5	12.7	6.5	22.0
1991	4.1	14.5	50.1	13.6	5.6	15.3
1992	3.5	11.4	nd	nd	nd	nd

(a) Salario Mínimo Real.
(b) $M_3 = M_1$ + Cuasidinero total (en moneda nacional y extranjera).

Cuadro A.3
BRASIL

(A) Brecha Externa

	AE	X	M	X-M	Z	TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
			(% del PIB)			1980 = 100				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	5.4	9.1	11.3	-2.2	-3.2	100.0	100.0	0.28	3.2	0.69
1981	4.5	9.4	9.8	-0.4	-4.1	85.0	93.7	0.30	3.1	0.68
1982	5.8	7.6	8.3	-0.7	-5.1	79.8	96.8	0.34	4.2	0.67
1983	3.4	11.4	9.0	2.4	-5.8	77.7	133.3	0.47	4.2	0.74
1984	0.0	13.5	7.9	5.6	-5.6	85.2	149.2	0.53	3.6	0.78
1985	0.0	12.2	7.0	5.3	-5.3	82.6	158.7	0.47	3.8	0.81
1986	1.9	8.8	6.4	2.5	-4.4	95.9	146.0	0.41	4.6	0.86
1987	0.5	9.5	6.2	3.3	-3.8	85.5	131.8	0.41	4.3	0.87
1988	-1.3	10.9	5.7	5.2	-3.9	94.9	117.5	0.34	3.1	0.89
1989	-0.2	8.3	5.0	3.2	-3.0	87.2	100.0	0.26	3.1	0.90
1990	0.5	7.2	5.5	1.8	-2.3	82.2	79.4	0.25	3.5	0.90
1991	0.2	8.5	6.5	2.0	-2.2	89.7	90.5	0.30	3.4	nd

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	6.9	16.4	23.3	17.9	0.1	17.8	5.4	1.3	-6.8	-3.2
1981	7.9	15.2	23.1	18.6	1.6	17.0	4.5	1.8	-6.3	-2.3
1982	7.2	13.9	21.1	15.3	-0.1	15.4	5.8	1.5	-7.3	-1.9
1983	5.6	11.1	16.7	13.3	1.2	12.1	3.4	1.0	-4.4	1.6
1984	5.2	10.5	15.7	15.7	2.5	13.2	0.0	2.7	-2.7	4.1
1985	5.5	13.8	19.2	19.2	1.1	18.2	0.0	4.4	-4.4	2.6
1986	5.9	13.2	19.1	17.2	2.3	14.9	1.9	1.7	-3.6	1.6
1987	6.6	15.7	22.3	21.8	0.9	20.9	0.5	5.2	-5.7	-1.0
1988	6.1	16.7	22.8	24.1	1.3	22.8	-1.3	6.1	-4.8	0.9
1989	5.5	19.3	24.9	25.1	-1.4	26.4	-0.2	7.2	-6.9	-0.9
1990	5.2	16.5	21.7	21.2	6.5	14.7	0.5	-1.8	1.3	4.6
1991	3.2	15.7	18.9	18.7	3.5	15.2	0.2	-0.5	0.3	2.3(*)

(*) Estimado.

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M4/PBI (%) (26)
1980	7.0	110.3	100.0	22.8	8.65	22.23
1981	-4.3	95.2	103.7	21.0	7.36	25.94
1982	0.6	99.7	121.0	19.3	6.99	27.90
1983	-3.6	210.9	115.1	17.4	4.75	24.06
1984	5.3	223.8	118.8	16.2	4.34	28.56
1985	7.9	235.6	136.3	16.3	4.79	31.55
1986	7.6	62.4	155.1	18.7	11.33	35.71
1987	3.6	365.9	144.3	17.8	4.90	30.73
1988	-0.1	933.6	156.3	17.0	2.78	27.55
1989	3.3	1 764.9	168.5	16.6	2.02	23.51
1990	-4.4	1 584.7	147.7	16.0	3.08	10.65
1991	0.9	475.8	141.7	15.2	2.48	17.27
1992	-1.5	1 131.5	nd	nd	2.22	25.37

(a) Salario medio en la industria manufacturera del Estado de Sao Paulo, deflactado por el índice de costo de vida en el mismo Estado.

Cuadro A.4
CHILE

(A) Brecha Externa

	AE	X	M	X-M	Z	TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
			(% del PIB)			1980 = 100				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	7.1	22.8	27.0	-4.2	-3.0	100.0	100.0	0.71	1.9	0.46
1981	14.5	16.4	26.8	-10.3	-4.2	87.4	91.8	0.86	2.8	0.35
1982	9.2	19.4	21.3	-1.9	-7.3	75.3	116.3	1.08	3.7	0.39
1983	5.4	24.0	21.3	2.7	-8.1	82.1	144.9	1.13	3.9	0.58
1984	10.7	24.3	25.3	-1.1	-9.7	76.4	157.1	1.13	4.6	0.67
1985	8.3	29.1	26.3	2.8	-11.1	71.1	204.1	1.16	4.6	0.74
1986	6.9	30.6	26.8	3.8	-10.7	74.8	208.2	1.15	4.1	0.82
1987	4.3	33.5	29.4	4.1	-8.4	79.8	206.1	1.05	3.3	0.86
1988	0.7	37.4	30.2	7.2	-7.9	96.4	208.2	0.86	2.3	0.84
1989	3.1	37.9	34.2	3.6	-6.7	92.2	202.0	0.69	1.8	0.76
1990	2.8	36.6	33.7	2.9	-5.7	84.1	193.9	0.67	1.8	0.70
1991	-0.2	35.8	31.0	4.9	-4.7	85.3	189.8	0.55	1.6	0.66

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	5.2	15.8	21.0	13.9	10.9	3.0	7.1	-12.8	5.7	6.4
1981	5.1	17.6	22.7	8.2	6.4	1.8	14.5	-15.8	1.3	1.0
1982	4.7	6.6	11.3	2.1	-0.5	2.6	9.2	-4.0	-5.2	-3.9
1983	4.7	5.1	9.8	4.4	-1.1	5.5	5.4	0.4	-5.8	-3.0
1984	6.0	7.6	13.6	2.9	-1.5	4.4	10.7	-3.2	-7.5	-2.9
1985	7.1	6.6	13.7	5.4	0.7	4.7	8.3	-1.9	-6.4	-0.5
1986	7.6	7.0	14.6	7.7	2.5	5.2	6.9	-1.8	-5.1	0.8
1987	7.3	9.6	16.9	12.6	4.0	8.6	4.3	-1.0	-3.3	1.4
1988	6.2	10.8	17.0	16.3	6.1	10.2	0.7	-0.6	-0.1	4.3
1989	6.3	14.0	20.3	17.2	nd	nd	3.1	nd	nd	nd
1990	6.3	13.9	20.2	17.5	nd	nd	2.8	nd	nd	nd
1991	nd	nd	18.8	19.0	nd	nd	-0.2	nd	nd	nd

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (%) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M3/PBI (b) (%) (26)
1980	7.8	31.2	100.0	17.6	5.7	17.8
1981	5.5	9.5	108.9	19.5	6.0	24.5
1982	-14.1	20.7	108.6	15.0	6.3	30.5
1983	0.7	23.1	97.1	12.9	5.9	25.1
1984	6.3	23.0	97.2	13.2	5.8	24.2
1985	2.2	26.4	93.5	14.8	4.7	23.9
1986	5.7	17.4	95.1	15.0	4.7	25.2
1987	5.7	21.5	94.7	16.5	4.6	27.0
1988	7.5	12.7	101.0	17.0	5.0	28.8
1989	9.8	21.4	102.9	18.6	5.1	31.0
1990	2.0	27.3	104.8	19.5	4.4	33.2
1991	5.8	18.7	109.9	18.2	6.8	34.2
1992	9.5	14.0	117.3	nd	nd	nd

(a) Remuneración media de los asalariados en los sectores no agrícolas.
(b) $M_3 = M_1$ + Cuasidinero en moneda nacional.

Cuadro A.5
COLOMBIA

(A) Brecha Externa

	AE	X	M	X-M	Z			TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
			(% del PBI)					1980 = 100				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5a)	(5b)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	-0.2	16.2	15.6	0.6	-0.4	-0.7	0.3	100.0	100.0	0.20	1.3	0.65
1981	4.1	11.9	15.4	-3.6	-0.5	-1.1	0.6	84.8	100.0	0.23	2.0	0.66
1982	5.8	10.9	15.2	-4.3	-1.5	-2.0	0.5	86.6	100.0	0.26	2.3	0.66
1983	4.9	10.5	13.2	-2.8	-2.1	-2.5	0.4	93.1	105.7	0.30	3.0	0.69
1984	3.2	11.9	12.5	-0.6	-2.6	-3.4	0.8	98.6	121.4	0.32	2.4	0.72
1985	1.6	13.8	12.5	1.3	-2.9	-4.2	1.3	90.3	142.9	0.40	3.1	0.76
1986	-4.6	18.8	12.0	6.8	-2.2	-4.4	2.2	116.3	167.1	0.43	2.3	0.80
1987	-1.9	16.9	12.9	4.0	-2.1	-4.9	2.8	89.6	175.7	0.43	2.3	0.80
1988	-0.7	16.3	13.9	2.4	-1.7	-4.2	2.5	89.0	175.7	0.42	2.4	0.80
1989	-1.4	18.0	13.8	4.2	-2.8	-5.1	2.3	85.4	187.1	0.43	2.3	0.83
1990	-2.9	20.4	14.8	5.7	-2.8	-5.4	2.6	80.1	200.0	0.44	2.1	0.84
1991	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	75.7	202.9	nd	1.8	0.85

(5a) Remuneración neta de factores pagadas al resto del mundo.
(5b) Otras transferencias corrientes netas procedentes del resto del mundo.

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	7.1	12.0	19.1	19.3	4.5	14.8	-0.2	2.8	-2.6	-2.0
1981	8.4	12.3	20.6	16.5	3.0	13.5	4.1	1.3	-5.4	-3.8
1982	8.7	11.8	20.5	14.7	2.7	12.0	5.8	0.2	-6.0	-4.8
1983	9.3	10.6	19.9	15.0	1.7	13.3	4.9	2.7	-7.6	-5.7
1984	9.6	9.4	19.0	15.8	3.3	12.5	3.2	3.1	-6.3	-4.1
1985	8.6	10.4	19.0	17.4	4.7	12.7	1.6	2.3	-3.9	-2.9
1986	7.6	10.4	18.0	22.6	7.3	15.3	-4.6	4.9	-0.3	-0.5
1987	7.1	12.9	20.0	21.9	5.2	16.7	-1.9	3.8	-1.9	2.2
1988	7.4	14.6	22.0	22.7	5.2	17.5	-0.7	2.9	-2.2	0.8
1989	6.9	13.1	20.0	21.4	5.0	16.4	-1.4	3.3	-1.9	nd
1990	6.1	12.1	18.2	21.1	6.9	14.2	-2.9	2.1	0.8	nd

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%) (21)	Inflación anual (IPC) (%) (22)	Salario real (a) 1980 = 100 (23)	Formación de capital (% del PBI) (24)	M1/PBI (%) (25)	M2/PBI (%) (26)
1980	4.1	26.5	100.0	16.7	13.72	26.07
1981	2.3	26.7	101.3	17.4	13.10	28.76
1982	0.9	23.9	104.7	17.7	13.04	28.43
1983	1.6	16.7	110.1	17.7	13.30	31.61
1984	3.4	18.3	118.1	17.3	12.99	31.09
1985	3.1	22.7	114.6	15.9	12.93	32.46
1986	5.8	20.9	120.1	16.2	11.62	30.59
1987	5.4	24.0	119.2	15.5	11.88	30.12
1988	4.1	28.1	117.7	16.5	11.34	28.19
1989	3.4	26.1	119.4	15.1	11.21	28.40
1990	4.1	32.4	115.9	14.1	10.37	27.09
1991	2.3	26.8	112.4	13.1	nd	nd
1992	3.2	25.7	119.1	nd	nd	nd

(a) Salario real de obreros en la industria manufacturera.

Cuadro A.6
COSTA RICA

(A) Brecha Externa

	AE	X	M	X-M	Z			TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
			(% del PBI)					1980 = 100				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5a)	(5b)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	14.8	26.5	36.8	-10.3	-4.5	-4.8	0.3	100.0	100.0	0.49	1.8	0.81
1981	15.2	43.3	48.2	-4.9	-10.3	-11.3	1.0	84.9	185.5	1.00	2.3	0.86
1982	12.3	45.1	42.2	2.9	-15.2	-16.5	1.3	82.7	195.2	1.30	2.9	0.88
1983	10.6	36.0	36.8	-0.7	-9.9	-10.6	0.7	84.3	158.1	1.14	3.1	0.90
1984	7.1	34.4	34.0	0.4	-7.5	-8.5	0.9	87.3	161.3	1.07	2.9	0.83
1985	7.5	30.7	32.5	-1.8	-5.7	-7.1	1.4	84.9	162.9	1.06	3.4	0.85
1986	3.9	31.3	30.5	0.8	-4.7	-6.1	1.4	101.9	162.9	0.93	2.9	0.85
1987	8.4	31.6	35.8	-4.1	-4.3	-6.5	2.2	83.8	169.4	0.97	3.0	0.86
1988	6.6	34.2	36.0	-1.8	-4.8	-7.4	2.6	83.9	162.9	0.97	2.8	0.86
1989	8.9	35.0	38.8	-3.8	-5.1	-7.3	2.2	79.8	162.9	0.86	2.4	0.85
1990	9.6	34.4	42.1	-7.7	-1.9	-4.2	2.3	70.1	175.8	0.68	2.0	0.82
1991	2.5	38.6	40.5	-1.9	-0.6	-3.0	2.4	69.6		0.73	1.8	0.81
1992	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd		nd	1.6	0.81

(5a) Remuneración neta de factores pagados.
(5b) Otras transferencias del exterior.

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	9.2	17.3	26.6	11.8	-0.1	12.1	14.8	-5.5	-9.3	nd
1981	8.9	20.2	29.0	13.8	7.6	6.3	15.2	-14.0	-1.2	nd
1982	7.2	17.5	24.7	12.4	3.6	10.1	12.3	-8.7	-3.6	nd
1983	6.4	17.8	24.2	13.6	7.5	6.1	10.6	-11.7	1.1	nd
1984	6.4	16.3	22.7	15.6	11.3	4.4	7.1	-12.0	4.9	nd
1985	7.0	18.9	25.9	18.4	10.7	7.6	7.5	-11.1	3.6	nd
1986	5.8	19.4	25.2	21.3	7.7	13.2	3.9	-5.7	1.8	nd
1987	4.4	22.7	27.1	18.7	7.8	9.7	8.4	-11.7	3.3	nd
1988	4.1	20.4	24.5	17.9	4.2	12.0	6.6	-6.7	0.1	nd
1989	4.5	22.1	26.6	17.7	2.0	14.4	8.9	-6.4	-2.5	nd
1990	4.7	23.3	28.0	18.4	2.2	15.9	9.6	-7.1	-2.5	nd
1991	4.1	19.3	23.4	20.9	4.1	16.4	2.5	-2.5	0.0	nd

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI	Inflación anual (IPC)	Salario real (a)	Formación de capital	M1/PBI	M2/PBI	M2/PBI (b)
	(%)		1980 = 100	(% del PBI)	(%)	(%)	(%)
	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)
1980	0.8	18.1	100.0	25.1	15.8	nd	40.6
1981	-2.3	64.9	88.2	19.3	14.1	nd	41.0
1982	-7.3	82.0	70.9	15.0	14.0	nd	38.3
1983	2.9	10.7	77.8	15.8	15.9	nd	41.9
1984	8.0	17.3	84.7	18.5	15.7	nd	41.2
1985	0.7	10.9	92.4	19.3	14.3	24.8	39.2
1986	5.3	15.4	98.0	20.5	14.7	25.5	36.8
1987	4.5	16.4	88.5	21.6	14.4	27.1	41.5
1988	3.2	25.3	84.6	20.1	12.5	23.2	40.2
1989	5.4	10.0	85.1	22.0	12.5	23.7	33.7
1990	3.5	27.3	86.5	24.3	11.7	25.0	37.1
1991	1.2	25.3	82.5	20.2	8.3	17.4	28.5
1992	4.0	17.0	nd	20.3	nd	nd	nd

(a) Ingresos medios y bajos del área metropolitana de San José.
(b) $M_2 = M_1$ + Cuasidinero (depósitos en moneda nacional y extranjera).

Cuadro A.7
MEXICO

(A) Brecha Externa

	AE	X	M	X-M	Z	TI	TCR	DE/PBI	DE/X	DEG/DE
			(% del PIB)			1980 = 100				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
1980	5.0	10.7	13.0	-2.3	-2.7	100.0	100.0	0.26	2.1	0.69
1981	5.9	10.4	12.9	-2.5	-3.4	100.9	91.9	0.31	2.6	0.74
1982	0.5	15.3	10.3	5.0	-5.5	86.6	140.5	0.50	3.4	0.67
1983	-4.0	19.0	9.4	9.6	-5.6	91.4	152.7	0.63	3.5	0.67
1984	-2.6	17.4	9.6	7.8	-5.2	84.6	135.1	0.55	3.2	0.72
1985	-1.3	15.4	10.3	5.1	-3.8	86.0	135.1	0.53	3.6	0.74
1986	0.5	17.2	13.4	3.8	-4.3	63.9	175.7	0.78	4.6	0.75
1987	-2.9	19.7	13.4	6.3	-3.4	71.5	177.0	0.73	3.7	0.79
1988	1.1	16.8	15.3	1.5	-2.6	62.0	141.9	0.59	3.5	0.80
1989	2.6	16.1	16.3	-0.2	-2.5	65.5	133.8	0.46	2.9	0.80
1990	2.4	16.0	17.0	-1.0	-1.4	70.0	128.4	0.41	2.6	0.79
1991	4.8	14.2	17.2	-3.1	-1.7	61.8	116.2	0.37	2.6	0.77

(B) Ahorro, inversión y financiamiento (% del PBI a precios corrientes)

	IG	IP	IBI	ABN	AG	AP	AE=SUPE	SUPP	SUPG	SUPG PRIMARIO
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
1980	9.6	17.6	27.2	22.2	7.1	15.1	5.0	-2.5	-2.5	-3.0
1981	12.9	14.5	27.4	21.5	2.1	19.4	5.9	4.9	-10.8	-8.0
1982	10.2	12.7	22.9	22.4	4.7	17.7	0.5	5.0	-5.5	-7.3
1983	7.5	13.3	20.8	24.8	7.0	17.8	-4.0	4.5	-0.5	4.2
1984	6.7	13.2	19.9	22.5	6.3	16.2	-2.6	3.0	-0.4	4.8
1985	6.1	15.1	21.2	22.5	5.8	16.7	-1.3	1.6	-0.3	3.5
1986	6.0	12.2	18.2	17.7	4.1	13.6	0.5	1.4	-1.9	2.1
1987	5.5	13.7	19.2	22.1	7.0	15.1	-2.9	1.4	1.5	5.4
1988	5.1	15.4	20.5	19.4	1.4	18.0	1.1	2.6	-3.7	7.6
1989	4.9	16.7	21.6	19.0	2.7	16.3	2.6	-0.4	-2.2	7.9
1990	4.9	16.9	21.8	19.4	6.6	12.8	2.4	-4.1	1.7	7.5
1991	4.5	17.0	21.5	16.7	7.0	9.7	4.8	-7.3	2.5	nd

(C) Otros indicadores macroeconómicos

	Tasa de crec. del PBI (%)	Inflación anual (IPC) (%)	Salario real (a) 1980 = 100	Formación de capital (% del PBI)	M1/PBI (%)	M4/PBI (b) (%)
	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)
1980	6.5	29.8	100.0	24.8	8.9	nd
1981	8.8	28.7	103.3	26.5	8.7	nd
1982	-0.6	98.8	105.1	22.2	8.0	27.8
1983	-4.2	80.8	82.5	16.6	6.7	26.4
1984	3.6	59.2	76.2	17.0	6.2	26.9
1985	2.6	63.7	74.1	17.9	6.1	26.7
1986	-3.8	105.7	69.2	16.4	5.9	28.3
1987	1.7	159.2	68.1	16.1	4.8	27.1
1988	1.2	51.7	67.4	16.8	4.5	27.1
1989	3.3	19.7	73.6	17.3	5.1	31.9
1990	4.4	29.9	75.1	18.8	6.0	36.5
1991	3.6	18.8	80.1	19.7	7.2	41.4
1992	2.5	12.9	nd	nd	nd	nd

(a) Salario real de la industria manufacturera.
(b) $M_4 = M_1$ + Crédito Interno en moneda nacional.