

330.122 / #37

C.2

Macroeconomía, Comercio y Finanzas para

*Reformar las Reformas en
América Latina*




900019586 - BIBLIOTECA CEPAL

75528

Macroeconomía, Comercio y Finanzas para *Reformar las Reformas en América Latina*

Ricardo Ffrench-Davis

Asesor Regional Principal de CEPAL

Profesor de Economía de la Universidad de Chile

Ex Director de Estudios del Banco Central de Chile

Director de CIEPLAN, 1975-1990



**McGraw-Hill
Interamericana**

SANTIAGO · BUENOS AIRES · CARACAS · GUATEMALA · LISBOA · MADRID
MÉXICO · NUEVA YORK · PANAMÁ · SAN JUAN · SANTAFÉ DE BOGOTÁ · SAO PAULO
AUCKLAND · HAMBURGO · LONDRES · MILÁN · MONTREAL · NUEVA DELHI · PARÍS
SAN FRANCISCO · SYDNEY · SINGAPUR · ST. LOUIS · TOKIO · TORONTO

Macroeconomía, Comercio y Finanzas para Reformar las Reformas en América Latina

Queda prohibida cualquier forma de reproducción, transmisión o archivos en sistemas recuperables del presente ejemplar, ya sea para uso privado o público, por medios mecánicos, electrónicos, electrostáticos, magnéticos o cualquier otro, total o parcialmente, con o sin finalidad de lucro, salvo aquellas páginas diseñadas especialmente para ser reproducidos por el educador para uso individual o colectivo en el aula.

DERECHOS RESERVADOS © 1999, respecto a la primera edición en español, por
MC GRAW HILL / INTERAMERICANA DE CHILE LTDA.

Seminario, 541

Providencia

Santiago (Chile)

Reg. Prop. Intelectual 108.497

I.S.B.N. 956-278-081-3

Editora: Patricia Ortega Wiedmaier.

Diagramación: Paula Navarro

Diseño de Portada: Angel Spotorno

Impreso en: Imprenta Salesianos S.A.

IMPRESO EN CHILE / PRINTED IN CHILE

Contenidos

.....

| | |
|---|-----|
| PRÓLOGO | VII |
| I. UNA INTRODUCCIÓN | 1 |
| 1. El resultado de las reformas. | 1 |
| 2. Neoliberalismo demasiado ingenuo, pragmatismo escaso. | 4 |
| 3. Nuestro enfoque. | 5 |
| 4. El menú que sigue. | 8 |
| II. FORMACIÓN DE CAPITAL Y ENTORNO MACROECONÓMICO: BASES PARA UN ENFOQUE NEOESTRUCTURALISTA | 15 |
| 1. Enfoques conceptuales. | 16 |
| 2. Crecimiento e inversión en América Latina. | 22 |
| 3. Ambiente macroeconómico e inversión productiva. | 26 |
| III. LA LIBERALIZACIÓN COMERCIAL Y EL CRECIMIENTO: EXPERIENCIAS RECIENTES EN AMÉRICA LATINA | 37 |
| 1. Los programas de liberalización comercial en América Latina. | 42 |
| 2. Lecciones de las economías dinámicas de Asia. | 53 |
| 3. Consideraciones finales. | 64 |
| IV. LA GRAN CRISIS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA: UN DECENIO DE AJUSTE ASIMÉTRICO | 67 |
| 1. Gestación de la crisis de la deuda en los años setenta. | 70 |
| 2. Emergencia de la crisis a comienzos de los años ochenta. | 75 |
| 3. La gestión de la crisis en los años ochenta. | 79 |
| 4. El ajuste interno recesivo de los años ochenta. | 89 |
| 5. Observaciones finales. | 92 |
| V. FLUJOS DE CAPITAL Y EL DESARROLLO EN LOS AÑOS NOVENTA: IMPLICACIONES PARA LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS | 95 |
| 1. Movilidad del ahorro externo y apertura de la cuenta de capital. | 97 |
| 2. Resurgimiento de los flujos privados de capital en los años noventa: implicaciones de políticas para la oferta. | 104 |
| 3. Resurgimiento de los flujos de capital privado en los años noventa: implicaciones para las políticas de los países receptores. | 112 |

| | | |
|---------|---|-----|
| VI. | POLÍTICAS MACROECONÓMICAS PARA EL CRECIMIENTO | 123 |
| | 1. El escenario macroeconómico reciente. | 124 |
| | 2. Efectos de posicionarse en la frontera productiva. | 131 |
| | 3. Políticas económicas que inciden en el grado de cercanía a la frontera productiva. | 133 |
| | 4. Conclusiones y lecciones principales. | 138 |
| VII. | LOGROS MACROECONÓMICOS EN LA TRANSICIÓN DEMOCRÁTICA EN CHILE | 143 |
| | 1. Condiciones iniciales: la herencia del régimen militar, 1973-89. | 144 |
| | 2. Logros económicos durante la administración Aylwin. | 149 |
| | 3. Los desafíos: equidad social y estabilidad macroeconómica. | 165 |
| VIII. A | EL COMERCIO INTRALATINOAMERICANO EN LOS AÑOS NOVENTA Y SU BASE ANALÍTICA | 167 |
| | 1. Base analítica para los acuerdos comerciales preferenciales. | 167 |
| | 2. El comercio intrarregional y la calidad de las exportaciones. | 170 |
| VIII. B | EL REGRESO DE LOS CAPITALS PRIVADOS A AMÉRICA LATINA: UNA PALABRA DE CAUTELA EN 1992 A LOS PAÍSES "EXITOSOS" | 177 |
| VIII. C | EL "EFECTO TEQUILA", SUS ORÍGENES Y SU ALCANCE CONTAGIOSO | 183 |
| | 1. Flujos de capital hacia América Latina. | 183 |
| | 2. Causas y consecuencias de la crisis mexicana. | 187 |
| | 3. Propagación del <i>shock</i> hacia América Latina. | 191 |
| | 4. Reduciendo la vulnerabilidad: el caso de Chile. | 193 |
| | 5. Economías emergentes del Este y Sudeste Asiático: las nuevas víctimas de la inestabilidad financiera. | 195 |
| | 6. Lecciones para América Latina. | 197 |
| | REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 201 |
| | ÍNDICE TEMÁTICO | 219 |

Prólogo



En los últimos años han proliferado en muchas regiones del mundo amplias y profundas reformas económicas. Dichas reformas se han aplicado con especial intensidad en América Latina.

Se advierte una sensación generalizada de insatisfacción entre la población y los actores sociales. La distribución de los ingresos y las oportunidades parecen haber empeorado. También existe una significativa inestabilidad, como lo demuestran las crisis mexicana y argentina de 1995, y la actual crisis iniciada en el este y sudeste asiáticos.

En la presente colección de trabajos se parte de la base de que es posible construir una economía de mercado mejor que la que resulta del estilo predominante de reformas en aplicación en los años recientes. Se pueden reducir los costos, obtener más rápido los beneficios y distribuirlos de forma más equitativa. Lo fundamental es equilibrar mejor las funciones del mercado y del Estado. En particular, atribuimos un papel crucial al entorno macroeconómico que generan las políticas públicas y al consiguiente impacto sobre la formación de capital y su productividad efectiva. A lo largo de todo el trabajo se destaca la diversidad en la capacidad de los diferentes agentes económicos para responder a las señales económicas, de acuerdo con su transparencia, gradualidad, y el grado de perfección y completitud de los mercados.

Más allá del capítulo introductorio, hemos seleccionado siete artículos y dos notas cortas. El primer trabajo fue escrito al final de nuestra larga y estimulante estadía en la Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), en Santiago de Chile. Fue concluido justo antes del comienzo de la transición a la democracia en marzo de 1990, tras la derrota de Pinochet en un plebiscito en 1988 y de su candidato presidencial en 1989. Todos los demás trabajos se elaboraron a partir de 1992, durante mi desempeño como asesor regional de la CEPAL y profesor de economía de la Universidad de Chile. La ubicación de CEPAL en el centro del acontecer económico de América Latina, me permitió ampliar fructíferamente el conocimiento y comprensión sobre los países de la región.

El hilo conductor de los trabajos son las implicaciones macroeconómicas del comercio y las finanzas sobre la estabilidad y la formación de capital. Los eventos abordados incluyen la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta, las reformas comerciales, la reanudación de la entrada de capitales privados a América Latina, la apertura de la cuenta de capitales y las crisis mexicana y asiática.

Los trabajos se han revisado con los únicos propósitos de reducir las duplicaciones, actualizar y armonizar la información y mejorar la presentación de las interpretaciones analíticas, sin modificar signo y tonalidad.

La mitad de los trabajos fueron escritos en colaboración con otros autores. Agradezco las autorizaciones de Manuel Agosin, Robert Devlin, Stephany Griffith-Jones y Raúl Labán para reproducir en este volumen nuestros trabajos conjuntos. Mis reconocimientos también por las autorizaciones correspondientes de los editores y publicaciones siguientes: *Challenge*, CIEPLAN, *Desarrollo Económico*/Buenos Aires, FONDAD/La Haya, Fondo de Cultura Económica, *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, Macmillan y *Revista de la CEPAL*. Roberto Machado y Heriberto Tapia prestaron su idónea asistencia en la armonización de los textos y actualización de datos, en tanto Lenka Arriagada preparó con eficiencia la presentación del manuscrito, efectuó traducciones de parte del texto y homogenizó las versiones de inglés y español. En particular, deseo agradecer el valioso apoyo para esta publicación del recientemente creado Fondo Concursable de Proyectos de CIEPLAN.

Por cierto, asumo la total responsabilidad respecto del contenido de esta colección y de cualquier error de interpretación que en ella figure.

Ricardo Ffrench-Davis
Santiago, diciembre de 1998

I UNA INTRODUCCIÓN

.....

1. EL RESULTADO DE LAS REFORMAS

Las reformas económicas se han aplicado a un ritmo acelerado en toda América Latina durante los años noventa. En 1997 reinaba en los países latinoamericanos (PALs) y en las instituciones financieras y gubernamentales en el extranjero un ambiente optimista respecto del desempeño reciente y del futuro de la región.

Las autoridades regionales habían reconocido ampliamente la necesidad de preservar los equilibrios macroeconómicos. La hiperinflación había desaparecido y muchos países registraban tasas de inflación de un dígito; los balances presupuestarios y el ahorro fiscal habían mejorado considerablemente; la expansión monetaria para financiar los déficit públicos prácticamente había cesado; el volumen de las exportaciones crecía rápidamente y se diversificaba en términos de los artículos exportados y de los mercados de destino; muchos países acumulaban importantes reservas internacionales (CEPAL, 1998c); una serie de privatizaciones masivas tuvieron lugar. Frecuentemente, era posible escuchar que, ya finalizada la primera generación de reformas, era tiempo para una segunda generación (focalizada en áreas como la educación y el poder judicial), que había quedado rezagada.¹

Sin embargo, constatábamos que se estaban desarrollando tres tipos de problemas significativos. Primero, algunos equilibrios se alcanzaban a expensas de desequilibrios en otras variables macroeconómicas (sobre todo en el sector externo) o bien descuidando aspectos esenciales para lograr la equidad o la competitividad sistémica (como la inversión en el capital humano); ambos conspiraban contra un crecimiento vigoroso y sostenible. En segundo lugar, la coyuntura económica de la región había evolucionado entre fines de los años ochenta (en que dominaban una restricción externa agobiante y la consiguiente enorme brecha entre la utilización de la capacidad productiva y el PIB potencial) y los años noventa (con abundantes entradas de capital y una brecha que se estrechaba); en consecuencia, la política macroeconómica debió haberse desplazado hacia la búsqueda activa de una convergencia entre las trayectorias de la demanda efectiva y la capacidad productiva, de modo que la convergencia se hubiese alcanzado cuando la brecha original de subutilización terminara de cerrarse (véase el capítulo VI); la diversidad de velocidades sugería la emergencia de nuevos desequilibrios insostenibles. Tercero, la despreocupación por lograr un adecuado equilibrio en el tratamiento de las distintas metas de la sociedad se ha traducido en una creciente insatisfacción de amplios sectores de la

.....

¹ Véanse evaluaciones de los procesos de reformas en BID (1997); Banco Mundial (1997b); Burki y Perry (1998) y CEPAL (1998c).

población en cuanto a las políticas públicas vigentes y a la resultante disparidad en la distribución de los ingresos y oportunidades y del poder. Estos tres tipos de problemas guardan relación con el diseño y estilo de implementación de las reformas en marcha. Por consiguiente, existe una necesidad urgente de reformar las actuales reformas para mejorar el desempeño económico. Es evidente, además, la necesidad de avanzar hacia un enfoque más integral, ampliando su cobertura hacia la consecución de una mayor equidad y desarrollo social y un mejor ambiente para la construcción de la democracia (Ocampo, 1998; Stiglitz, 1998a).

Uno de los principales objetivos de las reformas ha sido mejorar el entorno de las actividades productivas y lograr un mayor crecimiento sostenible del PIB. Sin embargo, los resultados han sido pobres. Después del crecimiento anual de 1,2 por ciento de los años ochenta, sólo se produjo un aumento moderado a 3,5 por ciento en 1991-98, muy por debajo del registro de 5,5 por ciento del período 1950-80. Esta modesta tasa de crecimiento de los años noventa, que implica que la convergencia de los PIB por habitante con los países más ricos no se ha reanudado, tuvo lugar pese a una afluencia neta de capitales hacia los PALs comparativamente tan alta como la registrada en los años setenta.

Según cálculos aproximados, alrededor de un tercio del crecimiento del PIB de los PALs en la primera mitad de los años noventa obedeció al mayor uso de la capacidad, en una tendencia de aproximación a la frontera productiva o PIB potencial. Este movimiento fue, en un grado significativo, una respuesta a la gradual desaparición de la restricción externa dominante anteriormente. Así pues, el crecimiento de la capacidad alcanzó sólo entre 2,5 a 3 puntos al año, en un decenio de grandes entradas de capitales. Este desempeño insatisfactorio es, primero que todo, una consecuencia del reducido incremento del *stock* de capital fijo; la tasa de inversión en los años noventa ha alcanzado un promedio de unos 5 puntos porcentuales menos que en el decenio anterior a la crisis de la deuda. Por otra parte, los aumentos de la productividad total de factores han sido modestos, en parte porque están asociados al bajo nivel de inversión productiva (De Long y Summers, 1991). Las exportaciones han sido dinámicas, con un incremento de su volumen de 9 por ciento anual, aparentemente con elevadas inversiones y aumentos de la productividad en el sector; pero los incrementos de capacidad de los PALs se han concentrado sobre todo en la producción de bienes exportables, que aún representa menos de un quinto del PIB. Finalmente, parte de la productividad potencial se pierde con la subutilización de la capacidad, que reaparece recurrentemente, la que se localiza principalmente en los no exportables.

La repetición de coyunturas con subutilización significativa de la capacidad productiva es el resultado de *shocks* externos y de políticas macroeconómicas nacionales insostenibles y de macroprecios desalineados (*outlier*), como se observa en los casos de Argentina y México en 1995 (véase el capítulo VIII.C). La productividad efectiva del *stock* total de los factores evidentemente se redujo en estas dos naciones en 1995, dado que este *stock* siguió creciendo (aunque más lentamente) mientras que la producción efectiva disminuyó. El PIB se recuperó en 1996-97, suscitando difundidas aseveraciones respecto de que la crisis había sido superada en forma rápida y eficiente. Este tipo de planteamiento, desproporcionadamente optimista (una forma de neopopulismo), tiende a llevar a una peligrosa subestimación de los costos de los

errores en las políticas económicas y a la persistencia de ideologismo en el diseño de las reformas. Para evaluar la eficiencia de una reforma o una política o ajuste, deben considerarse siempre tanto el valor actualizado de las recuperaciones como el de las caídas de producción y bienestar. Existe una tendencia inquietante a desestimar la significación que reviste la inestabilidad y la subutilización de la capacidad (Katz, 1996; Stiglitz, 1998a).

La inestabilidad es asimétrica e inevitablemente implica subutilización de la productividad potencial, en promedio, y una menor producción efectiva. En efecto, la recuperación incrementa el flujo de producción hoy, hasta la máxima utilización de la capacidad existente, pero no se puede recuperar la producción que no se generó ayer. La inestabilidad también tiende a ser asimétrica en lo distributivo, pues los sectores de mayores ingresos y mejor acceso a mercados aprovechan más plenamente las oportunidades que surgen en los períodos de auge y se ajustan con mayor agilidad en los períodos recesivos. Los antecedentes disponibles indican que la distribución del ingreso tiende a deteriorarse en las recesiones y a mejorar en las recuperaciones, pero con menos fuerza en éstas que en aquéllas (Hausmann y Gavin, 1996; Morley, 1995). Cuanto más incompletos sean los mercados financieros y menor la tasa de formación de capital, mayor tenderá a ser la probabilidad de que predominen los efectos regresivos.

Los caminos que han elegido los países de América Latina para diseñar sus reformas estructurales y políticas económicas son muy variados. No obstante, hay algunas características distintivas que reflejan influencias externas comunes o enfoques internos compartidos, que han implicado deficiencias graves en la primera generación de reformas. La moda predominante ha involucrado la repetición de costosos errores, en particular en el manejo macroeconómico; en el diseño de las reformas financieras y comerciales, y en la insuficiencia de los esfuerzos para completar mercados.

Muchas de las reformas se llevaron a cabo bajo el alero del así llamado “Consenso de Washington”. Sin embargo, en varios casos la implementación efectiva fue más ideológica e incompleta que el “consenso” escrito (véase Williamson, 1998, Apéndice). Paradójicamente, algunos de los errores más evidentes —por ejemplo, aquellos relacionados con el tipo de cambio y tasas de interés— fueron el resultado de ignorar las oportunas advertencias, tales como “no se debe devaluar jamás cuando se está liberalizando el comercio”. Con todo, la evolución de las reformas y sus efectos revelan graves sesgos y carencias, haciendo necesaria una nueva agenda y la búsqueda sistemática de políticas más apropiadas (véase, por ejemplo, Ocampo, 1998; Stewart, 1998; Stiglitz, 1998b; Williamson, 1998).

En la alternativa opuesta de políticas, algunos países como Chile han introducido modificaciones que implican menor inestabilidad de los precios macroeconómicos y de la demanda agregada y mayores esfuerzos sistemáticos para complementar los mercados incompletos (véase el capítulo VII). El resultado ha sido la conformación de un entorno macroeconómico, aún perfectible, pero significativamente más eficiente y propicio para aumentar la productividad y la inversión (Ffrench-Davis y Reisen, 1998, cap. I; Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996).

En esta colección examinaremos rasgos significativos del diseño de políticas macroeconómicas, la liberalización del comercio, los flujos de capital y las reformas financieras. Nuestro análisis contribuye a explicar por qué el desempeño del crecimiento ha sido pobre en promedio. Destacaremos, además, que diversos estilos de reformas pueden generar un aumento del crecimiento una vez terminado el proceso de ajuste; sin embargo, lo que ocurre durante la transición hacia un nuevo equilibrio marca una diferencia, y las reformas “ingenuas” pueden conllevar un período de ajuste extremadamente prolongado y costoso, dada la presencia de mercados imperfectos e incompletos. Las características del proceso de transición (efectos de histéresis sobre los flujos de capital humano y físico) y el tiempo transcurrido pueden tener repercusiones significativas para el bienestar de la población, siendo este bienestar lo que constituye el fin último de la economía. La trayectoria de ajuste y sus efectos acumulativos sobre los mercados pueden mejorarse considerablemente si se reforman las reformas.

2. NEOLIBERALISMO DEMASIADO INGENUO, PRAGMATISMO ESCASO

El actual modelo neoliberal aborda diversos problemas reales, de gran significación, que han aflorado o se desarrollaron en los últimos decenios, particularmente en el del setenta y comienzos del ochenta. En el caso de los países latinoamericanos, esas fallas han generado desequilibrios costosos, tales como la formación de enormes déficit fiscales, inflación con tasas variables y elevadas, deterioro de la capacidad de rendición de cuentas (*accountability*) de las empresas públicas, tasas de interés reales muy negativas, perfil arbitrario de la protección efectiva, y demasiadas decisiones microeconómicas centralizadas por las autoridades nacionales. Sin embargo, modificaciones muy aconsejables pueden ser hechas de un modo ineficiente e inequitativo. Ello es lo que ha ocurrido frecuentemente con algunas reformas neoliberales cargadas de ideologismo, que reflejan una mala comprensión de cómo funcionan los mercados y de su grado de maduración.

El neoliberalismo tiene una fe extrema en la eficiencia del sector privado tradicional y una desconfianza también extrema en el sector público y en las formas no tradicionales de organización privada. Existe una tendencia a efectuar reformas de manera abrupta y extrema, dando por supuesto que los mercados se tornan completos espontáneamente cuando se liberalizan; este enfoque acostumbra a no considerar interrelaciones claves entre variables, y persigue metas parciales y con visiones muy cortoplacistas.

El enfoque de moda parte de la base de que las señales del mercado transitan en forma transparente y fluida entre mercados y entre generaciones. Con ello, supone que los desequilibrios estructurales no existen, salvo aquéllos generados por la intervención estatal. Estos supuestos llevan a subestimar los efectos negativos sobre la formación de capital, la tasa de utilización del PIB potencial, y la distribución de la productividad y las oportunidades entre la población; todos éstos son efectos que los procesos de ajuste neoliberal tienden a generar ante los *shocks* externos y los programas antiinflacionarios, dado el carácter que ha asumido el conjunto de reformas estructurales que se han puesto en aplicación.

Paradójicamente, este enfoque, todavía predominante, fundado en la teoría microeconómica de la “optimización”, salta bruscamente a las recomendaciones de política basadas en la “maximización” de la liberalización. Ignora las posiciones intermedias entre los extremos de la liberalización indiscriminada y el intervencionismo arbitrario. Además, subvalora las profundas consecuencias de la ausencia de reformas complementarias; un caso muy evidente es el de la ausencia de regulaciones prudenciales efectivas de las instituciones financieras y de los servicios públicos, en forma paralela a las privatizaciones o liberalizaciones de sus mercados.

Es evidente que muchos destacados especialistas del mundo académico del Norte no comparten varios de los postulados del paradigma neoliberal, y que el análisis neoclásico estándar puede servir para revelar las peligrosas trampas de la fe ingenua en el mercado (por ejemplo, véanse los interesantes aportes de Krugman, 1990; Rodrik, 1992; Sachs, 1987; Stiglitz, 1994 y 1998a; Williamson, 1998; Wyplosz, 1998).

Con la crisis de la deuda de los años ochenta, los agentes económicos vinculados con la esfera financiera adquirieron mayor influencia global en las empresas públicas y privadas, en los ministerios y demás reparticiones gubernamentales, así como en los medios masivos de comunicación. Esta situación impuso el predominio de un sesgo cortoplacista por sobre las preocupaciones por la productividad y los aumentos de la capacidad productiva. En los mercados especulativos, como señala Arrow (1974), parte considerable de los esfuerzos de los agentes económicos se concentra en adquirir información, la que sirve para obtener beneficios a expensas del resto de la economía (ganancias de capital). Ello tiende a provocar una redistribución de suma negativa, dado el uso de recursos reales en el proceso. A nivel distributivo, la desregulación indiscriminada también concentra las oportunidades a favor de sectores con mayor acceso al sistema financiero y una perspectiva más cortoplacista; de hecho, con frecuencia los segmentos de largo plazo de los mercados de capitales así como las pequeñas y medianas empresas demandantes de fondos han tendido a perder participación en los mercados. El diseño de políticas macroeconómicas ha pasado a estar excesivamente influido, probablemente en forma no deliberada, por especialistas bien entrenados en microfinanzas. Esto no es inevitable si los países se preparan anticipadamente en los períodos de auge real y financiero, reduciendo así su vulnerabilidad ante situaciones de escasez de financiamiento externo o de ajuste macroeconómico. Ello permitiría concentrar todos los esfuerzos en avanzar, con mayor libertad y eficiencia, por la senda de reformas impregnadas de un pragmatismo adecuado para un desarrollo con equidad y para el fortalecimiento de la democracia.

3. NUESTRO ENFOQUE

Con frecuencia, las críticas al neoliberalismo tienden a caracterizarse por la falta de propuestas concretas de política. Aquí hemos tratado de desarrollar un análisis sistemáticamente orientado hacia el diseño y aplicación de políticas económicas.² En este marco, priorizamos el diseño de

² Nuestro enfoque alternativo puede ser asociado a lo que se denomina neoestructuralismo o crecimiento con equidad o transformación productiva con equidad (CEPAL, 1992).

políticas y su aplicación pragmática, tomando en consideración el funcionamiento real de los mercados y la diversidad en la capacidad de respuesta de los diferentes agentes económicos. Existen diversas dimensiones de heterogeneidad estructural que cumplen un papel fundamental. Entre otras, la heterogeneidad en el grado de apertura y estabilidad de los variados mercados externos; la heterogeneidad entre las etapas expansiva y contractiva del ciclo económico; la variedad de las respuestas a los incentivos que muestran diversas regiones y segmentos del mercado (empresas grandes y pequeñas, empresas rurales y urbanas, empresas incipientes y maduras, consumidores y productores, inversionistas productivos y especulativos), y la heterogeneidad de los efectos de la trayectoria del ajuste sobre la viabilidad de lograr diferentes combinaciones de objetivos (histéresis); ello implica que no existe un equilibrio único, sino más bien equilibrios múltiples. En suma, dada esa heterogeneidad, existe una serie de variables relevantes: el grado de movilidad de los recursos y de flexibilidad de los precios, la dinámica eventualmente desestabilizadora de las políticas de ajuste macroeconómico “automático”, la capacidad de respuesta de los distintos sectores y mercados, las percepciones o expectativas de los agentes económicos, y la secuencia y gradualidad de los cambios (véase el capítulo II).

De allí surge la recomendación de contribuir a mejorar el funcionamiento de los mercados, fortaleciendo la importancia de los horizontes de más largo plazo y de los factores “productivistas”. El objetivo es un proceso de desarrollo endógeno orientado “desde adentro” (Faynzylber, 1990; Sunkel, 1991). Un espacio fundamental le cabe a la regulación de los movimientos de capital, los tipos de cambio y la política comercial, y a la aplicación de una política de desarrollo productivo. Esta debe incluir el perfeccionamiento sistemático de los mercados de factores y orientar la asignación de los recursos hacia la inversión en capital físico y humano, para así mejorar deliberadamente la “distribución” de la productividad y las oportunidades en la sociedad, y promover la adquisición de ventajas comparativas. Esta es la opción constructiva, diferente a la del desarrollo hacia adentro de los enfoques más ingenuos de sustitución de importaciones, o a la del desarrollo hacia afuera de los enfoques basados en la integración a mercados mundiales mediante una liberalización abrupta e indiscriminada de las importaciones y la dilución del sentido de Nación.

Nuestro enfoque exige la presencia de un sector privado dinámico y moderno, junto con eslabonamientos activos con los mercados mundiales y un Estado eficiente. Frente a un marco de “heterogeneidad estructural”, lograr la eficiencia del Estado —del gobierno central, gobiernos locales, agencias normativas y empresas públicas— no es tarea fácil. Luego, es necesario ser selectivo también en el sentido de adoptar sólo la cantidad y calidad de las acciones que el Estado sea capaz de diseñar e implementar con eficiencia social, y concentrar los esfuerzos allí donde tendrán mayor impacto. Así se minimiza el riesgo de “fallas de gobierno”.

Durante los años noventa, las políticas económicas de los países latinoamericanos se han desarrollado en un marco en que la formación de capital es comparativamente baja. Trabajamos con el hecho empírico bien documentado de que existe una fuerte correlación entre la inversión física y el crecimiento, resultante de la interrelación entre la acumulación de capital y la absorción de progreso técnico (Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996). Por lo mismo,

es preciso prestar mucha atención a los efectos de ciertas reformas o políticas sobre las tasas de inversión y el crecimiento de la productividad (Katz, 1996). Examinamos en detalle los efectos de las reformas comerciales y financieras, de los flujos de capital y de la gestión macroeconómica sobre la acumulación de capital y su tasa de utilización, y sobre la productividad global.

La heterogeneidad de los factores o la segmentación de los mercados es una de las características más típicas de los países menos desarrollados. Ello naturalmente dificulta la fluidez y transparencia de la información. Los mercados de factores habitualmente son incompletos o subdesarrollados. Las reformas y políticas deberían procurar contribuir activamente a completarlos e integrarlos, evitando la tendencia al aumento de su segmentación. Debería aplicarse un gradualismo pragmático, un esfuerzo explícito por lograr mercados más completos e integrados, en particular fortaleciendo la integración de los mercados típicamente segmentados, y un equilibrio entre logros macroeconómicos y macrosociales. Políticas mesoeconómicas, tales como la capacitación de la mano de obra, la difusión del conocimiento técnico, y el espacio para las pequeñas y medianas empresas son esenciales para extender la productividad a toda la sociedad. Esa es la vía más sustentable hacia un crecimiento dinámico, endógeno, con equidad.

Durante muchos años hemos escuchado el eslogan de las reformas amigables con el mercado (*market friendly*) y los precios correctos (*right prices*). Es evidente que las reformas y los precios correctos son insumos para el crecimiento. Sin embargo, el magro desempeño actual indica que la amistad no ha sido fiable y que con frecuencia los precios macroeconómicos se han apartado del equilibrio. Es común observar en las reformas neoliberales tasas de interés reales considerablemente altas (por ejemplo, Chile registró un promedio anual cercano al 40 por ciento durante ocho años, de 1975 a 1982, y muchos países latinoamericanos exhiben tasas desproporcionadamente altas durante los años noventa (CEPAL, 1998c, cuadro IX.14). Esas tasas desalineadas dificultan, evidentemente, la evaluación de proyectos para la asignación de recursos, promueven la inversión especulativa por sobre la productiva y contribuyen a deteriorar la cartera de las instituciones financieras. Las crisis de Argentina y México de 1994-95 también ilustran situaciones que entrañan cotizaciones extremadamente desalineadas de la moneda nacional, una demanda agregada a niveles insostenibles y un ahorro interno que disminuye al ser desplazado (*crowded-out*) por el ahorro externo.

Las reformas no deben convertirse en un fin en sí mismas, sino en un medio para el progreso. Deberían identificarse explícitamente los resultados que se persiguen y, luego, exigirse una rendición de cuentas (*accountability*). Por ejemplo, si se aplica una reforma financiera en el mercado de capitales interno, a fin de aumentar el ahorro y elevar el volumen y la calidad de la inversión, los responsables no deberían contentarse si aumenta el ahorro financiero mientras el ahorro nacional disminuye, y si la inversión productiva debe enfrentar el desmantelamiento de segmentos de largo plazo del mercado de capitales y tasas de interés reales notablemente elevadas e inestables. Asimismo, la liberalización de la cuenta de capitales, con el ingreso de considerables flujos externos, ha traído aparejados muchos casos de desplazamiento del ahorro interno; la liberalización del comercio se ha desarrollado en forma paralela con la apreciación del tipo de cambio, contradiciendo toda recomendación razonable;

la privatización de la banca ha provocado la aparición de préstamos relacionados, no transparentes, y riesgo moral (*moral hazard*), lo cual ha devenido en crisis bancarias y rescates de cargo gubernamental con costos de hasta 50 por ciento del PIB de un año, según cálculos publicados por el Banco Mundial. Es sorprendente que los errores cometidos en las reformas financieras de Argentina y Chile en los años setenta, se hayan repetido en muchos otros países de la región desde mediados de los años ochenta, y en países de Asia durante este decenio. No sólo comparten la debilidad de la supervisión prudencial, sino también los escenarios de booms de los segmentos de corto plazo y desplazamiento de ahorro interno, y crisis financieras de elevado costo para el fisco. Una efectiva rendición de cuentas parece estar más bien ausente, a juzgar por las frecuentes alabanzas que han recibido muchas reformas de diseño deficiente, cuyos objetivos no han sido alcanzados en plenitud o han desembocado en situaciones críticas.

4. EL MENÚ QUE SIGUE

En el capítulo II presentamos una caracterización estilizada de los enfoques neoliberal y neoestructural. Consideramos los rasgos principales del marco analítico y las prescripciones de política que los dividen. Luego se incluye una breve reseña histórica del crecimiento y la inversión en América Latina. A continuación, nos concentramos en la influencia del entorno macroeconómico para la formación de capital, subrayando el papel de los precios macroeconómicos —como el tipo de cambio, las tasas de interés y los aranceles de importación— y la regulación de la demanda agregada. Se recalca la significación de un entorno “productivista”, en oposición a uno “financierista”; la institucionalidad específica y el funcionamiento de los mercados financieros pueden afectar profundamente el desempeño económico.

En el capítulo III se examinan las reformas comerciales llevadas a cabo en los países latinoamericanos en los últimos años. Se ha registrado un marcado incremento de la neutralidad de la política comercial, reduciendo drásticamente la dispersión de la protección efectiva; los reformadores han previsto que ello dará lugar a empresas más competitivas, mayor productividad y una creciente producción de transables orientada a la exportación. Nosotros explicitamos que, para que las reformas tengan éxito, se requiere que el valor agregado por la creación de nuevas actividades (mayoritariamente de exportables) exceda el valor desagregado por la destrucción de las existentes (mayoritariamente de importables). Para ello es preciso que tienda a lograrse un aumento del valor actualizado de las exportaciones mayor que el de la reducción de la sustitución de importaciones; por consiguiente, un incremento en la participación de los transables en el PIB. Se espera que la actividad exportadora generará externalidades positivas sobre el resto de la economía, las que dependerán del grado de diversificación y de la calidad del valor agregado que contengan los bienes y servicios exportados; la competitividad internacional debe alcanzarse mediante un constante incremento de la productividad más que por medio de salarios bajos y crecientes subsidios o exenciones tributarias.

En general, el desempeño de los países en cuanto a la formación de capital y la productividad global no ha sido satisfactorio. Primero, el análisis de las reformas comerciales indica

que la mayoría de los países latinoamericanos aplicaron una liberalización abrupta de las importaciones, acompañada por una débil promoción de las exportaciones (o inexistente, más allá del impacto directo que implica la baja de aranceles a sus componentes importados); ello involucra un abierto contraste con lo que hicieron los países exitosos del este asiático. Segundo, abundan significativas inconsistencias, especialmente la coexistencia de la liberalización de las importaciones con la apreciación del tipo de cambio; en general, también las tasas de interés real han sido extremadamente altas, desestimulando la inversión y la reestructuración de la producción. En tercer lugar, las políticas se han caracterizado por su limitada cobertura, con esfuerzos mínimos por mejorar los mercados de factores, tales como la mano de obra calificada, la tecnología, la infraestructura y los segmentos de largo plazo de los mercados de capital. Las deficiencias o la imperfección de estos mercados han sido un factor disuasivo muy importante para la inversión privada. En general, durante la transición al equilibrio posreforma las presiones o impulsos negativos sobre la inversión parecen haber sido más fuertes que los positivos.

Presentamos una serie de recomendaciones de política que podrían complementar o mejorar las existentes. Dadas las normas de la nueva Organización Mundial del Comercio, quizá algunos lectores se sorprendan ante un debate sobre política comercial activa. Sin embargo, hay tres puntos que invitan a la reflexión y la acción. Primero, las políticas comerciales tuvieron un papel fundamental en la adquisición de ventajas comparativas en el este asiático en decenios anteriores. Si las políticas no se pueden repetir, tal vez las nuevas economías emergentes no puedan replicar resultados tan positivos, pero cabe investigar si existe un camino alternativo. En segundo lugar, los países latinoamericanos aún tienen aranceles distintos de cero. Incluso los niveles predominantes, cuyos promedios oscilan entre 10 por ciento y 12 por ciento y cuyos rangos suelen extenderse entre cero y 20 por ciento en la actualidad, dan lugar a una protección efectiva diferenciada. Tercero, las políticas nacionales dirigidas a completar o complementar mercados imperfectos pueden tener efectos diferenciados entre sectores y entre diversos factores de producción; ese espacio para la acción debe identificarse y utilizarse.

La crisis de la deuda dejó una marca duradera en los países latinoamericanos. Se trata de un caso evidente de mala conducción en el período de abundante financiación externa, situación en la que se gestó la crisis. El desequilibrio externo y la creciente deuda asociada se podrían haber evitado o moderado notablemente, como se indica en el capítulo IV. Los efectos del ajuste durante la crisis son una clara comprobación de la significación de las inflexibilidades y de los mercados incompletos que priman en los países latinoamericanos. Esto se observó tanto en las naciones entonces aún sin reformas, como Brasil o Perú, o bien ya con reformas profundas y prolongadas, como Chile. En efecto, como es bien sabido, Chile fue el país que experimentó la peor recesión en toda América Latina en 1982, mientras que en Colombia el impacto fue el más suave.

En términos generales, durante los años ochenta por cada dólar de caída en las transferencias netas de fondos desde el extranjero, hubo una reducción equivalente en el PIB regional, y la demanda agregada debió reducirse dos dólares; entonces un exceso de gasto de un dólar se

tuvo que corregir con una reducción de dos dólares. Evidentemente, la elevada subutilización de la capacidad productiva atestigua una carencia de políticas eficaces reasignadoras de los recursos. Además, hubo un costo adicional, significativo para el futuro, vinculado a la acentuada baja en la formación de capital que se produjo a continuación.

La manera en que las instituciones financieras internacionales enfrentaron la crisis, con una activa participación de la banca acreedora y el gobierno de los Estados Unidos, evitó el colapso de las finanzas internacionales, pero dejó a las naciones deudoras abrumadas por el grueso de los costos de un error compartido por las instituciones financieras internacionales, la banca acreedora y los países latinoamericanos. Fue un ejemplo de imposición de una distribución asimétrica de los costos, como se discute en el capítulo IV.

América Latina disfrutó de una acelerada expansión de los flujos de capital durante 1991-94 y luego en 1996-97. Estos capitales permitieron superar una restricción externa dominante, que fue responsable de la grave recesión económica, y una baja inversión interna de los años ochenta. Sin embargo, dichos capitales también tuvieron un efecto desfavorable sobre los tipos de cambio, saldo de la cuenta corriente, el control sobre la cantidad de dinero y la consiguiente vulnerabilidad ante turbulencias externas negativas. No existe una razón irrefutable que explique la incapacidad de los PALs para mejorar el equilibrio entre los efectos positivos y negativos de los *shocks* económicos. Lo esencial es lo que se haga en el período de bonanza para evitar o suavizar burbujas y desequilibrios insostenibles, y para orientar recursos hacia la inversión productiva; luego, la acción selectiva y oportuna durante el ajuste posterior es importante, pero de menor efectividad que la acción durante la bonanza (CEPAL, 1998d).

En el capítulo V, escrito antes de la crisis del "efecto tequila", se examinan los fundamentos analíticos del papel de los flujos de capital en el desarrollo y el tema de la apertura de la cuenta de capitales; se analizan la contribución que puede aportar a la formación de capital y a la estabilidad macroeconómica y las condiciones en que provocaría efectos contrarios, con ajustes intertemporales desestabilizadores. Posteriormente, se aborda el tema de las causas del auge de los años noventa en materia de flujos de capital y algunas de las implicaciones de política económica que surgen del lado de la oferta, y se evalúa el impacto de estos flujos sobre los mercados latinoamericanos y sus consecuencias de política en el plano nacional. Son también objeto de análisis los riesgos asociados a los déficit en cuenta corriente crecientes y elevados, las bruscas apreciaciones del tipo de cambio y la volatilidad de los pasivos externos acumulados durante 1990-94. La combinación de las políticas implementadas por Chile y Colombia, dirigidas a moderar el volumen de las entradas de capital y afectar su composición (particularmente el uso de un encaje para desestimular los flujos de corto plazo), son presentados como casos ilustrativos (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995; Ocampo y Tovar, 1998).

El carácter intertemporal de las transacciones financieras y lo incompleto de los mercados contribuyen a que los mercados financieros sean uno de los de funcionamiento más imperfecto y con mayor propensión a los ciclos en la economía de mercado (Stiglitz, 1994). Por tanto, el mejoramiento de la información, la regulación del sector financiero y la macrogestión

prudencial integral de los flujos financieros constituyen un bien público en que los gobiernos, tanto por el lado de la oferta (naciones acreedoras) como por el lado de la demanda (naciones deudoras), tienen un papel compartido que cumplir.

En el capítulo VI se analiza la interrelación entre el crecimiento y el marco macroeconómico. Tras reseñar la evolución macroeconómica reciente y destacar sus progresos y deficiencias, se presta atención a las consecuencias que tiene para la política económica la existencia de brechas entre la capacidad productiva (frontera productiva) y su tasa de utilización (demanda efectiva). La forma en que una brecha persistente tiende a influir negativamente sobre el ritmo de expansión de la frontera productiva y la productividad efectiva queda ilustrada con ejemplos de los años ochenta y noventa, incluido el “efecto tequila”. Luego se analizan las políticas económicas que afectan la proximidad entre la frontera productiva y la demanda efectiva, con particular referencia a los casos de políticas antiinflacionarias y turbulencias (*shocks*) externas. El capítulo concluye con algunas observaciones sobre la necesidad de robustecer la sustentabilidad de la política macroeconómica y alcanzar precios macroeconómicos “correctos”.

Se pone de relieve la necesidad de adoptar medidas eficaces para velar porque las entradas de capital complementen la inversión productiva y sean consistentes con un entorno macroeconómico sostenible: la composición, el nivel y las desviaciones respecto de la tendencia del volumen de los flujos son cruciales (Uthoff y Titelman, 1998). La explicación radica en la heterogeneidad que exhibe la capacidad de reacción de agentes y mercados. En épocas de abundancia, las restricciones de liquidez tienden a relajarse más rápido para los consumidores que para los inversionistas, dada la precariedad de los segmentos de largo plazo del mercado de capitales. Del mismo modo, los consumidores pueden responder antes que los inversionistas productivos, puesto que los últimos necesitan identificar, diseñar y desarrollar nuevos proyectos, lo que conforma un proceso que demanda tiempo. Además, dada la irreversibilidad de la inversión, se precisa que los agentes que operan con un horizonte más extenso perciban como sostenibles las expectativas favorables que asumen en determinado momento.

Chile ha sido pionero en las reformas neoliberales, efectuadas bajo la prolongada tutela de la dictadura de Pinochet. El caso ha pasado a ser paradigmático, lo que otorga gran relevancia a la comprensión del proceso, sus componentes y resultados. En el capítulo VII se presenta una breve reseña de los más de 16 años del régimen de Pinochet. En el punto de partida, en 1973, la economía nacional presentaba distorsiones graves y generalizadas. Evidentemente, requería reformas y reequilibrios. Sin embargo, muchas de esas necesarias reformas se aplicaron en una coyuntura inconveniente, o de forma demasiado abrupta o con metas extremistas, o bien fueron excesivamente ingenuas, con los respectivos costos irrecuperables que acarrearón (Foxley, 1983; Ramos, 1986). El crecimiento global correspondiente al período 1973-89 apenas se acercó al 3 por ciento anual, con una distribución del ingreso deteriorada y una tendencia a la inestabilidad macroeconómica. No obstante, el hecho es que muchas reformas se hicieron, y de esto hace ya mucho tiempo.

A continuación, se discuten las reformas que el gobierno del presidente Patricio Aylwin (1990-94) aplicó a las reformas. Principalmente, se examinan los cambios de las políticas macroeconómicas, con los cuales se obtienen resultados notablemente diferentes a los del gobierno anterior. De hecho, la enorme brecha promedio previa entre los productos efectivo y potencial fue reemplazada por una demanda efectiva persistentemente cercana a la frontera productiva, como consecuencia de una gestión macroeconómica activa. Junto a la aplicación de una política cambiaria activa y la mantención de una supervisión prudencial estricta del sistema financiero, la regulación de los flujos de capital, realizada de forma contraria a la moda predominante a principios de los años noventa (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995; Agosin y Ffrench-Davis, 1998), desempeñó un papel decisivo para lograr la estabilidad y evitar que Chile sufriera, como México y Argentina, la crisis financiera de 1995.

También se dio prioridad a los equilibrios macrosociales, como componentes fundamentales del crecimiento con equidad. En consecuencia, con otra reforma a las antiguas reformas se aumentó la carga tributaria con el objeto de financiar una mayor inversión en la gente. El mejor equilibrio entre las políticas relevantes posibilitó el logro de la mayor tasa promedio de crecimiento de la capacidad productiva y las más altas tasas de formación de capital registradas en Chile, además de un sostenido aumento de los salarios reales y del empleo productivo, como se documenta en el capítulo VII. Sin embargo, una significativa reducción de la pobreza (de 45 por ciento de la población en 1987 a 23 por ciento en 1996) no ha sido acompañada por una mejor distribución del ingreso.

Durante los años noventa se ha registrado un apreciable repunte del comercio recíproco dentro de América Latina. De hecho, las exportaciones intrarregionales se triplicaron en los primeros siete años del decenio, y en 1997 alcanzaron un 23 por ciento de las exportaciones totales de bienes. Si se observan el crecimiento y la participación de los productos no tradicionales, se encuentran cifras considerablemente superiores en el comercio intrarregional.

En la nota A del capítulo VIII se esboza un marco analítico y se ubica la discusión en un mundo globalizado, pero con limitaciones para acceder a los mercados y para producir exportaciones no tradicionales. Estos bienes y servicios se enfrentan a distorsiones y mercados incompletos, que los acuerdos regionales de comercio preferencial, en un entorno de "regionalismo abierto", pueden contribuir a eliminar progresiva y eficientemente. Se destaca que tales acuerdos son más importantes para estos productos que para las exportaciones tradicionales, para las cuales la principal fuente de ventas seguirán siendo los mercados extrarregionales. Luego examinamos la evolución de las exportaciones recíprocas en los años noventa, y demostramos que en realidad entrañan un uso más intensivo de tecnología y valor agregado. En este sentido, el comercio regional contribuye a una transformación productiva más dinámica de las economías nacionales y puede complementar las políticas orientadas a aumentar la productividad sistémica.

El mérito de la nota B es que fue publicada en junio de 1992, dos años y medio antes de la crisis de México y Argentina (el denominado "efecto tequila"); en ese trabajo se advertía de

los desequilibrios que empezaban a gestarse con las ingentes entradas de capital financiero, la apreciación de los tipos de cambio y los crecientes déficit en cuenta corriente que se registraban en varios países latinoamericanos. Estas preocupaciones dieron lugar al proyecto de investigación sobre las “nuevas corrientes financieras hacia la América Latina”, que coordinamos para la CEPAL (véase French-Davis y Griffith-Jones, 1995), cuyas conclusiones, terminadas a mediados de 1994, se incluyen en el capítulo V ya reseñado más arriba.

En los últimos años los flujos financieros internacionales han aumentado espectacularmente. Estos flujos, la mayoría de carácter cortoplacista, sufren bruscas fluctuaciones; normalmente generan una gran acumulación de pasivos externos volátiles y tipos de cambio excesivamente apreciados durante los períodos de gran optimismo. Esta distorsión ha afectado a las economías desarrolladas (por ejemplo, a las europeas en 1992) así como a las emergentes. La crisis mexicana de diciembre de 1994 y su fuerte contagio hacia Argentina, es un ejemplo claro de los efectos potencialmente perniciosos de absorber demasiada financiación externa, durante varios años, con una composición propensa a la volatilidad.

En el capítulo VIII-C sostenemos que el impacto del "efecto tequila" no tuvo mayores repercusiones en otros países en 1995, sobre todo debido a varios *shocks* externos positivos experimentados por la región; ellos estuvieron vinculados a una mejoría de los términos del intercambio, al crecimiento altamente dinámico del comercio mundial, y a la devaluación del dólar estadounidense; a ello se agregó la masiva y oportuna intervención de las instituciones financieras internacionales y de los Estados Unidos (Lustig, 1997). No obstante, el impacto sobre las cifras globales de la región fue significativo, ya que América Latina registró tasas de crecimiento negativas hasta marzo de 1996, en tanto la inversión interna se redujo sustancialmente. El efecto negativo fue decididamente más fuerte en aquellos países como Argentina y México, considerados “exitosos” por los mercados financieros, que habían aplicado políticas más permisivas respecto de las entradas de capital altamente volátiles, y habían experimentado una mayor apreciación del tipo de cambio entre 1991 y 1994. Por el contrario, Chile, otro país clasificado como “exitoso”, como ya se señaló, aplicó efectivas políticas de regulación sobre los ingresos de capitales volátiles e intervino activamente para moderar la apreciación cambiaria, y así pudo sobrepasar inmune el "efecto tequila".

El limitado efecto contagioso en las economías emergentes, propició una rápida recuperación de las entradas de capital en 1996-97 (con un componente de más largo plazo, en parte alentado por privatizaciones), seguida por un vigoroso repunte de la actividad económica. Con ello, 1997 al igual que 1994, pueden ser considerados los dos mejores años de desempeño económico de América Latina desde 1980 (nótese que ambos fueron seguidos por un ajuste negativo). El consiguiente optimismo que trajo la recuperación en 1991-94 y en 1996-97, debería haberse contrapesado con el peligro evidente que entraña la reanudación de las revaluaciones cambiarias acompañadas de una modesta generación de inversión y capacidad productiva que caracterizó a ambos episodios. Cabe preguntarse si aún no se había aprendido la lección. América Latina se encuentra en un nuevo y generalizado proceso de ajuste, asociado al efecto contagioso de las crisis asiáticas. Nuevamente, el crecimiento del PIB se detendrá, la

inversión productiva se resentirá y los indicadores sociales se deteriorarán. La nueva crisis, originada ahora en Asia, brinda otra oportunidad para revisar el diseño de políticas macroeconómicas; destacan, en particular, aquellas que sean implementadas en los futuros períodos de bonanza para enfrentar el consiguiente riesgo de sobreoptimismo en los mercados financieros, y subraya la urgencia de avanzar hacia un enfoque progresivamente más pragmático e integral.

II

FORMACIÓN DE CAPITAL Y ENTORNO MACROECONÓMICO: BASES PARA UN ENFOQUE NEOESTRUCTURALISTA *

.....

INTRODUCCIÓN

Uno de los rasgos distintivos de las economías latinoamericanas en los años ochenta fue la baja tasa de formación de capital. A ello se agregó una tasa también baja de utilización de la capacidad productiva, con la correspondiente merma de la productividad *expost*. Ambos factores, que se refuerzan mutuamente, explican el notable contraste entre el deficiente crecimiento de la producción registrado en los años ochenta y el dinamismo exhibido por la región en los tres decenios precedentes.

América Latina registró un crecimiento económico significativo entre 1950 y 1980, con un aumento del PIB de 5,5 por ciento anual. En promedio, mantuvo tasas de inversión crecientes y una utilización relativamente elevada de su capacidad instalada. La situación se revirtió bruscamente a comienzos de los años ochenta. En efecto, la tasa de formación de capital pública y privada descendió bruscamente durante todo el decenio. Ello estuvo asociado al prolongado ajuste que la región debió soportar, el cual fue predominantemente recesivo, tanto por las condiciones imperantes en la economía mundial como por las políticas nacionales aplicadas. La mayoría de los PALs sufrió intensos *shocks* financieros externos, que implicaron elevadas transferencias netas negativas (pagos de intereses y utilidades mayores que el ingreso neto de capitales), unido a un deterioro de los términos de intercambio. En el plano interno, en general se aplicaron políticas principalmente reductoras de la demanda, en lugar de políticas reasignadoras, como respuesta a los *shocks* externos. Esa dosificación de políticas reforzó el sesgo recesivo de los *shocks* externos.

Los efectos variaron entre países y entre sectores productivos según la naturaleza de los *shocks* externos, el tipo de políticas de ajuste adoptadas y las características específicas de cada sector o país. Sin embargo, las consecuencias predominantes de los *shocks* negativos, al mar-

* Versión abreviada del texto publicado en O. Sunkel (ed.), *El desarrollo desde dentro: un enfoque neoestructuralista para la América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F., 1991.

gen de las respuestas nacionales, fueron una reducción de la producción por habitante, de la tasa de uso de la capacidad disponible y de la formación de capital, con un deterioro de la distribución del ingreso.

En este capítulo nos concentraremos principalmente en el análisis de variables determinantes de la formación de capital y de la tasa de uso de la capacidad productiva. Ambos factores, y sus interrelaciones, desempeñan un papel decisivo en el crecimiento económico, tanto por sus efectos directos como por ser canales de incorporación de innovaciones tecnológicas y de mejoramiento de la productividad sistémica.

En la sección 1 se analizan aspectos conceptuales que marcan las diferencias más profundas entre un enfoque neoliberal y uno neoestructural. La sección 2 presenta un recuento de rasgos sobresalientes de América Latina en lo que respecta a la formación de capital, principalmente durante los años setenta y ochenta. La sección 3 se centra en el examen de las condiciones más apropiadas para generar un entorno macroeconómico propicio para la formación de capital; se incluye una discusión sobre la regulación de los principales precios de alcance macroeconómico, como el tipo de cambio, la tasa de interés y los aranceles.

1. ENFOQUES CONCEPTUALES

El enfoque neoliberal descansa en la liberalización de los mercados como el factor catalizador del ahorro, la inversión y su productividad. La liberalización de los mercados financieros ocupa un papel central.

No es tarea fácil caracterizar un enfoque alternativo al ortodoxo (French-Davis, 1988). Este último es relativamente simple y preciso. Incluso su caracterización resultó más sencilla con los cambios que experimentó en los años setenta, pues la presencia predominante del enfoque monetario de la balanza de pagos la tornó más simple aún; pero sus conclusiones y recomendaciones de política económica resultaron más extremas. Al producirse la crisis de la deuda en los inicios de los años ochenta, el enfoque ortodoxo, responsable en parte de esa crisis, pareció perder terreno.¹ Sin embargo, ello fue de corta duración, ya que los enfoques neoliberales, tanto teóricos como aquellos aplicados, mantuvieron una posición dominante en la conducción de la crisis de la deuda, en los costosos procesos de ajuste y en las reformas iniciadas. Su propensión a la inestabilidad se reflejó en la crisis del peso mexicano en 1994-95 y, más parcialmente, en la crisis financiera recientemente experimentada por la mayoría de los países del este asiático.

Frente a la incapacidad de la visión neoliberal para ofrecer una alternativa de desarrollo integral de la región, la elaboración de planteamientos de carácter neoestructural nos parece de

¹ Estimuló el endeudamiento excesivo, al propugnar la liberalización de los mercados financieros y al sostener que endeudarse era un "buen negocio" y, que al ser realizado por agentes privados, se autorregularía eficientemente y sería inmune a la crisis.

gran utilidad en la definición de estrategias coherentes y eficaces. Sin lugar a dudas, nuestro debate se desarrolla dentro de una economía “de mercado”. No se trata de aceptar o rechazar el mercado, pues, de hecho, en la mayoría de los enfoques se le concede un espacio amplio. La pregunta relevante es cuánto espacio se le otorga y cuáles instituciones y mecanismos complementarios lo acompañan.

Ningún enfoque teórico parte desde cero. Todos se construyen sobre los enfoques dominantes contemporáneos, como extensión o antítesis de éstos. Así ha sucedido con el pensamiento clásico, el marxista, el keynesiano. Bajo la influencia de fenómenos sociales y económicos, y de cambios en la correlación de fuerzas políticas, surgen y declinan diferentes enfoques. A veces, renacen algunos, con concepciones muy similares a precedentes lejanos en la historia. Es el caso del enfoque monetario de la balanza de pagos (de los años setenta), similar al patrón dólar o cajas de conversión de los noventa y a los procesos de ajuste automático del siglo XIX.

Lo que constituye la creación es, habitualmente, la redosificación de muchos elementos ya conocidos y la adición de algunos recién creados y de otros ya olvidados. El nuevo conjunto, sin embargo, puede llevar a interpretaciones y recomendaciones radicalmente distintas, pese a tener componentes comunes con un enfoque precedente.

El estructuralismo, de vigoroso surgimiento y desarrollo en la interpretación de los problemas de América Latina en los años cincuenta, recibió una importante influencia keynesiana y poskeynesiana. A su vez, el neoestructuralismo se alimenta de la tradición estructuralista. Pero va más allá, en el sentido de que su desarrollo analítico está orientado de manera marcada al diseño y ejecución de estrategias y políticas económicas. Es indudable que siguen vigentes muchos aportes heredados del pensamiento estructuralista. En el ámbito de la formación de capital hubo significativas contribuciones, pues el pensamiento estructuralista le otorgó un papel central como factor determinante del crecimiento (Cardoso, 1977; Hirschman, 1971; Prebisch, 1963). Se propugnó el aumento de las fuentes de financiamiento mediante la canalización del ahorro interno hacia bancos de fomento de préstamos a largo plazo, y de la inversión extranjera como un recurso suplementario para acelerar la formación de capital y el progreso técnico. La inversión pública en infraestructura y en industrias estratégicas también se visualizó como un factor de arrastre de la inversión privada, de integración nacional y de encadenamientos regionales y sectoriales.

Los estructuralistas a los que Cardoso (1977) llamó liberales heterodoxos contribuyeron con reflexiones sobre el “*big push*”, las externalidades dinámicas y los encadenamientos productivos en el proceso de inversión (Chenery, 1961; Hirschman, 1961; Rosenstein-Rodán, 1943), tanto en las variantes de crecimiento equilibrado como desequilibrado. Por otro lado, la abundante literatura sobre el modelo de las dos o tres brechas, liderada por Chenery, fue también un valioso aporte al estudio del desarrollo económico en situaciones de desequilibrio y el papel del financiamiento externo y de reformas internas.

Desde temprano, el tema del ahorro y el consumo imitativo ocupó también un espacio importante. Las notables contribuciones de Duesenberry, Furtado, Kaldor, Nurkse y Sunkel

(1973) tuvieron gran influencia en América Latina. Además, como se señaló, en la dimensión financiera se reconoció la limitación de los mercados de capitales existentes en cuanto a la financiación de largo plazo y de la inversión productiva. El mayor énfasis se puso en la canalización del ahorro existente hacia la inversión de largo plazo, desestimulando así la inversión especulativa y el financiamiento de consumo “suntuario”.

En un plano más general, son de gran significación los desarrollos analíticos sobre la existencia de heterogeneidad estructural en las economías nacionales y en la mundial; la presencia simultánea de desequilibrios múltiples; el rol fundamental de las variables institucionales; la inestabilidad y el deterioro de los términos de intercambio que afectan a economías inflexibles, y la distribución asimétrica de los beneficios del cambio tecnológico. Más aún, destacados autores estructuralistas advirtieron oportunamente sobre el agotamiento de la etapa fácil de la sustitución de importaciones, enfatizando el papel de las economías de escala y la necesidad de promover las exportaciones (Prebisch, 1963; Rodríguez, 1980); por lo mismo, se le otorgó una creciente significación a las exportaciones de manufacturas en los años sesenta. En esta dimensión también se reconsideró el papel de las corporaciones transnacionales, señalándose que éstas deberían ser inducidas a exportar en vez de limitarse a operar para los mercados internos protegidos. El aumento de las exportaciones intrarregionales o al resto del mundo se visualizó como un medio para aprovechar mejor las economías de escala y la capacidad instalada, y así elevar la productividad global.

El estructuralismo adoleció, sin embargo, de dos insuficiencias en el plano de la instrumentación. Una fue la limitada preocupación por el manejo de las variables macroeconómicas de corto plazo: el análisis sobre la definición de los espacios de maniobra en lo referente a los déficit fiscales, la liquidez monetaria y regulación de la balanza de pagos ocupó un lugar secundario en el pensamiento estructuralista. No se pasó de manera sistemática del diagnóstico del origen de los desequilibrios al terreno de las políticas adecuadas para enfrentarlos.

La otra limitación se ubicó en la debilidad de la reflexión en las políticas de mediano plazo, que conectaran políticas de corto plazo con los objetivos nacionales de desarrollo y planificación. En este ámbito se constata, además, un examen incompleto de los determinantes de la inversión. Sin embargo, también existe una notoria ausencia del tema del mediano plazo en los planteamientos neoliberales, salvo sus generalidades liberalizantes y el supuesto comportamiento virtuoso de los mercados completamente libres.

En esta insuficiencia del estructuralismo influyó, sin duda, la concentración del pensamiento neoclásico en el examen de planteamientos extremos, tales como proteccionismo arbitrario versus libre comercio total, o la excesiva segmentación entre análisis del “corto plazo” y el “largo plazo”, y entre la dimensión “real” y la “financiera”. Esto desalentó la búsqueda de aportes constructivos y cooptables provenientes del mundo ortodoxo, perdiendo de este modo el estructuralismo la oportunidad de beneficiarse de muchos de los valiosos contenidos del pensamiento neoclásico.

En general, ocuparon un espacio secundario en el desarrollo del pensamiento estructuralista los criterios de regulación del comercio exterior; la definición de los objetivos y regulación de las empresas públicas; el examen de mecanismos alternativos de impulso de la inversión, de generación de empleos productivos, de regulación de la inversión extranjera y de organización del sistema financiero. Sin duda, este pensamiento contribuyó en los avances que se alcanzaron en la aplicación de políticas públicas en estas áreas, fue acertado en promover el análisis comparativo y en combinar el análisis abstracto con la perspectiva histórica (Sunkel y Paz, 1970). No obstante, no hubo un esfuerzo sistemático de elaboración de políticas económicas que acompañaran al diagnóstico estructuralista. Los avances en este ámbito no constituyeron una preocupación central.

Luego del retroceso analítico experimentado en los años setenta y ochenta, primero bajo el monetarismo global, y más tarde, en los noventa, directamente con el neoliberalismo, corresponde a nuestro juicio retomar la tradición estructuralista, incorporando ahora una preocupación sistemática por el diseño de políticas económicas. Este nuevo enfoque debe comprender, entre otros aspectos que poseen gran relevancia, los equilibrios macroeconómicos, la coordinación de las políticas de corto plazo con los objetivos de largo plazo, la concertación entre los sectores público y privado, la construcción de estructuras productivas y de gestión más equitativas, y consideraciones respecto de estrategias y políticas que posibiliten un difícil equilibrio entre la inserción activa en los mercados internacionales y una mayor autonomía nacional. Es lo que entonces puede denominarse “neoestructuralismo”. Su rasgo más opuesto al estructuralismo sería un desarrollo analítico orientado a diseñar e implementar políticas económicas que tengan eficaz influencia en los resultados del mercado para mejorar su eficiencia y equidad. Este enfoque, que está orientado hacia el diseño de políticas, abarca políticas selectivas en contraposición tanto a las políticas teóricamente “neutrales”² del neoliberalismo como al intervencionismo arbitrario y a los desequilibrios de lo que comúnmente se denomina populismo. El nuevo enfoque de CEPAL de “transformación productiva con equidad” es una expresión del neoestructuralismo en los noventa (CEPAL, 1992).

La diferencia analítica sustancial entre los enfoques neoliberal y neoestructuralista puede resumirse en los supuestos específicos sobre el grado de integración o segmentación de los mercados, y de homogeneidad o heterogeneidad de productos y factores. Estas diferencias en los supuestos de cada enfoque conducen a políticas divergentes dentro de un sistema de economía de mercado común a ambas alternativas, con implicaciones significativas en lo que respecta a la dinámica que adopta la distribución del ingreso, así como en la asignación y generación de recursos productivos. En resumen, el enfoque neoliberal aboga por el uso de políticas “neutrales” versus el uso de una mezcla de políticas neutrales y selectivas que propicia el neoestructuralismo.

² “Neutralidad” se utiliza aquí en el sentido de la política-objetivo: por ejemplo, libre comercio que procura dar igual tratamiento a todo tipo de bienes. No son neutrales, en cambio, la transición entre la situación vigente y la política-objetivo, ni los efectos distributivos y sobre la formación de capital.

El enfoque neoliberal tiene una fe ciega en el sector privado tradicional. Asume que, en ausencia de trabas gubernamentales, los mercados son homogéneos e integrados; por lo tanto, las señales del mercado fluyen fácilmente, de manera transparente y con altas elasticidades de precio, entre mercados y entre generaciones³. Con ello no se reconocen desequilibrios estructurales, salvo los generados por intervenciones del Estado. Estos supuestos llevan a subestimar los efectos negativos sobre la formación de capital y sobre la tasa de utilización que pueden generar los procesos de ajuste ortodoxo frente a *shocks* externos o frente a fenómenos inflacionarios agudos. Paradójicamente, a pesar de la teoría microeconómica de “optimización” de precios en que se basa el neoliberalismo, sus recomendaciones de política descansan en la “maximización” de la liberalización. No reconoce la existencia de puntos intermedios entre los extremos de liberalización indiscriminada y un intervencionismo arbitrario. Síntesis del enfoque neoliberal son, por ejemplo, a) el conjunto de planteamientos teóricos y de políticas que conforma el enfoque monetario de las balanza de pagos o de cajas de conversión, y b) las propuestas de “profundización o liberalización financiera”. Estas últimas confundieron la necesidad de reformar y ampliar los mercados financieros, de manera concordante con el desarrollo de la capacidad productiva, con una liberalización indiscriminada e irreflexiva. Estos planteamientos dieron apoyo analítico a las reformas financieras aplicadas en los años setenta en el Cono Sur de Latinoamérica y en otras naciones (véanse casos específicos de países en Ffrench-Davis, 1983).

Es claro que numerosos especialistas que se mueven en el mundo académico del hemisferio norte en la tradición neoclásica, no comparten muchos de los rasgos que se le asignan comúnmente al paradigma neoliberal.⁴ Este se ha basado, más que en el planteamiento “promedio” de tradición neoclásica, en las posiciones ideológicas que han ocupado un papel hegemónico en las recomendaciones y presiones ejercidas sobre el mundo en desarrollo en los años recientes. Son, además, representativos de las interpretaciones, argumentaciones y políticas aplicadas en el Cono Sur en los años setenta; el caso más distintivo es el de Chile (Ffrench-Davis y Muñoz, 1990; Ramos, 1984).

Un enfoque neoestructuralista, en cambio, asigna una función trascendental a las variadas dimensiones de la heterogeneidad estructural (Pinto, 1970): ocupan un lugar, entre otros, la heterogeneidad de los mercados externos; la heterogeneidad entre etapas del ciclo económico (diferente respuesta de los mercados en las fases recesivas y de auge); las distintas capacidades de respuesta ante los estímulos de las diversas regiones o segmentos de mercados (empresas grandes y chicas, rurales y urbanas, nacientes y maduras), y los efectos de la trayectoria de ajuste sobre la factibilidad de alcanzar diferentes conjuntos de objetivos (histéresis), lo que involucra que no hay equilibrios únicos sino que múltiples. En fin, revisten gran significación

• • • • •
³ Este último supuesto implica, por ejemplo, que una generación no se endeudará irresponsablemente a expensas de las generaciones siguientes.

⁴ Revisten gran significado los aportes de aquellos especialistas en relación a las implicancias de la diferenciación de productos, economías de escala, aprendizaje, externalidades dinámicas y a los peligros inminentes del mercado financiero. Véanse, por ejemplo, Krugman (1986 y 1988); Rodrik (1992), y Stiglitz (1994). Estos aportes son de gran relevancia para el enfoque neoestructuralista, ya que pueden contribuir a darle un carácter mejor formalizado. En general, estos desarrollos analíticos suelen ser ignorados en las recomendaciones neoliberales.

los grados de movilidad de los recursos y de flexibilidad de los precios, así como las dinámicas eventualmente perversas de los procesos de ajuste macroeconómico según la intensidad de respuesta de diferentes sectores y mercados, según las percepciones o expectativas de los agentes económicos y según la secuencia y gradualidad de los cambios.

Esto último es ilustrado por la gestación de la crisis de la deuda en los años setenta, que explotó luego en los años ochenta: a) muchos agentes económicos importantes no captaron que el mercado internacional de capitales privados, para los países en desarrollo, estaba en vías de maduración hacia fines de los años setenta (Ffrench-Davis, 1983), por lo cual los flujos netos de capital, muy elevados durante la conformación del mercado, podrían reducirse abruptamente al acercarse a su madurez (al aproximarse a los *stocks* de “equilibrio”); b) la liberación de los movimientos de capitales, en medio de una oferta abundante, provocó una adaptación de las estructuras de producción y gasto interno a flujos insosteniblemente altos de fondos externos; c) se registró un ajuste perverso del tipo de cambio en respuesta a las fuerzas financieras en oposición a las variables reales (revaluaciones cambiarias a pesar de los déficit en cuenta corriente crecientes); y, d) hubo filtración del crédito externo hacia el consumo, al asumir los agentes económicos, sin mayor análisis (en un ajuste intertemporal desestabilizador), que los flujos de fondos y las tasas de interés flexibles se mantendrían por largo tiempo en niveles favorables para los deudores.

El ajuste de América Latina después del *shock* de la deuda es otro ejemplo de caminos divergentes entre los dos enfoques. El ajuste ha descansado predominantemente en políticas reductoras de la demanda. Las políticas reasignadoras de la estructura de la oferta y del gasto han tenido un papel menor, como lo prueban el descenso abrupto de la actividad económica y de la formación de capital registrado en América Latina (sección 2 y capítulo IV).

El énfasis neoliberal se focaliza en la reducción de la demanda agregada si hay un déficit en cuenta corriente, aun cuando la producción descienda y la inversión se contraiga, y enseguida la demanda deba volver a reducirse para seguir a la producción en su carrera descendente. Una caída significativa en la producción interna implica una grave ineficiencia y disminuye la producción alcanzable en el tiempo. De hecho, reduce la productividad efectiva en el corto plazo, y esto a su vez desalienta la inversión, desestimulada por la subutilización de la capacidad instalada, por la incertidumbre y un entorno macroeconómico recesivo.

El énfasis neoestructural promueve una mejor dosificación de la regulación de la demanda agregada y de políticas reasignadoras, lo que implica reestructurar las composiciones de producción y gasto a flujos de capital de un monto que sea sostenible en el tiempo (obviamente más bajo que aquéllos de fines de los años setenta). De allí, las recomendaciones neoestructuralistas de políticas selectivas de gasto público y tributación, crediticia y comercial, que junto con la política cambiaria contribuyan a:

i) Localizar la reducción de la demanda agregada en lo que se quiere reducir: en el gasto en transables, manteniendo (lo más posible) la demanda efectiva en niveles compatibles con la capacidad de producción existente.

ii) Fortalecer, en vez de debilitar, la formación de capital. Como frente a un déficit externo insostenible la demanda agregada debe reducirse, resulta entonces inevitable reducir el otro componente de ella, que es el consumo en forma indiscriminada; o bien poner el mayor énfasis en la reducción del consumo prescindible y de transables. El tipo de resultado que se logre depende decididamente de la mezcla de políticas que se escoja.

En este nivel, ocupa un papel central la opción neoestructuralista de dirigir un proceso de desarrollo “desde adentro” (véanse varios artículos en Sunkel, 1991), es decir, integrando internamente las diversas vinculaciones activas de los mercados nacionales con las economías regionales y mundiales. El debate tiene gran significación para el futuro. El neoliberalismo posee una enorme confianza en la eficiencia del sector privado tradicional y desconfía en extremo del sector público. El neoestructuralismo requiere un sector privado moderno y dinámico, junto con un Estado activo y eficiente (Salazar, 1991). Puesto que no es fácil lograr un Estado eficiente en un marco de “heterogeneidad estructural”, es preciso ser también en esto selectivo, limitándose a proponer una cantidad y tipo de acciones que el Estado sea capaz de realizar con eficiencia social, y concentrar esfuerzos allí donde generen mayores efectos macroeconómicos o macrosociales.

2. CRECIMIENTO E INVERSIÓN EN AMÉRICA LATINA

Entre 1950 y 1980 la economía de América Latina creció a una tasa promedio de 5,5 por ciento al año (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1997). Esta tasa de crecimiento se situó por encima de la tendencia prevaleciente en el resto de las regiones en desarrollo (excepto en los países y del sudeste asiático) y fue claramente superior al promedio alcanzado por los países industrializados (4,2 por ciento). Este crecimiento estuvo asociado a niveles moderados de inversión, a tasas relativamente crecientes de uso de la capacidad productiva, y a la expansión de sectores más intensivos en incorporación de mejor tecnología.

Al inicio de los años cincuenta, América Latina enfrentaba cuellos de botella asociados a la escasez de financiamiento externo, así como dificultades de acceso a mercados de exportación y de abastecimiento importado. En los dos decenios siguientes, la región mejoró su acceso a mercados de bienes y de capital. El sector líder fue la manufactura, que creció aceleradamente, con un ritmo anual de 7 por ciento en los años sesenta, ligado a una significativa incorporación de nuevas tecnologías. Los años sesenta constituyeron el decenio de mayor estabilidad interna y externa de la posguerra en la mayor parte de América Latina, con menores crisis de balanza de pagos que en los años precedentes y con coeficientes de productividad global más elevados.

Aun cuando la insatisfacción con el desempeño económico fuese grande, y muchos autores procurasen explicar el “fracaso” de las estrategias de desarrollo adoptadas en la región, ésta logró tasas elevadas de crecimiento.

Sin embargo, el progresivo agotamiento de la sustitución fácil de importaciones involucró una limitación a las oportunidades de inversión para el mercado interno y al uso de la capacidad instalada. Cada vez más actividades manufactureras subutilizaban economías de escala al operar sólo para los mercados nacionales. Frente a esto, la región empezó a expandir sus exportaciones manufactureras. Países como Brasil, Colombia y Chile iniciaron políticas cambiarias de minidevaluaciones (Williamson, 1981) y establecieron otros incentivos a las exportaciones (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1997).

Junto a las reformas promotoras de las exportaciones, en algunos países como Brasil y Chile se hicieron reformas financieras, principalmente estableciendo mecanismos de reajustabilidad que defendieran los ahorros frente a la inflación y evitaran la existencia de tasas de interés reales muy negativas. Por otra parte, la expansión de los préstamos de largo plazo del Banco Mundial y la creación del BID contribuyeron al financiamiento de la inversión pública.

Desde mediados de los años sesenta la tasa de formación de capital inició un ascenso sostenido, que se aceleró en el decenio de los setenta. Esta alza estuvo asociada al hecho de que los PALs venían operando durante varios años cercanos a la frontera productiva, a cambios registrados en las opciones de financiación externa y a la forma en que los países de la región reaccionaron ante esas opciones en los años setenta (Ffrench-Davis, 1983).

Durante la segunda mitad del decenio, la mayoría de los países se endeudó intensamente. El déficit en cuenta corriente se empinó a 6 por ciento del PIB. El resultado fue que la mayor parte de los PALs se ajustó a una gran transferencia de fondos desde el extranjero. La abundancia de préstamos externos promovió una revaluación cambiaria real, y ambos indujeron un déficit externo creciente. La heterogeneidad de la respuesta nacional también se expresó en esta área, con Brasil y Colombia que lograron mantener tasas reales más estables. Sin embargo, la región en su conjunto exhibió una apreciación cambiaria frente al resto del mundo. Paralelamente, también se registraron liberalizaciones de las importaciones, para así estimular el ajuste de las economías nacionales ante la mayor oferta de fondos externos. El proceso fue particularmente intenso en Chile y más parcial en los nuevos países exportadores de petróleo, como México, que ajustó su economía tanto a la mayor oferta de préstamos como a la notable expansión de sus exportaciones petroleras.

No obstante los atrasos cambiarios, América Latina logró un significativo incremento — del orden de 6 por ciento anual— del volumen de las exportaciones durante los años setenta.⁵ Esta tendencia obedeció a políticas internas de estímulo, incluyendo franquicias arancelarias



⁵ Un error común, que induce a aseverar lo contrario, es incluir a Venezuela en las cifras totales de la región, mostrando un crecimiento anual promedio del cuántum de las exportaciones de 2 por ciento. Si se excluye a Venezuela, la cifra aumenta a 6,4 por ciento. La razón es que Venezuela, como miembro de la OPEC, redujo drásticamente su producción de petróleo, pero aumentó significativamente el valor de las exportaciones (véase CEPAL, 1998c, cuadro III.2).

para los componentes importados, y al continuo desarrollo de los mercados internacionales de manufacturas y semimanufacturas, que enfrentaban las naciones en proceso de industrialización (CEPAL, 1998c, cap. I). Es decir, se contó con un mercado internacional en formación que, tal como el de financiamiento privado a los países en desarrollo, poseía entonces una acelerada dinámica expansiva. Esta se sobrepuso a las tendencias declinantes que exhibía la expansión del comercio mundial global, que experimentó una baja desde una tasa de expansión anual de 8,0 por ciento en los años sesenta a 5,3 por ciento durante 1970-80.

Las tasas de inversión experimentaron un alza significativa durante el período de endeudamiento creciente, lo que sugiere que los recursos externos contribuyeron al desarrollo de la capacidad productiva de la región en su conjunto. Durante 1973-81 la tasa de formación bruta de capital fijo excedió en 5 puntos el coeficiente alcanzado en 1960-72 (cuadro II.1). Sin embargo, la tasa de crecimiento respondió proporcionalmente menos. Esto se debió a que la gran abundancia de fondos externos promovió la realización de inversiones más intensivas en capital y con extensos períodos de maduración, en especial en las naciones petroleras. En algunos países además involucró un debilitamiento (o carencia) de la evaluación de proyectos de inversión, tendencia estimulada por la permisividad de los préstamos bancarios y la prevalencia durante varios años de tasas reales de interés bajas o negativas en los mercados internacionales (capítulo IV).

Cuadro II.1: COEFICIENTE DE INVERSIÓN BRUTA FIJA, 1950-90
(porcentaje del PIB en US\$ de 1980)

| | 1950-59 | 1960-72 | 1973-81 | 1982-90 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| Argentina | 15,1 | 19,0 | 20,8 | 16,7 |
| Brasil | 21,9 | 19,6 | 23,6 | 16,8 |
| Chile | 20,6 | 18,5 | 14,9 | 15,0 |
| México | 16,7 | 18,8 | 23,0 | 17,7 |
| América Latina (19) | 18,4 | 17,9 | 23,0 | 17,2 |

Fuente: Datos de CEPAL.

Existieron diferencias entre países en lo que a desempeño se refiere. Por ejemplo, aquellas naciones que liberalizaron las entradas de capital, sus mercados financieros internos y las importaciones, tendieron a mostrar un volumen de inversión menor y un ahorro nacional reducido. Esto es, los fondos externos se dirigieron al consumo, como en Chile, y a la fuga de capitales, como en Argentina; en ambos casos el ahorro externo desplazó al ahorro interno. Por otra parte, se alcanzó un mejor desempeño en el caso de aquellos países (como Brasil y Colombia) que en los años sesenta y setenta reformaron sus políticas comerciales y financieras en forma moderada y selectiva, e impulsaron el uso de la deuda externa en la expansión de la inversión pública y privada (French-Davis, 1983; Griffith-Jones, 1988; y Wionczek, 1985). Es claro, entonces, que la mayor formación de capital en esos países no fue un fenómeno espontáneo, sino que deliberado.

Una demanda efectiva alta y mercados internacionales de bienes en expansión fueron factores macroeconómicos que completaron un círculo virtuoso. Así, las economías latinoamericanas pudieron mantener un crecimiento económico significativo hasta los inicios de los años ochenta. Sin embargo, se acumuló una voluminosa deuda externa y se incubó un creciente déficit en cuenta corriente, en tanto que la abundancia de fondos llevó a algunos países a postergar necesarias reformas en sus políticas internas, sin adecuarlas entonces a la nueva realidad mundial y a los avances logrados en sus procesos de desarrollo productivo y social.

América Latina enfrentó en los años ochenta una profunda crisis originada en la considerable deuda que se acumuló en el decenio de 1970 y en el deterioro de los mercados internacionales, comerciales y financieros en los cuales operaba. La abrupta reducción de las fuentes de financiamiento externo bancario, en conjunto con el deterioro de los términos de intercambio y un descomunal aumento de las tasas de interés internacionales (por ejemplo, la tasa LIBOR aumentó en términos reales de 2,5 por ciento en 1979 a 22 por ciento en 1981), acarrió una aguda escasez de divisas que provocó una intensa recesión en las economías nacionales de la región. Al mismo tiempo, las políticas de ajuste que se adoptaron, basadas principalmente en la restricción de la demanda agregada y débiles en políticas reasignadoras (Ffrench-Davis y Marfán, 1988), reforzaron el efecto reductor de la producción que provocan los *shocks*, declinando en forma aguda la tasa de utilización de los recursos productivos disponibles, y desalentaron la inversión. (Para un análisis más detallado del ajuste recesivo llevado a cabo en la región en los años ochenta, véase el capítulo IV).

En un proceso de ajuste “ideal”, en una economía perfectamente flexible, un exceso de demanda agregada se elimina sin una caída en la tasa de uso de los recursos. Por otra parte, en una economía con subutilización de la capacidad de producción de transables, un ajuste con una dosis conveniente de políticas reasignadoras puede causar un aumento de la producción. Por último, en una economía con inflexibilidad de precios y movilidad imperfecta de los factores, las políticas “neutrales” de reducción de la demanda pueden originar una caída significativa de la producción, porque disminuye la demanda tanto de transables como de no transables.

En procesos de ajuste hacia abajo, usualmente tiende a haber una baja en la producción. Ello da lugar a una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y, posteriormente, a un descenso de la tasa de formación de capital. Una buena combinación de políticas selectivas, reductoras del gasto y reasignadoras, tendería a permitir un resultado más cercano a la frontera productiva (véase el capítulo VI).

El ajuste que tuvo lugar en los años ochenta comprueba la importancia de la inflexibilidad y las debilidades de las políticas reasignadoras en la combinación de políticas implementadas. El impacto mayor fue absorbido por la inversión. La formación de capital fijo por habitante se redujo un tercio entre 1980-81 y 1983-90, con el consiguiente efecto negativo sobre la capacidad productiva y la generación de empleos (capítulo IV; y Ffrench-Davis y Reisen, 1997).

3. AMBIENTE MACROECONÓMICO E INVERSIÓN PRODUCTIVA

El ambiente macroeconómico prevaeciente en la economía nacional afecta tanto el volumen como la calidad de la inversión. Un análisis comparativo de las distintas experiencias de países con estrategias económicas y regímenes políticos muy disímiles, pone de manifiesto algunas constantes en el comportamiento de las economías.

Comparativamente, en una dimensión histórica, la posguerra fue un período que se caracterizó por una demanda efectiva alta, la que involucró un marco macroeconómico que estimuló la inversión, la innovación y el uso de la capacidad instalada. Ello estuvo asociado a tasas de crecimiento de la producción que, entre 1950 y 1980, fueron notablemente elevadas en comparación con las registradas en el pasado. En el mundo desarrollado, así como en algunos países en vías de desarrollo, tales como México y naciones del sudeste asiático, se combinaron una alta formación de capital y políticas macroeconómicas bien afinadas. Sin duda, la fuerza de enfoques compensadores poskeynesianos, en desmedro del ajuste neutral o automático del patrón oro, es un factor explicativo importante. Lo mismo ocurrió en América Latina hasta comienzos de los años ochenta.

Sin embargo, en general, en el mundo en desarrollo se observaron desequilibrios macroeconómicos sustanciales. Ello fue un reflejo de la insuficiente preocupación analítica y política por un enfoque macroeconómico que resguardara los equilibrios básicos. Su consecuencia fueron procesos inflacionarios y/o crisis de balanza de pagos.

En los años ochenta se observó una reversión en los objetivos de las políticas (Fanelli y Frenkel, 1994), que fue especialmente activa en los PALs. Se acentuó el peso asignado a la obtención de excedentes comerciales para servir la deuda, y se descuidaron el impulso específico de la formación de capital y la regulación del nivel de actividad para mantenerlo cerca de la frontera productiva. Este es un rasgo que contribuye a explicar la notable reducción de la formación de capital y del uso de la capacidad observados durante este decenio.

a. Adecuación de la demanda agregada

El contexto global en que se implementan las políticas específicas de desarrollo productivo tiene influencia decisiva sobre el volumen de inversión, los niveles de ahorro (Fischer, 1992; Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996), la tasa de ocupación de los recursos, la estructura del consumo y la mentalidad y aptitudes que se promuevan al interior del país. Al final, si se prioriza demasiado un instrumento, en forma aislada o a expensas del resto, puede terminarse reasignando un *stock* de recursos que no crece y, probablemente, aceptando elevadas tasas de subutilización de este *stock*. Entonces, políticas que parecen muy eficientes en un sentido microeconómico (por ejemplo, en las empresas que sobreviven a cierto proceso de ajuste), resultan ineficientes en un sentido macroeconómico o global (que considera la productividad efectiva del total de recursos disponibles).

b. Adecuada regulación de precios claves

Hay precios que por su impacto sobre el conjunto de la economía tienen el carácter de variables macro. Entre ellos se ubican el tipo de cambio, la tasa de interés y la política comercial.

i) La política cambiaria y los movimientos de capital.

El tipo de cambio tiene un impacto decisivo sobre el funcionamiento de la economía nacional. Ello comprende el nivel de actividad económica, el grado de autonomía frente a los mercados externos, la estructura de la producción y la estabilidad de los precios internos (Dornbusch, 1989). Por otra parte, debido a su naturaleza, las divisas se prestan más que otros artículos para operaciones especulativas y “burbujas”, pues sirven como instrumento de fuga de capitales y como un medio de intercambio y atesoramiento.⁷ En consecuencia, el desempeño del mercado cambiario (el acceso a divisas y el ajuste cambiario) ejerce efectos importantes de carácter macroeconómico, a diferencia de muchos otros bienes o activos con implicaciones solamente micro. Por consiguiente, se justifica que la política cambiaria y de acceso al intercambio de divisas asuma rasgos diferentes.

El conjunto de condiciones que refleja la realidad de la mayoría de los países en desarrollo en los últimos años (inflación variable y de carácter estructural, términos del intercambio fluctuantes, estructura productiva poco flexible, necesidad de transformación de esa estructura, cambios abruptos en los términos del financiamiento externo), hace inconvenientes las dos fórmulas tradicionales de tipos de cambio libre y fijo nominal.⁸ La alternativa para enfrentar los problemas originados por esas dos opciones consiste en la política de miniajustes cambiarios, regulados por el Banco Central, dentro de un régimen de acceso controlado al mercado cambiario. Entre sus variantes, encontramos una banda cambiaria con un valor central que evoluciona de acuerdo con las proyecciones de mediano plazo del sector externo, y la intervención intramarginal activa (véanse estudios sobre el tema en Williamson, 1981 y 1996; Dornbusch, 1991).

La inestabilidad de los mercados externos y las fluctuaciones imprevistas en actividades internas ligadas a la balanza de pagos, plantean uno de los principales problemas que debe enfrentar una política cambiaria eficiente. Tres de las fuentes de inestabilidad más comunes en los países en desarrollo son la inflación, la variabilidad de los precios de sus exportaciones y los *shocks* financieros externos, que provocan ciclos de inestabilidad en el nivel del tipo de

⁷ En este sentido, la recomendación ortodoxa de mantener libre acceso al mercado cambiario, junto con tipos de cambio apreciados, fue muy “eficaz” para facilitar la fuga de capitales desde los PALs en los años previos a la crisis de la deuda externa. La fuga fue comparativamente mayor en Argentina, México y Venezuela, con mercados libres; y más limitada en Brasil, Chile y Colombia (véase Lessard y Williamson, 1987), con mercados oficiales y políticas de tipo de cambio reptante.

⁸ Véase French-Davis (1979, caps. V y VI). El tipo de cambio libre es propugnado por el monetarismo de economía cerrada. El monetarismo de economía abierta (enfoque monetario de la balanza de pagos) propugna un tipo de cambio fijo, tal como se aplicó, entre 1979 y 1982, en el experimento monetarista impuesto en Chile, y en Argentina desde 1991. Paradójicamente, esta propuesta coincide con la de enfoques antimonetaristas radicales que buscan la congelación cambiaria por propósitos antiinflacionarios similares.

cambio real, generando incertidumbre en las relaciones de precios entre bienes extranjeros y nacionales, con los consiguientes ruidos que distorsionan la asignación de recursos en la economía interna.⁹

La inestabilidad cambiaria tiende a reducir la capacidad de identificar ventajas comparativas, tendencia que debilita la formación de capital. Suele afectar negativamente con mayor intensidad a las exportaciones nuevas, a las realizadas por empresas cuyos mercados son menos diversificados y a las que enfrentan acceso más limitado a los mercados de capitales. En consecuencia, la inestabilidad de la política cambiaria, si bien afecta a todas las exportaciones, tiene un sesgo negativo mayor contra los productos no tradicionales (Díaz-Alejandro, 1975). El sesgo también alcanza a las empresas de propiedad nacional en comparación con las transnacionales. Estas últimas, gracias a la diversidad de los mercados de productos y financieros en que operan, están en condiciones de cubrirse mejor de los riesgos cambiarios.

La existencia de inestabilidad, dados mercados de capital imperfectos y restricciones externas de financiamiento, también involucra cierta relación entre la política cambiaria y el nivel promedio de la demanda efectiva. La inestabilidad tiende a reducir la tasa promedio de uso de los recursos. Esta es una razón poderosa para evitar un tipo de cambio que se apegue mucho a las fluctuaciones de corto plazo de los precios externos y de los movimientos de capital. Una política cambiaria que evita fluctuaciones extremas del tipo de cambio, permite mantener un nivel más elevado de la demanda efectiva y de actividad económica.¹⁰ Por lo tanto, tiende a posibilitar una mayor tasa de uso de la capacidad instalada y a estimular la inversión. En la combinación de efectos que produce, tiende a predominar el efecto ingreso (por la mayor tasa de uso y su estímulo a la formación de capital) sobre el efecto del mayor precio relativo de los bienes de capital importados en los períodos de bonanza. Un tipo de cambio en un nivel “sostenible” a mediano plazo permite también disminuir el gasto de energía gubernamental en la administración de situaciones críticas de balanza de pagos.

En síntesis, resulta conveniente, por una parte, que el tipo de cambio se modifique en forma continua y simultánea con la evolución prevista o programada de la inflación neta y, por otra, que se guíe por la tendencia mostrada por las proyecciones de balanza de pagos (de pleno empleo), que busque atenuar la transmisión de las fluctuaciones de corto plazo de los términos del intercambio o de los movimientos de capitales hacia la economía nacional.¹¹ La regulación

• • • • •
⁹ En la práctica, la relación es mucho más heterogénea que el precio relativo entre transables y no transables. Al interior de los transables no hay un precio único, determinado por el tipo de cambio. Hay trasposos de categoría entre importables y exportables, así como modificaciones en la frontera entre importables y no transables, lo que determina un perfil más heterogéneo de precios relativos.

¹⁰ Tiende a provocar un impacto inflacionario mayor, lo que debe compensarse con políticas que favorezcan la concertación de precios e ingresos. En ausencia de ésta, la política económica se ve obligada a descansar en exceso sobre la restricción de la demanda agregada.

¹¹ Para evitar inestabilidad monetaria, la política cambiaria debe acompañarse de mecanismos estabilizadores (*ex-ante*) o esterilizadores (*ex-post*) y de regulación de los movimientos de capitales volátiles. Véase Ffrench-Davis (1979, caps. VI y IX); Reisen (1993), y una interesante proposición alternativa en Dornbusch (1991).

del acceso al mercado resulta crucial para atenuar los movimientos desestabilizadores de capitales. Los casos de Brasil, Colombia, Japón y Corea del Sur durante los años sesenta y setenta son ilustrativos de las ventajas de un acceso controlado al mercado, mientras que Argentina y México aportan ejemplos de los riesgos de un acceso libre. Chile, en los años noventa, también ha regulado la entrada de capital de corto plazo y, en cierto grado, ha mantenido una tradición de acceso controlado al mercado cambiario (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).

ii) Las tasas de interés.

La tasa de interés es otra variable con significación macroeconómica. La propuesta ortodoxa es que sea libre. En “países pequeños”, según ese enfoque, la liberalización de las tasas implicaría su nivelación con la tasa internacional. En realidad, esto último no se produce ni siquiera entre los países más desarrollados; como por ejemplo, entre Estados Unidos y Alemania Occidental durante los años ochenta. Las experiencias de liberación han demostrado que las tasas externa e interna no se igualan rápidamente, que las internas resultan inestables y muy superiores a las internacionales, y que los márgenes de intermediación interna (comisiones) son marcadamente mayores durante largos períodos (Arellano, 1985; Frenkel, 1983; Ramos, 1986; Massad y Zahler, 1988; Sarmiento, 1985; y Werneck, 1988).

La tendencia predominante, por ejemplo en las liberalizaciones de los años setenta en Argentina, Chile y Uruguay, parece haber sido un deterioro del apoyo del sistema financiero al desarrollo productivo. La inversión se ha visto enfrentada a tasas de interés muy fluctuantes y elevadas y a préstamos de corto plazo que deben renovarse repetidamente. Por ejemplo, en Chile se generó un mercado concentrado en operaciones a 30 días plazo y que durante siete años, entre 1975 y 1982, operó con una tasa de interés muy inestable y con un valor real promedio para las operaciones activas que se acercó al 40 por ciento anual. Ese resultado fue reforzado en los países en que además se liberalizaron los movimientos de capitales (Bacha, 1986).

Las propuestas de liberalización financiera fueron estimuladas por la insatisfactoria experiencia con políticas crecientemente intervencionistas y tasas de interés fuertemente subsidiadas. Esta última situación se dio, en especial, en países con inflación alta y tasas de interés nominales bajas. En respuesta a ello, entre los países que lograron incrementar la inversión en los años setenta se observa que varios realizaron reformas financieras, pero éstas tuvieron características heterodoxas: regularon los movimientos de capitales y los préstamos internos orientándolos hacia bancos de inversión, los bancos centrales establecieron tasas reales de interés activas positivas, pero moderadas, y crearon canales de financiamiento de largo plazo. Brasil y Colombia siguieron este planteamiento; Chile tomó un camino similar durante los años sesenta.

Durante los años ochenta y noventa hubo un resurgimiento de las reformas financieras, tanto aquellas relativas al mercado interno de capitales como al movimiento de capitales. La tendencia ha sido seguir la ortodoxia más ingenua, repitiendo en buena medida la experiencia del Cono Sur de los años setenta. La reforma consistió en la amplia liberalización de tasas de interés, de plazos de las operaciones y de asignación del crédito, y en la relajación de las

regulaciones y la supervisión prudencial sobre las instituciones financieras. Predominó un amplio desconocimiento sobre los riesgos de generación de burbujas especulativas, selección adversa y riesgo moral. Es interesante notar cómo la “ortodoxia financierista” le asignó un papel estratégico a la liberalización del sector, sin considerar en el diseño de las reformas las peculiaridades del “producto” en cuestión, que puede llevar a un comportamiento de este mercado diferente al de mercados de bienes corrientes que operan al contado (Díaz-Alejandro, 1985; Stiglitz, 1994). El resultado ha sido un aumento significativo de los ahorros financieros en el segmento de corto plazo del mercado de capitales sin una contraparte de incremento del ahorro nacional; tasas de interés altamente fluctuantes; márgenes de intermediación interna más elevados, y supervisión prudencial débil.

En el mismo sentido de privilegiar la dimensión financiera, operó el carácter de las nuevas relaciones que se establecieron con los bancos acreedores después de 1982. Cuando se examinan los convenios suscritos con los bancos, se advierte un claro predominio de los elementos de carácter financiero por sobre los de naturaleza productiva. Esto incluye bonos de conversión de deuda (*debt-equity swaps*), cuyos subsidios implícitos tendieron a estimular la transferencia de firmas existentes en lugar de expandir la capacidad productiva. Adicionalmente, la naturaleza del déficit fiscal que presentan muchos de los países de la región ya no se genera primordialmente en el exceso de gastos de consumo e inversión sobre los ingresos tributarios, sino que en el pago de los intereses derivados del endeudamiento interno y externo. En la dimensión interna, se registró un gran encarecimiento del financiamiento requerido por el fisco, con tasas reales excesivamente elevadas. En la dimensión externa, además del mayor costo, se produjo en varios países una intensa estatización de la deuda externa. Este fenómeno fue más intenso en el Cono Sur, pues en los años setenta estos países habían privatizado en mayor grado los ingresos de capitales.

El sistema financiero sin duda debe desempeñar un papel fundamental como captador y distribuidor del ahorro. La cuestión central es cómo se logra ese objetivo de manera que contribuya al desarrollo productivo y a la estabilidad macroeconómica, en vez de producir el efecto contrario. La liberalización indiscriminada se ha mostrado ineficiente en el logro de ambos objetivos, en particular durante el proceso de ajuste (Díaz-Alejandro, 1985; Held, 1994; Ramos, 1986; Zahler, 1988). Es preciso cautelar que el funcionamiento del sistema financiero no genere una desviación del ahorro hacia el consumo, la especulación y la concentración patrimonial, en lugar de dirigirse hacia la inversión productiva. El resultado está estrechamente ligado a la naturaleza y secuencia de las reformas financieras.

La reorganización del sistema financiero debe apuntar a canalizar recursos hacia el ahorro y la inversión, en conexión directa con el aparato productivo. Esta es una función que, paradójicamente, se ha debilitado a causa de las reformas neoliberales de los últimos años. Un nuevo enfoque debe responder adecuadamente a las necesidades de ligar el sistema financiero al proceso de inversión interna y a la economía interna más que a los mercados financieros externos; de contribuir a una mayor estabilidad económica (lo que implica regular las tasas de interés, de manera que no haya oscilaciones demasiado abruptas, ni

tasas reales de interés negativas, o exorbitantemente elevadas), y de desconcentrar el poder económico.

Estos objetivos requieren un mercado de capitales más completo que el resultado estándar de las reformas neoliberales. Se necesita una institucionalidad que comprenda un vigoroso segmento de largo plazo del mercado financiero, para la financiación de la inversión productiva. Se necesita, también, un mayor acceso para las firmas pequeñas y medianas y para los sectores de bajos y medianos ingresos que típicamente sufren la segmentación social del mercado de capitales. Requieren de este mercado para enfrentar emergencias, para la inversión en educación y capacitación y para el desarrollo de actividades productivas y su modernización. Se requiere, por lo tanto, de la creación de entidades especializadas de crédito y de mecanismos de garantía para realizar lo que el mercado suele ser incapaz de hacer espontáneamente. La prioridad en este terreno no debe consistir en subsidiar el costo del crédito, sino en favorecer el acceso al financiamiento de largo plazo a tasas de interés “normales”, así como a los restantes recursos que no poseen esos sectores de bajos y medianos ingresos: tecnología, ciertos insumos y servicios conexos, canales de comercialización e infraestructura.

iii) Política de comercio exterior y efectos macroeconómicos.

La política de comercio exterior ejerce cuatro efectos macroeconómicos que deseamos destacar aquí.¹² El proteccionismo excesivo restringe la inversión y su productividad al encerrar la producción dentro de las fronteras nacionales. Esa fue la tónica predominante en América Latina desde la crisis de los años treinta.

El primer punto se refiere a que la protección de la economía nacional en los decenios pasados se solió identificar exclusivamente con las políticas sustitutivas de importaciones. Así, se dio lugar al costoso error de proteger la sustitución de importaciones: a) sin consideración a sus efectos negativos sobre los precios relativos enfrentados por los productores de exportables (sesgo antiexportador); b) desaprovechando el apoyo que la expansión de exportaciones podría involucrar para una sustitución más eficiente de las importaciones (complementariedad entre ambas por economías de escala y especialización), y c) sin estimular la innovación tecnológica que habría resultado de exportaciones no tradicionales dinámicas y de reducir gradualmente la habitual protección excesiva a la producción de importables (Bhagwati, 1978; Fajnzylber, 1990).

Estas limitaciones se hicieron sentir en los PALs de manera creciente en los años sesenta. El atraso tecnológico, la subutilización de economías de escala y la ampliación de la brecha entre precios internos y externos de ciertas manufacturas se tornaron más visibles. Así, a medida que los países de la región avanzaban hacia una economía semiindustrializada, la promo-

¹² Excluiremos el efecto sobre el tipo de cambio de equilibrio porque puede ser recogido fácilmente por una política cambiaria programada y por incentivos compensadores a las exportaciones (Ffrench-Davis, 1979, cap. VIII). Tampoco consideraremos el impacto que el grado de apertura externa tiene sobre la transmisión de la inestabilidad externa, lo que también puede tener alcance macroeconómico.

ción de exportaciones adquiriría una prioridad creciente (Ffrench-Davis, 1979, cap. VIII; Prebisch, 1963 y 1977). Sólo cuando las consecuencias se empezaron a sentir fuertemente, con variados rezagos, los países recurrieron a exoneraciones aduaneras, diversas formas de *draw-back* y subsidios.

El costo de no actuar oportunamente para activar la promoción de exportaciones no puede definirse en forma aislada del grado de avance nacional en la sustitución de importaciones y en las condiciones que caracterizan a los mercados externos. A mayor grado de avance del proceso sustitutivo, mayor prioridad reviste la complementación con la promoción de exportaciones. La oportunidad con que se reconozca esa situación tiene un impacto determinante sobre la eficiencia de la interrelación con los mercados internacionales, el que se acentúa aceleradamente en la medida que se trate de economías relativamente más pequeñas. Por otra parte, el grado de apertura de los mercados internacionales afecta la viabilidad de las políticas sustitutivas de importaciones y de exportación. Durante los años sesenta y parte de los setenta, los países en desarrollo encontraron, progresivamente, mercados en expansión y más accesibles para sus exportaciones; por lo tanto, se tornaron más costosas las políticas que desaprovechaban esa oportunidad.

El segundo punto es que la liberalización indiscriminada de las importaciones, en el marco tradicionalmente imperante en América Latina, cambia los precios relativos del mercado y las disponibilidades de bienes y variedades de éstos en favor del consumo. Junto con las nuevas facilidades crediticias existentes en un mercado financiero liberalizado, se produce un desplazamiento del ahorro hacia el consumo. De hecho, en virtud de las reformas de los años setenta del sistema financiero en el Cono Sur, o más tarde en el resto de América Latina, éste captó una proporción del ahorro total notoriamente mayor, pero luego una parte significativa de esos fondos la reorientó al consumo, lo que redujo el ahorro nacional efectivo (Zahler, 1988). Es ilustrativo que en su apertura a la economía internacional, países como Brasil, Colombia, Corea y Taiwán no hayan liberalizado indiscriminadamente las importaciones de bienes de consumo (Sachs, 1987; Westphal, 1992). ¿De qué le sirve al “consumidor” enfrentar una gran variedad de productos y precios internacionales, si ello incide negativamente sobre la tasa de ahorro e inversión nacional, y si en su dimensión de productor está cesante o quebrado?

Por ello, es recomendable utilizar una gradualidad y secuencia de políticas que involucren estímulos positivos netos; por ejemplo, un mayor incentivo en la demanda de recursos a través de la promoción de exportaciones, en vez de los súbitos impulsos negativos de la desustitución de importaciones, respaldado por un sistema financiero dirigido al desarrollo productivo. Se trata, en fin, de promover en forma armónica la producción de exportables y sustitutos de importaciones eficientes, y un proceso dinámico de inversiones (Ffrench-Davis, 1979, cap. VIII). La fuerza relativa de los estímulos positivos y negativos determina si el ajuste se realiza por debajo o en la frontera productiva o curva de transformación, y cuánto demora esta frontera en tomar un curso ascendente (capítulo III).

En tercer lugar, la liberalización indiscriminada de las importaciones, en rubros en los que la diferenciación del producto es importante, contribuye a segmentar la demanda interna

en diversas variedades y a dificultar la operación de los productores locales. Ello es importante en rubros como los bienes de consumo durables y sus partes y piezas, en los que haya economías de escala y especialización. Por lo tanto, la política comercial debe conciliar la competencia externa con el aprovechamiento local de estas economías de escala y especialización. Una transición con predominio de la promoción de exportaciones, con liberalización gradual de importaciones, con equilibrios macroeconómicos integrales y con políticas mesoeconómicas efectivas, contribuye a una histéresis positiva.

Finalmente, en un mundo de “información limitada” (Arrow, 1974), un atributo que poseen los aranceles selectivos y los incentivos a las exportaciones es que contribuyen a hacer más visible en el mercado la presencia de rubros en los cuales hay oportunidades de inversión. Y este es un factor movilizador del ahorro y la formación de capital. En otros términos, un uso eficiente (que obviamente implica moderación) del perfil arancelario y de incentivos a las exportaciones, permite no sólo reasignar los recursos, sino que también puede contribuir a expandir la frontera productiva.

El tipo de cambio debe jugar, asimismo, un papel central en una economía en proceso de apertura hacia mercados externos. La estabilidad relativa del tipo de cambio es crucial para promover la adquisición de ventajas comparativas en la producción de transables nuevos o no tradicionales, y moderar la repentina desustitución de importables. La liberalización indiscriminada de la cuenta de capitales pareciera ser inconsistente con esos objetivos.

América Latina necesita insertarse activamente, de manera selectiva, en la economía mundial. Requiere un esfuerzo sistemático de expansión de sus exportaciones que logre penetrar los mercados externos con precios remunerativos. Este es un ingrediente efectivo para promover el desarrollo productivo nacional. En ese marco, la tarea de adquisición de nuevas ventajas comparativas resulta crucial, creando nuevas oportunidades de inversión en el mercado e intensificando la innovación productiva.¹³ La participación en acuerdos comerciales preferenciales en la región puede contribuir a la adquisición de ventajas comparativas. Una inserción selectiva en la cuenta de capitales también se requiere para privilegiar flujos que fortalezcan la inversión productiva y desalienten los ingresos volátiles que generan inestabilidad macroeconómica.

c. Fuerzas productivas y financierismo

Un rasgo distintivo del manejo macroeconómico de las naciones desarrolladas y de los países semiindustrializados más exitosos, ha sido el predominio de las dimensiones "productivas" por sobre "las financieras". El desarrollo es liderado por aquéllos, con los aspectos financieros puestos a su servicio. Es una correlación de políticas opuesta a la del enfoque monetario y al de las tesis de liberalización y profundización financiera.

• • • • •
¹³ Por razones de espacio, se eliminó una sección completa de este artículo sobre el tema: “Oportunidades de inversión y adquisición de ventajas comparativas”.

Como se señaló antes, el fenómeno del “financierismo” se tornó particularmente intenso en los países del Cono Sur de América Latina ya en los años setenta (Bacha y Díaz-Alejandro, 1983).¹⁴ Su predominio estuvo asociado preferentemente a la presencia de dos factores principales. Primero, la fuerza de las nuevas propuestas se fortaleció, en parte, con la presencia de las políticas vigentes en los años precedentes, y la acentuación de tendencias inflacionarias, estimuladas por el *shock* petrolero de 1973, agravó los efectos negativos de la “represión financiera” manifestada en tasas de interés congeladas, cuyo valor real se tornó rápidamente negativo; entonces, el incremento del volumen de crédito demandado agrandó la brecha con la oferta disponible. La ortodoxia ingenua, inspirada por un auge académico de las ideas neoliberales, se vio reforzada así en sus propuestas de acelerar la liberalización financiera, cualesquiera fuesen las coyunturas económicas imperantes en cada país.

Las reformas llevadas a cabo, principalmente en el Cono Sur, derivaron en el establecimiento de bancos sin debidas garantías, excesivos autopréstamos a los dueños de las empresas financieras, un mercado con plazos de operación muy cortos, y tasas de interés muy inestables y con brechas sustanciales entre tasas activas (de préstamos o colocación) y pasivas (de depósitos o captación).

Ello derivó en una acentuación de la influencia de los factores de corto plazo por sobre los de largo plazo, con un incremento de la inestabilidad interna, lo que repercutió negativamente sobre el sector productivo; y en un auge del crédito para el consumo (y para el consumo importado en los países que liberalizaron sus importaciones). Entonces, la reforma financiera fue muy funcional a un incremento de las importaciones de bienes de consumo, con un creciente déficit externo, lo que como contrapartida debilitó el aparato productivo interno (véase el cap. III). La creciente conexión con el sistema financiero internacional facilitó una desconexión con las necesidades del sistema productivo interno, y promovió la fuga de capitales en los momentos de dificultades internas.

Por otra parte, y éste es el segundo factor, los agentes económicos vinculados a la esfera financiera lograron una mayor influencia general, tanto en las empresas públicas como en las privadas, y en los ministerios y otras reparticiones gubernamentales. Esta situación impuso, también en esos niveles, el predominio del cortoplacismo por sobre las preocupaciones tradicionales en el área de la productividad y el desarrollo productivo. En los mercados especulativos, como lo ha señalado Arrow (1974), una parte considerable del esfuerzo de los agentes económicos se concentra en adquirir información para beneficio individual y resulta en una redistribución de suma cero, o incluso negativa debido al uso de recursos reales en ese esfuerzo. En el plano distributivo también la desregulación indiscriminada tendió a ser concentradora de las oportunidades a favor de sectores con mejor acceso al sistema financiero.

• • • • •
¹⁴ “La ortodoxia práctica es más dogmática. Se encarna en los editoriales de la prensa de negocios, en los ejecutivos tanto del sector público como del privado... y en algunos de los catedráticos más ambiciosos política o financieramente”. Véase Bacha y Díaz-Alejandro (1983), p.16.

Un capítulo aparte corresponde al de la relación entre el mercado interno y externo de capitales. La apertura total al exterior indudablemente puede desarticular cualquier esfuerzo integral de estabilización interna y estimular la fuga de capitales (Dornbusch, 1983). De hecho, puede implicar integrarse a los segmentos más especulativos de los mercados del mundo desarrollado (véase el capítulo V). En contraste, la inserción con el exterior debe estar dirigida a promover los ingresos de capitales de largo plazo, acompañados de acceso a tecnologías y mercados externos.

III

LA LIBERALIZACIÓN COMERCIAL Y EL CRECIMIENTO: EXPERIENCIAS RECIENTES EN AMÉRICA LATINA *

.....

INTRODUCCIÓN

Un gran número de países de América Latina (PALs) se ha embarcado en procesos de liberalización comercial en los últimos años. La primera experiencia sostenida en este sentido en los últimos decenios fue la de Chile, país que comenzó un proceso de liberalización en los años setenta que llevaría a su economía, hacia fines de esa década, a ser una de las más abiertas del mundo.

A partir de mediados de los años ochenta, luego de más de medio siglo de políticas proteccionistas, surgió una tendencia que indicaba un giro radical en la estrategia de desarrollo y en las políticas de varios PALs. Ya en 1983 Costa Rica había iniciado un tránsito gradual desde un modelo de sustitución de importaciones a nivel nacional y centroamericano hacia uno de inserción más dinámica en la economía internacional. Luego, en 1985, Bolivia y México iniciaron liberalizaciones comerciales relativamente rápidas.

Al comenzar la década actual, varios PALs se agregan a esta tendencia, incluyendo Argentina, Brasil, Perú y Venezuela. Incluso Colombia, que en 1990 había adoptado un programa gradual de apertura de la economía, que debía llevarse a cabo en cuatro años, en 1991 decidió acelerar la liberalización y completarla en 1992. Es evidente, entonces, que con diferentes grados de celeridad los países de la región han dado un gran viraje histórico.

Explícita o implícitamente, cada país ha debido decidir sobre el marco del proceso de liberalización, qué liberalizar y cuánto, en qué secuencia, y qué otras políticas deben adoptarse para lograr una liberalización que contribuya al desarrollo. Este capítulo pretende dar algunas respuestas a estas preguntas sobre la base de la experiencia reciente de América Latina.

.....

* Coautor Manuel Agosin. Publicado en *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, vol. 37, N° 3, otoño, 1995. Versión revisada y actualizada del trabajo publicado en *Revista de la CEPAL* N° 50, agosto de 1993. Agradecemos los valiosos comentarios de Oscar Altimir, Héctor Assael, Renato Baumann, Robert Devlin, Winston Fritsch, Jorge Katz, Bernardo Kosacoff, Carlos Massad, Jorge Mattar, Wilson Peres, Joseph Ramos, Jaime Ros y Gert Rosenthal.

La sección 1 resume las principales reformas comerciales llevadas a cabo en los PALs, finalizando con un análisis de las reformas de Chile y México. La sección 2 revisa una parte de la voluminosa literatura sobre las economías exportadoras de Asia (Corea del Sur, Taiwán y, más recientemente, Indonesia, Malasia y Tailandia) para contrastar las experiencias más actuales de los PALs con otras de más larga duración y de carácter notoriamente distinto. Las mayores diferencias entre las liberalizaciones en los PALs y los procesos de apertura económica de los países asiáticos radica en que, mientras la mayoría de los programas de liberalización latinoamericanos se han realizado en forma rápida y en un contexto de pasividad del Estado, en Asia Oriental la apertura fue un largo proceso, liderado por el Estado en la construcción de un aparato productivo orientado hacia los mercados internacionales. Cuando se liberalizaron las importaciones en Asia, la transformación estructural de la economía ya había avanzado y las exportaciones de manufacturas exhibían un prolongado dinamismo. A ello se agregaba, en general, una situación macroeconómica equilibrada y tasas de inversión más elevadas. En contraste, los drásticos programas de liberalización de las importaciones llevados a cabo en los PALs se sitúan al inicio de sus estrategias de internacionalización y, con frecuencia, coinciden con procesos de estabilización recesivos y con una baja tasa de formación de capital.

La sección 3 expone un marco analítico donde se presentan estilizados los distintos caminos seguidos por los PALs y los países de Asia Oriental. Además, se examinan algunos de los elementos claves de los programas de reforma a la luz de las condiciones requeridas para una apertura dinamizadora del desarrollo de largo plazo. Es evidente que, en el actual contexto mundial, el logro de la competitividad internacional y de una inserción más dinámica en los mercados mundiales se ha convertido en condición indispensable para lograr un desarrollo sostenido. Para ello, se deben reducir las altas y engorrosas restricciones a las importaciones.

A pesar de su desprestigio actual, es indudable que la estrategia de sustitución de importaciones cumplió un papel histórico clave que es preciso rescatar: aun considerando las ineficiencias con que se llevó a cabo, ella dejó a los países de la región, en particular a aquéllos de mayor tamaño, con un sector manufacturero importante y que en algunos casos ha sido la base de un proceso posterior de industrialización más eficiente y orientado hacia la competitividad internacional. De hecho, hasta comienzos de los años ochenta, varios países (especialmente Brasil, Colombia y México) ya transitaban hacia un modelo en que la promoción de exportaciones manufactureras había adquirido una importancia central en su estrategia de desarrollo. Como se verá más adelante, aun después de la liberalización mexicana, fueron los sectores ya establecidos los que lideraron el crecimiento de las exportaciones manufactureras. Y como lo indica la experiencia chilena, la liberalización indiscriminada de importaciones, más que dar pie a ganancias generalizadas de eficiencia, conduce por muchos años a una contracción relativa del sector manufacturero y a la quiebra de un número elevado de empresas. Sin embargo, está claro que los países de la región demoraron demasiado en realizar la transición y algunos de ellos insistieron en un proteccionismo a ultranza de cualquier bien que pudiera producirse nacionalmente, lo que indudablemente constituye (hoy en día) un obstáculo al desarrollo.

El problema fundamental de las políticas proteccionistas del pasado era que, al final, terminaban siendo generalmente tan arbitrarias, que los responsables de las políticas no sabían qué estaban incentivando y con qué propósito (Ffrench-Davis, 1986; Fritsch y Franco, 1993, p. 32). Las políticas proteccionistas pasadas, tanto en América Latina como en otras regiones, fueron generalmente utilizadas por intereses privados que buscaban beneficios económicos. En muchos casos no produjeron beneficios sociales evidentes y las estructuras industriales resultantes tendieron a ser poco competitivas internacionalmente y siguieron dependiendo indefinidamente de la protección gubernamental. Debe reconocerse, sin embargo, que estos esquemas permitieron el establecimiento de sectores industriales que han servido de base a una forma posterior de desarrollo más fuertemente orientada hacia la competitividad internacional. Además, cabe recordar que el crecimiento del PIB y de los estándares de vida mejoraron rápidamente durante el período de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), particularmente entre 1950 y 1980 (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1997). Sin embargo, la ISI se estaba agotando como fuente de desarrollo sostenido; sin duda, necesitaba reorganizarse.

El éxito de una reforma comercial requiere que el valor agregado por la creación de nuevas actividades sea mayor que el “desagregado” por la destrucción de ellas. Esto tiende a asociarse con un aumento de las exportaciones más significativo que la baja en la sustitución de importaciones;¹ que las exportaciones derramen efectos positivos sobre el resto de la economía, lo que dependerá del grado de diversificación y valor agregado que ellas tengan; y que la competitividad internacional se logre con aumentos continuos de la productividad en lugar de salarios bajos y subsidios o exenciones tributarias crecientes.

Por eso, es indispensable que la apertura de la economía se haga de tal modo que no involucre la destrucción indiscriminada de la capacidad instalada existente y que permita una efectiva reconversión de las actividades productivas. Una condición crucial es la gradualidad del proceso, asociada a la capacidad de respuesta de los diversos agentes económicos frente a los cambios inducidos por políticas públicas. Es necesario también que este proceso sea acompañado por un cambio sostenido y confiable de precios relativos favorable a la producción de exportables y por la creación o mejora de los mercados e instituciones indispensables para el aumento constante de la productividad a través de capacitación laboral, mejoramiento de infraestructura, incentivos a la innovación tecnológica, desarrollo de segmentos de largo plazo de mercados de capitales y fortalecimiento de la capacidad de negociación para el acceso a mercados externos.

Como se puede constatar, este criterio no ha sido, en general, el elegido por los PALs que se han lanzado a la liberalización comercial (Damill y Keifman, 1992). Los enfoques específi-

• • • • •
¹ Esto no significa que la sustitución de importaciones deba ser desechada. Mientras más grande sea el mercado nacional, mayor será el ámbito potencial de la sustitución de importaciones. Ello se refleja en que las exportaciones de países como Estados Unidos y Japón sólo representen alrededor de 10% de su PIB. Lo que es novedoso en la nueva estrategia de desarrollo que se está perfilando, es la idea que las empresas productoras de bienes y servicios, ya sea para los mercados nacionales como para los internacionales, deben tomarse progresivamente competitivas durante el período de aprendizaje. Ello se logra, en parte, con la exposición a la competencia externa.

cos adoptados han tendido a ser abruptos y han mostrado graves imperfecciones en tres campos decisivos. Primero, aperturas unilaterales, que tienen sentido en una economía mundial abierta, dinámica y competitiva, pero que son menos aconsejables en una economía donde el proteccionismo sigue siendo activo y hay una fuerte tendencia a la formación de bloques comerciales regionales (CEPAL, 1998c, cap. II). Segundo, este proceso está basado en ventajas comparativas estáticas y ganancias de corto plazo en la asignación de recursos, pero los beneficios se reducen o revierten si se concentra en áreas de actividad con mercados poco dinámicos y menos intensivos en innovación tecnológica. Tercero, en los mercados financieros y en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, la desregulación ha entorpecido la reasignación de recursos que se buscaba con la liberalización comercial, al generar (en las condiciones imperantes en los noventa) marcadas apreciaciones cambiarias y altas tasas reales de interés. Ambas desincentivan la inversión productiva requerida para alcanzar la transformación estructural y hacen que los recursos se alejen de la producción de transables y se concentren más en la inversión puramente financiera.

Las recomendaciones convencionales de política económica, que suelen sustentarse teóricamente en una versión simple del modelo de Heckscher-Ohlin-Samuelson, avalan una trayectoria como la seguida por Chile, en la que la liberalización indiscriminada de las importaciones lideró el proceso de reforma. Esta concepción ha tenido también una fuerte influencia sobre los procesos recientes de reforma en la región. Las nociones que subyacen a este enfoque son que la liberalización de las importaciones conducirá a una rápida asignación de recursos hacia la producción de exportables, que la eficiencia neta de la economía aumentará al exponer a los productores nacionales a la competencia internacional, y que se empujará a los sectores sustituidores de importaciones, frecuentemente monopolistas, a aprovechar economías de escala orientándose hacia los mercados externos. Como se verá más adelante, la experiencia de Chile indica que, en la práctica, estas suposiciones no se cumplen desde un inicio y que el resultado inmediato de la liberalización abrupta es la quiebra de un segmento significativo del sector sustituidor de importaciones y sólo el aumento parcial de su eficiencia o de su escala de producción.

Algunas contribuciones teóricas recientes arrojan luz acerca de las políticas comerciales más apropiadas para impulsar el desarrollo. Por una parte, un análisis cuidadoso de la noción que la liberalización de las importaciones necesariamente conduce a ganancias en eficiencia técnica, ya sea por la vía de fomentar un mayor esfuerzo por alcanzar los niveles de los competidores externos o por la de promover escalas mayores de producción (y así aprovechar economías de escala), revela que los supuestos de comportamiento y de estructura de mercados que es necesario hacer para llegar a estos resultados son muy poco realistas (véase Rodrik, 1992).

La existencia de mercados protegidos y de ganancias extraordinarias asociadas con la protección pueden ser un incentivo (y pueden suministrar los recursos financieros en situaciones típicamente caracterizadas por restricciones al crédito) para incurrir en las pérdidas iniciales que conlleva adquirir la información necesaria para incursionar en los mercados internacio-

nales (Krugman, 1984). Por lo tanto, la protección de monopolios nacionales puede incluso ser una herramienta para fomentar las exportaciones, salvo que se establezcan barreras que impidan la exportación, lo que ocurrió con frecuencia en los decenios precedentes. Los sesgos antiexportadores tuvieron una influencia decisiva. Sin embargo, su remoción puede hacerse reduciendo bruscamente la protección del mercado interno, o gradualmente en forma aislada, o progresivamente acompañado de la remoción del sesgo antiexportador con incentivos a la exportación. Es evidente que había más de una opción y se tendió a escoger la menos apta desde un punto de vista de eficiencia económica.

Es probable que la mantención de niveles altos de protección durante períodos demasiado largos induzca a los productores nacionales protegidos a tomar parte de sus ganancias monopólicas en la forma de menores esfuerzos de reducción de costos. Por lo tanto, la política más apropiada sería la de anunciar de antemano una reducción del arancel durante un determinado período (el cual debe cumplirse estrictamente para evitar la erosión de la credibilidad y para no incentivar el comportamiento oportunista), con el fin de asegurar un mercado suficientemente atractivo como para que los esfuerzos por bajar los costos sean remunerativos y, al mismo tiempo, que los productores nacionales efectivamente hagan esfuerzos por tornarse internacionalmente competitivos.

Pero aquí ya estamos en otro marco teórico bastante alejado de los supuestos simplistas del modelo convencional de las ventajas comparativas. Es justamente hacia estas realidades que las “nuevas teorías” apuntan su mira analítica (Krugman, 1986; Ocampo, 1993). Estas teorías surgieron a fines de los años setenta y comienzos de los años ochenta con el propósito de incorporar al análisis teórico algunos aspectos de la realidad de los cuales hace abstracción el modelo neoclásico de las ventajas comparativas; en particular, la competencia imperfecta y la diferenciación de productos. Desde el punto de vista de los países en desarrollo, los aspectos más relevantes de estas teorías son los relacionados con fenómenos tales como las economías de escala estáticas y dinámicas.

La existencia generalizada de estos fenómenos en las manufacturas y servicios modernos indica que la distribución internacional de la producción está determinada, en parte, por procesos históricos y no por características difícilmente modificables de la realidad económica, como lo son la dotación de factores. Es así como, en sectores donde las economías de escala son importantes (una buena proporción de las manufacturas), aquellos países con mercados nacionales de mayor tamaño tendrán ventajas iniciales de costos sobre sus competidores, y el comercio internacional sólo ahondará la brecha inicial de costos (Krugman, 1987a). En presencia de economías de escala estáticas, la protección del mercado nacional, al permitir aumentos en las escalas de producción y una disminución de los costos medios, puede incluso ser una eficaz política de promoción de exportaciones (véase Krugman, 1984).

Por otra parte, en sectores donde los costos medios dependen del número de veces que se produce un bien (en otras palabras, donde existen economías de escala dinámicas, o de aprendizaje), la protección temporal del mercado nacional puede promover no sólo la competitividad

Cuadro III.1 AMÉRICA LATINA (9 países): RESUMEN DEL PROCESO DE APERTURA COMERCIAL

| País | Inicio del programa | Arancel máximo | | Números de niveles | | Arancel promedio | | Arancel máximo | Números de niveles | Arancel promedio | Variación del tipo de cambio real ^a |
|------------------------|---------------------|----------------|---------------|--------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|--------------------|------------------|--|
| | | Inicial | Fines de 1993 | Inicial | Fines de 1993 | Inicial | Fines de 1993 | | | | |
| Argentina ^b | 1989 | 65 | 30 | 3 | 39 ^c | 15 ^c | 33 | 21 | 14 | -41 | |
| Bolivia | 1985 | 150 | 10 | 2 | 12 ^d | 7 ^d | 10 | 2 | 10 | 98 | |
| Brasil | 1988 | 105 | 35 | 29 | 7 | 51 ^e | 14 ^e | 35 ^e | 29 | 13 | -35 |
| Colombia ^b | 1990 | 100 | 20 | 14 | 4 | 44 ^d | 12 ^d | 20 ^f | 8 | 11 | -20 |
| Costa Rica | 1986 | 150 | 20 | | 4 | 53 ^e | 12 ^e | 20 | 4 | 9 | 5 |
| Chile ^g | 1973 | 220 | 10 | 57 | 1 | 94 ^e | 10 ^e | | | | -36 |
| | 1985 | 35 | 11 | 1 | 1 | 35 ^e | 11 ^e | 11 | 1 | 11 | 28 |
| México | 1985 | 100 | 20 | 10 | 5 | 24 ^c | 13 ^c | 35 ^f | 24 | 14 | -32 |
| Perú ^h | 1990 | 108 | 25 | 56 | 2 | 66 ^e | 18 ^e | 25 | 2 | 16 | -40 |
| Venezuela | 1989 | 135 | 20 | 41 | 4 | 35 ^d | 10 ^d | 20 ^f | 8 | 12 | -8 |

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras nacionales e información suministrada por la Secretaría de ALADI. Las cifras excluyen los aranceles preferenciales.

^a Se utilizó la variación del tipo de cambio de exportaciones entre el promedio del trienio del inicio del programa de liberalización hasta el promedio del trienio de 1994-96 para todos los países, excepto aquellos más perjudicados por el "efecto tequila", para los cuales se usó el promedio 1992-94. ^b Los aranceles incluyen sobretasas. ^c Ponderado por la producción interna. ^d Ponderado por las importaciones. ^e Promedio simple en base a posiciones arancelarias. ^f El primer programa de liberalización comercial en Chile se inició en 1973 y se completó en 1979. El arancel uniforme de 10 por ciento rigió hasta 1982. Por lo tanto, la primera fila se refiere a la información para el período 1973-82. La segunda fila contiene información acerca de la reducción del arancel de importación, en un segundo proceso que comenzó en 1985, el que luego de elevarse a 35 por ciento en 1984 se redujo sucesivamente a 20 por ciento (1985), 15 por ciento (1988) y 11 por ciento (1991). ^g Existen 49 tasas (de 11.800) que exceden ese nivel: 12 a 40 por ciento; 23 a 65 por ciento y 14 a 70 por ciento. ^h Hay 46 tasas (de 7.200) que exceden ese nivel: 45 a 35 por ciento y 1 a 40 por ciento. ⁱ Hay 66 tasas (de 9.700) que exceden ese nivel: 16 entre 40 por ciento y 45 por ciento; 12 entre 45 por ciento y 70 por ciento; 19 entre 70 por ciento y 200 por ciento; y 19 entre 200 por ciento y 260 por ciento. ^j Hay 13 tasas (de 6.600) a 35 por ciento.

Barreras no arancelarias a mediados de 1996:

Argentina: En 1989-91 se eliminó la mayoría de las restricciones no arancelarias. Hacia mediados de 1996, aún se aplicaban requisitos de licencia previa y prohibiciones de importación para un total de 88 productos vulnerables. **Bolivia:** Se han eliminado casi todas las restricciones no arancelarias, exceptuando sólo 12 restricciones relacionadas con productos vulnerables. **Brasil:** En 1990, se eliminó la lista de productos importados prohibidos y los requisitos de licencia previa. Sin embargo, se mantuvieron 101 restricciones de importación, que se concentran en productos vulnerables, autorizaciones previas y exigencias sobre contenido nacional o compras nacionales. **Colombia:** Las restricciones de licencias previas fueron eliminadas casi en su totalidad a fines de 1990. Se mantienen 27 restricciones a productos vulnerables, 10 exigencias sobre compras nacionales y relacionadas con características de la producción. **Costa Rica:** La mayoría de los permisos de importación y otras restricciones han sido eliminadas. **Chile:** Se aplican bandas de precios a 3 productos agrícolas, más un total de 41 restricciones a productos vulnerables. **México:** Ha eliminado las licencias previas y mantiene restricciones sólo a 10 productos vulnerables. **Perú:** Aplica restricciones de importación a 22 productos vulnerables. **Venezuela:** Aplica restricciones de importación a 41 productos vulnerables.

En varios países de la región, la liberalización comercial ha sido acompañada de una liberalización de la cuenta de capitales. En las condiciones imperantes desde comienzos de los años noventa, en que los mercados internacionales de capital han empezado nuevamente a evaluar en forma positiva a los PALs, la liberalización de la cuenta de capitales ha promovido apreciaciones cambiarias importantes (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; CEPAL, 1998c, cap. XI), en circunstancias que la reforma comercial hacía imperativa una depreciación. Algunos países (Chile y Colombia) han sido más exitosos que otros en resistir las tendencias a la apreciación; pero para ello han recurrido a controles cambiarios y a otras medidas heterodoxas de “ingeniería financiera” (véase el capítulo V).

Las siguientes secciones describirán las reformas implementadas en dos países de la región. Se han elegido los casos de Chile y México porque sus reformas se han mantenido durante un período suficientemente largo como para que sus efectos se reflejen en resultados económicos, proporcionando así una base para una evaluación de su impacto sobre el crecimiento y la inversión.

a. Chile

La liberalización comercial chilena es la más antigua en la región y la que se ha aplicado con mayor persistencia. A fines de 1973, antes de la iniciación de las reformas, el comercio exterior chileno estaba altamente intervenido: los aranceles nominales promediaban 94 por ciento y tenían una dispersión que iba del 0 por ciento al 750 por ciento; existía un sinnúmero de restricciones no arancelarias, tales como altos depósitos previos para el 60 por ciento de las importaciones, y la autorización a discreción del Banco Central de la exención a esa restricción; regía, además, un complicado sistema de cambios múltiples, el cual contemplaba ocho tipos de cambio oficiales y un diferencial entre el máximo y el mínimo de 1.000 por ciento (Ffrench-Davis, Leiva y Madrid, 1992; Meller, 1994).³

i) La reforma radical de los años setenta.

Como parte de un amplio programa de entregar a las fuerzas del mercado la gran mayoría de las decisiones económicas, en 1973 se inició una reforma de la política comercial que comprendió la eliminación de todas las restricciones no arancelarias, un abrupto proceso de reducción de los aranceles, y la unificación del tipo de cambio. Aunque no fue una meta inicial del programa, en junio de 1979 se llegó a un arancel parejo y bajo de 10 por ciento.

Durante los dos primeros años del programa de liberalización comercial, las devaluaciones reales del tipo de cambio (el cual estaba oficialmente controlado) contrarrestaron la disminu-

³ Esta era la situación en 1973. Sin embargo, en la segunda mitad de los años sesenta se había llevado a cabo una reforma que incluyó la racionalización gradual del régimen de importaciones y el mejoramiento de los mecanismos de promoción de exportaciones (Ffrench-Davis, 1986).

ción de la protección nominal promedio (cuadro III.2). Esto dio un fuerte impulso a las exportaciones no cobre y otorgó cierta protección a las actividades sustituidoras de importaciones más eficientes. Pero, a partir de 1976, el tipo de cambio real empezó a atrasarse. La principal razón para este atraso fue que la política cambiaria gradualmente pasó desde el apoyo a la apertura de la economía al control de la inflación. Ello culminó en 1979, cuando se fijó el tipo de cambio nominal, con la expectativa de anclar rápidamente la inflación interna al promedio internacional.

La apreciación cambiaria fue posible por la combinación de la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos y la alta liquidez de los mercados internacionales de capital. Es así como, a partir de 1977, las limitaciones cuantitativas que tenían los bancos nacionales para endeudarse en el exterior con el propósito de financiar préstamos en moneda nacional fueron gradualmente relajadas (y, de hecho, eliminadas a mediados de 1979). Los plazos mínimos de endeudamiento también fueron aflojados, hasta que se eliminaron en 1982. La gran afluencia de capitales extranjeros hacia Chile, donde las tasas de interés en moneda nacional eran considerablemente más altas que en los mercados internacionales, sustentó la apreciación real del peso (Ffrench-Davis, Leiva y Madrid, 1992).

Es interesante anotar que en 1979, al completarse la liberalización comercial y establecerse un arancel uniforme de 10 por ciento, el tipo de cambio real estaba casi al mismo nivel que el alcanzado a comienzos del proceso de liberalización en 1974. Aunque el arancel medio nominal inicial (94 por ciento) contenía mucha "agua" y el exceso de los precios nacionales sobre los internacionales era indudablemente menor, lo cierto es que hubo una disminución abrupta de los aranceles efectivos. La teoría elemental de la política comercial hubiera indicado la necesidad de realizar una devaluación compensatoria; pero, aunque los encargados de las políticas inicialmente estuvieron de acuerdo y postularon lo mismo, al final se hizo lo contrario. En los tres años que siguieron al término del programa de liberalización de importaciones, la apreciación cambiaria se aceleró, con un fuerte impacto depresivo sobre las actividades productoras de transables (Ffrench-Davis, 1986). Las importaciones se expandieron a un ritmo notablemente mayor que las exportaciones y desplazaron la producción interna, la cual, de haber contado con precios macroeconómicos más normales, podría haberse mantenido competitiva.

ii) *Rectificación de la reforma en los años ochenta.*

Para enfrentar la crisis interna y de balanza de pagos que sobrevino en Chile en 1982 como consecuencia de la combinación de errores en el manejo económico y del triple *shock* externo (el aumento de las tasas de interés, la caída de los precios del cobre y luego la suspensión del crédito externo), y que hizo descender la demanda agregada 29 por ciento y el PIB en más de 16 por ciento entre 1981 y 1983, se procedió a varias devaluaciones discretas a partir de mediados de 1982 y, luego, a la reinstauración de un tipo de cambio reptante. Entre 1981 y 1988, el tipo de cambio real se depreció en un 119 por ciento. Al mismo tiempo, el arancel uniforme fue elevado en etapas sucesivas hasta 35 por ciento en septiembre de 1984 (con promedios anuales de 24 por ciento y 26 por ciento en 1984 y 1985, respectivamente). A medida que la aguda escasez de divisas fue menguando, hubo sucesivas rebajas del arancel que comenzaron en marzo de 1985 hasta situarlo en 11 por ciento a mediados de 1991.

Después de la crisis, la política comercial se flexibilizó en varios sentidos. El gobierno empezó a hacer uso activo de medidas *antidumping* para proteger a la economía de prácticas comerciales desleales. Para esto se recurrió a elevar el total del arancel (el uniforme más sobretasas compensatorias) hasta un máximo de 35 por ciento (nivel consolidado por Chile en el GATT en 1979) para aquellas importaciones en las que se podía comprobar *dumping*. Además, se adoptó un sistema de bandas de precios análogos a los internacionales de mediano plazo para tres productos agrícolas principales (trigo, azúcar y oleaginosas), lo que tuvo efectos significativos en favor de la agricultura. Evidentemente, también constituyó una desviación del arancel parejo. En lo que se refiere a las exportaciones, los sistemas de *drawback* fueron perfeccionados y se adoptó un sistema de reintegros simplificados para exportaciones menores, las cuales tienen derecho a un reembolso de hasta un 10 por ciento de su valor cuando las exportaciones para toda la partida arancelaria no sobrepasen un cierto máximo anual.

iii) *Contraste entre ambas reformas.*

En resumen, hubo en Chile dos reformas comerciales diferentes: una radical en el período 1974-79 y la otra moderada —con una mezcla de liberalización e intervención— en el período 1983-91. Si bien es cierto las características básicas de la política comercial, en cuanto a la derogación de barreras no arancelarias y la adopción de un arancel parejo, no se habían modificado desde 1979, el nivel del arancel había vuelto a ser relativamente elevado en 1984, además de estar acompañado por medidas *antidumping* y por las bandas de precios mencionadas anteriormente. De hecho, el arancel promedió 20 por ciento en 1984-89, duplicando el promedio registrado en 1979-82. Pero la diferencia fundamental residió en que durante la primera liberalización el tipo de cambio se apreció progresivamente en la segunda mitad de los años setenta y a comienzos de los ochenta. Por el contrario, en el decenio de los ochenta, la reducción del arancel desde un máximo de 35 por ciento en septiembre de 1984 al 11 por ciento en junio de 1991 (su nivel actual), fue acompañada de una fuerte devaluación real (asociada a la crisis de la deuda), que dio señales positivas a los exportadores y que, a la vez, más que compensó el impulso negativo de la reducción de aranceles a la producción de bienes competitivos con importaciones. Esto fue determinante en que durante el segundo programa haya habido un crecimiento más sostenido de la producción de exportables. Pero, a diferencia de la primera experiencia, también se registró una significativa recuperación de la producción de sustitutos de importación, principalmente entre 1984 y fines de los ochenta.

En los años noventa, Chile ha debido enfrentar una nueva afluencia de capitales externos. Mientras que en la primera liberalización comercial se permitió una prolongada apreciación cambiaria asociada a una política crecientemente liberal hacia los flujos de capitales privados, desde 1991 se ha intentado contener la apreciación y así proteger la competitividad de la producción de transables. Para ello, la política se ha desviado de la apertura irrestricta al ingreso de capitales, dificultando el arbitraje internacional. En lo cambiario, el Banco Central ahora utiliza un tipo de cambio reptante donde la paridad de referencia no es ya el dólar sino una canasta de monedas. El promedio de esta canasta fluctúa dentro de una banda y está sujeta a una intervención intramarginal (flotación sucia). En lo que se refiere a los flujos de capital, los créditos externos, los depósitos y las inversiones de cartera están sujetos a un encaje (que ha variado entre 10 por ciento y 30 por ciento y debe mantenerse por todo un año) y a un impuesto, que desestimulan especialmente los fondos volátiles de corto plazo. Estas políticas han

moderado significativamente una tendencia a la apreciación cambiaria real que comenzó a manifestarse a comienzos de 1988 y se acentuó en el período entre enero de 1991 y fines de 1992, y nuevamente en 1994 (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995; Agosin y Ffrench-Davis, 1998).

Cuadro III.2 CHILE: ARANCEL PROMEDIO Y TIPO DE CAMBIO REAL, 1973-97
(Promedios anuales)

| Año | Arancel promedio* (porcentajes) | Tipo de cambio real ^b (1980=100) |
|---------|------------------------------------|--|
| 1973 | 94,0 ^c | 110,0 ^c |
| 1974-79 | 35,3 | 122,6 |
| 1980-82 | 10,1 | 94,6 |
| 1983-85 | 22,7 | 130,9 |
| 1986-89 | 16,8 | 182,2 |
| 1990-97 | 11,6 | 163,2 |

Fuente: Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1992) y Banco Central de Chile.

* Promedio simple, excluyendo franquicias y tratamientos preferenciales negociados con PALs. ^b Promedio anual. El tipo de cambio nominal fue deflactado por el IPC chileno (debidamente corregido en 1973-78) e inflado por un índice de precios externo. Este índice se construyó en base al índice de precios al por mayor, ponderado por la participación de Alemania, Argentina, Brasil, Canadá, Corea del Sur, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Perú y Reino Unido en el comercio chileno, desde 1986 en adelante; se obtuvo del Banco Central de Chile. Para los años hasta 1985, la información se obtuvo de Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1992), e incluye solamente Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido. ^c Diciembre de 1973.

Al extraer algunas conclusiones de la experiencia chilena, es indudable que la segunda reforma arroja resultados más positivos que la primera (Ffrench-Davis, Leiva y Madrid (1992). La primera se inició con una profunda depresión (1974-75) y terminó con otra (1982). Ambas crisis están asociadas a *shocks* externos graves, cuyos efectos internos fueron acentuados como consecuencia del dogmatismo con que se implementó la liberalización del sector externo, y de la confusión que imperó en cuanto a los objetivos y a los instrumentos de política que era necesario utilizar para lograrlos.

En la primera liberalización comercial, las fuertes rebajas arancelarias y el desmantelamiento de los controles cuantitativos habrían tenido un impacto mayor sobre el dinamismo exportador que el que tuvo la rebaja arancelaria muy modesta durante la segunda liberalización: en el primer caso, partió de una situación en la que la gran mayoría de los precios internos de los bienes importables corrientes (de consumo e intermedios) estaban desvinculados de los precios internacionales;⁴ por lo tanto, el “espacio” existente para reducir costos mediante la sustitución de insumos nacionales por importados y las posibilidades de inducir cambios en las rentabilidades relativas eran enormes. Pero debe considerarse que, dado el marco recesivo en que se efectuó la reforma, lo abrupto de ella y el desempeño del tipo de cambio y tasas de interés, el enérgico logro exportador estuvo asociado a un costo altísimo y el dinamismo del sector exportador no se transmitió al resto de la economía; el PIB *per cápita* (medido entre los máximos de 1973 y 1981) se expandió a menos del 1 por ciento por año, la inversión fija estuvo muy por debajo de sus niveles históricos y la economía exhibió una abrupta desindustrialización (véase el capítulo VII).

⁴ En general, las importaciones de bienes de capital gozaban de amplias franquicias arancelarias.

Desde 1984, la economía ha experimentado primero una recuperación y luego un crecimiento sostenido, basado en la expansión de la oferta exportable en sectores no tradicionales. El comportamiento dinámico de las exportaciones no tradicionales no se ha debido principalmente a la reducción de los aranceles, ya que la baja fue muy moderada y los exportadores cuentan con mecanismos de reintegro de derechos de aduana.

En el segundo período, la depreciación cambiaria ha sido el factor explicativo más importante del éxito exportador chileno, en vista de que el tipo de cambio real más que se duplicó entre 1981 y 1988 (CEPAL, 1998c, cap. IV). Por otra parte, la participación de la inversión extranjera directa (IED) en dichas exportaciones ha sido fundamental en la minería. Dos aspectos que deben matizar la evaluación de las dos reformas comerciales chilenas se refieren a sus impactos sobre la formación de capital y sobre el dinamismo del sector industrial. Si bien la formación bruta de capital fijo y la productividad del capital han aumentado desde la superación de la crisis de comienzos de los años ochenta, el coeficiente de inversión fija sólo hacia fines de esa década vino a sobrepasar el 20 por ciento del PIB, nivel alcanzado en los años sesenta (todo expresado en pesos de 1977). La incapacidad para superar dicho coeficiente de inversión impidió alcanzar una tasa significativa de crecimiento en el período 1974-89; es así como la tasa anual de crecimiento para ese período promedió menos de 3 por ciento anual.

Durante la primera liberalización comercial, hubo una importante desindustrialización de la economía, la que se manifestó en una disminución de cinco puntos porcentuales en la participación de las manufacturas en el PIB. Muchas empresas manufactureras potencialmente fuertes quebraron a raíz de la constelación particular de políticas comerciales, cambiarias y de interés utilizadas durante ese período.

A pesar del mejor desempeño del comercio y de las manufacturas en la segunda liberalización, el proceso de desindustrialización de la primera reforma no se revirtió. Las exportaciones continuaron concentradas en productos intensivos en recursos naturales. Sin embargo, los productos con mayor valor agregado han ido captando un espacio creciente desde su baja posición anterior, la inversión ha seguido elevándose, y la creación de nueva capacidad productiva (aunque recién desde 1992) ha empezado a expandirse a una tasa sostenible superior a la registrada en los años sesenta.

b. México

México puso en práctica a mediados de 1985 una drástica liberalización de las importaciones y un gradual dismantelamiento de los instrumentos tradicionales de política industrial. Es importante observar que, en contraste con la experiencia chilena de los setenta, la liberalización mexicana fue precedida y seguida de fuertes depreciaciones cambiarias reales (1982-83 y 1986-87) que le dieron al sector industrial un importante colchón cambiario para realizar el ajuste (Ten Kate, 1998). Las fuertes devaluaciones fueron necesarias para enfrentar las crisis de balanza de pagos y fiscal que se produjeron a consecuencia de la suspensión del crédito externo (en 1982) y de la caída experimentada por el precio del petróleo (en 1986-87).⁵

⁵ En México, al igual que en Chile y Venezuela, las devaluaciones contribuyen al equilibrio fiscal, ya que los ingresos provenientes de la principal exportación constituyen una fuente importante de recaudaciones impositivas, y transforman al sector público en un ofertante neto de divisas.

Antes del comienzo de su programa de liberalización comercial, México había usado una gran variedad de controles de importaciones, había estimulado la producción industrial y orientado el sector manufacturero hacia los mercados externos. Además de una estructura arancelaria con alta dispersión y con una tarifa tope de 100 por ciento, los productores mexicanos estaban protegidos por un sistema de licencias que cubrían un 92 por ciento de todas las importaciones y por la utilización de precios oficiales de aforo que, en un quinto de los casos, eran más altos que los precios de compra de las importaciones. Los exportadores de bienes no tradicionales se beneficiaban de importantes franquicias tributarias, las cuales compensaban el sesgo antiexportador de la política comercial. Por último, México había utilizado exitosamente durante mucho tiempo programas de promoción industrial orientados a la sustitución de importaciones en “sectores estratégicos” (en algunos casos en forma conjunta con la promoción de exportaciones). Estos programas, que otorgaban a las empresas protección en el mercado interno e incentivos fiscales a cambio del logro de grados de integración local crecientes y/o de metas de exportación, se habían convertido en el principal instrumento de política industrial durante la “etapa difícil” de la sustitución de importaciones (Ros, 1993). El crecimiento global del PIB en México había sido elevado, alcanzando a 6,6 por ciento anual en 1950-80, descendiendo a sólo 1,9 por ciento en 1981-85.

i) *La reforma iniciada en 1985.*

El programa de liberalización comercial comenzó en julio de 1985 con la eliminación de los controles cuantitativos para un gran número de posiciones arancelarias. La liberalización afectó principalmente a los bienes intermedios y de capital, así como a algunos bienes de consumo. Los aranceles fueron inicialmente elevados para compensar la eliminación de controles directos. En julio de 1986, México se adhirió al GATT y, como “precio de entrada”, se comprometió a continuar la sustitución de los controles directos por aranceles, seguida de reducciones arancelarias. Al mismo tiempo, se estableció un sistema *antidumping* que no tuvo un papel importante hasta mediados de los años noventa. A fines de 1987, conjuntamente con la introducción del llamado Pacto de Solidaridad Económica, se profundizó la reforma comercial: se eliminó una buena parte de los permisos previos a las importaciones de bienes de consumo; se suprimieron los precios oficiales restantes, y se simplificó el arancel a sólo cinco tasas en un rango de 0 por ciento a 20 por ciento, con un promedio ponderado por la producción de 13 por ciento (y un promedio ponderado por las importaciones de 6 por ciento).

La reforma comercial de México se hizo extensiva a las exportaciones y se eliminaron muchos de los permisos de exportación. Las restricciones cuantitativas a las exportaciones que aún siguen vigentes están determinadas por la existencia de controles de precios (algunos bienes agrícolas) y por acuerdos bilaterales o internacionales (el café, el azúcar, el acero y los textiles, que en conjunto todavía representaban un cuarto de las exportaciones no petroleras, incluyendo el valor agregado de la industria de la maquila). Los instrumentos tradicionales de subsidio a las exportaciones han sido eliminados, en parte como consecuencia de acuerdos bilaterales con Estados Unidos. Los principales incentivos a las exportaciones que se utilizaron en 1994 eran programas que eximían de derechos a las importaciones “temporales” y de permisos de importación a los insumos de empresas exportadoras.

También hubo una reducción significativa en el uso de políticas de promoción industrial, a pesar de que continuaron ejerciendo importantes efectos sobre las exportaciones. Los programas que restan, los cuales siguen incluyendo restricciones cuantitativas a las importaciones, se han concentrado en las industrias automotriz, de microcomputadoras y farmacéutica. Sin embargo, con la entrada de México al NAFTA, estos programas tendrían que desaparecer en forma gradual.

El profundo colchón cambiario creado por las devaluaciones reales de 1986 y 1987, permitió al gobierno lanzar, en 1987, el llamado Pacto de Solidaridad Económica, el cual incluía el congelamiento del tipo de cambio y la moderación salarial. En efecto, el tipo de cambio comenzó a ser utilizado como herramienta antiinflacionaria. Durante 1988, el tipo de cambio nominal fue congelado. Desde 1987, el tipo de cambio real efectivo se apreció en forma sostenida, hasta 1995, cuando sobrevino una importante depreciación asociada a la crisis del peso de diciembre de 1994. Más recientemente, en 1996-97, retornó la tendencia a la apreciación, pero con menos fuerza que en el período 1991-94 (cuadro III.3).

Cuadro III.3 MÉXICO: INDICADORES DE LA POLÍTICA COMERCIAL Y
TIPO DE CAMBIO REAL, 1981-96
(Porcentajes)

| Año | Producción interna protegida por permisos de importación ^a b | Producción interna protegida por precios oficiales ^a b | Arancel promedio ^a c | Número de niveles arancelarios | Arancel máximo | Tipo de cambio real ^a (1985=100) |
|------|---|---|---------------------------------|--------------------------------|----------------|---|
| 1981 | 64,0 | 13,4 | 22,8 | n.a. | n.a. | 72 |
| 1983 | 100,0 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 115 |
| 1984 | 92,2 | 18,7 | 23,5 | 10 | n.a. | 100 |
| 1985 | 47,1 | 25,4 | 28,5 | 10 | 100 | 100 |
| 1986 | 39,8 | 18,7 | 24,5 | 11 | 50 | 139 |
| 1987 | 25,4 | 0,6 | 11,8 | 11 | 40 | 145 |
| 1988 | 21,3 | 0,0 | 10,2 | 5 | 20 | 118 |
| 1989 | 19,8 | 0,0 | 12,5 | 5 | 20 | 110 |
| 1990 | 17,9 | 0,0 | 12,4 | 5 | 20 | 108 |
| 1991 | 17,0 | 0,0 | 12,5 | 5 | 20 | 98 |
| 1992 | 16,5 | 0,0 | 12,5 | 5 | 20 | 91 |
| 1993 | 16,5 | 0,0 | 12,5 | 5 | 20 | 85 |
| 1994 | n.a. | 0,0 | 12,5 | 5 | 20 | 87 |
| 1995 | n.a. | 0,0 | 12,5 | 5 | 20 | 129 |
| 1996 | n.a. | 0,0 | 14,0 | 24 | 35 | 112 |

Fuente: CEPAL (1998a); Ros (1993); y Ten Kate (1998).

^a Las cifras para 1985 hasta 1990 se refieren a diciembre de cada año; las cifras para 1981 corresponden a abril de 1980 y las de 1984 corresponden a junio de 1985. ^b Ponderado por la producción total. ^c Tipo de cambio aplicado a las exportaciones.

Cuadro III.4 MÉXICO: INDICADORES SELECCIONADOS DE CRECIMIENTO, 1970-96

| Año | Tasa de crecimiento del PIB | Inversión fija/PIB | Manufacturas/PIB | Exportaciones no petroleras | | |
|----------------------|-----------------------------|-------------------------------|------------------|------------------------------|----------------------|--|
| | | | | Miles de millones de dólares | | Porcentaje en exportaciones totales ^a |
| | | | | Bienes | Servicios de maquila | |
| | | (porcentajes en US\$ de 1980) | | | | |
| 1970-79 ^b | 6,5 | 21,8 | 22,8 | - | - | 85,9 |
| 1980 | 8,3 | 24,8 | 22,1 | 6,0 | 0,8 | 40,0 |
| 1985 | 2,6 | 17,9 | 21,4 | 6,9 | 1,3 | 35,6 |
| 1986 | -3,8 | 16,4 | 21,0 | 9,7 | 1,3 | 63,6 |
| 1987 | 1,9 | 16,1 | 21,3 | 12,0 | 1,6 | 61,8 |
| 1988 | 1,2 | 16,8 | 21,7 | 14,1 | 2,3 | 71,3 |
| 1989 | 3,3 | 17,3 | 22,5 | 15,0 | 3,1 | 69,9 |
| 1990 | 4,4 | 18,7 | 22,8 | 16,9 | 3,6 | 67,4 |
| 1991 | 3,6 | 19,6 | 22,9 | 18,7 | 4,1 | 73,6 |
| 1992 | 2,8 | 21,1 | 22,8 | 19,2 | 4,7 | 74,2 |
| 1993 | 0,6 | 20,7 | 22,5 | 22,6 | 5,4 | 78,1 |
| 1994 | 3,5 | 21,7 | 22,5 | 27,2 | 5,8 | 81,7 |
| 1995 ^c | -6,2 | 16,4 | 22,8 | 40,0 | 4,9 | 84,2 |
| 1996 ^c | 5,1 | 18,4 | 24,0 | 47,4 | 6,4 | 82,2 |

Fuente: CEPAL (1998a), Ros (1993) y Banco de México, *Informe anual*, varios números.

^a Exportaciones de bienes no petroleros más servicios de maquila en dólares corrientes, como porcentaje del total de exportaciones de bienes más servicios de maquila. ^b Promedio simple para el período 1970-79 en dólares constantes de 1980. ^c Para 1995 y 1996, la cifras de producción e inversión fueron calculadas sobre la base de los cambios porcentuales en pesos de 1993.

la apertura, ya sea porque sus importaciones de insumos ya estaban liberadas de aranceles (las maquiladoras) o porque las importaciones competitivas con sus productos o sus insumos importados continuaron siendo restringidos por programas de desarrollo industrial (los automóviles y las computadoras personales). En el caso del sector automotor, fue decisivo un decreto de 1983 que permitió un *trade off* entre diversificación de las variedades de productos para el mercado interno y requisitos de exportación, redujo las exigencias de contenido nacional y mantuvo la protección a la producción para el mercado nacional (Casar, 1993).

Una hipótesis que cuadra mejor con la evolución de la economía mexicana en los años ochenta y comienzos de los noventa, es que el auge de las exportaciones no petroleras estuvo relacionado con las fuertes depreciaciones cambiarias reales de 1982-83 y 1986-87 y con la depresión de los mercados internos, lo que obligó a los productores a salir a buscar mercados afuera, especialmente en Estados Unidos. La liberalización de las importaciones puede haber jugado un papel secundario. La mayoría de las nuevas exportaciones mexicanas de manufacturas no maquila provenían de industrias establecidas durante el período de sustitución de importaciones, con una inversión nueva relativamente modesta. En contradicción a las expectativas del modelo convencional, se dio una reasignación masiva de recursos hacia sectores en los que podría suponerse que México tiene ventajas comparativas (los intensivos en mano de obra y orientados preferentemente a los mercados externos). Por lo tanto, el éxito de México en expandir sus exportaciones le debe mucho, inicialmente, al proceso previo de sustitución de importaciones y a los programas de desarrollo en sectores estratégicos (Ros, 1993). Esto fue reforzado por la depreciación cambiaria a mediados de los años ochenta, pero este efecto se fue deteriorando gradualmente debido a la apreciación en los noventa. Sin embargo, con la entrada

al NAFTA (primero aguardada y luego hecha realidad) y otros acuerdos comerciales y, luego, con el paso del tiempo, se fueron desarrollando nuevas actividades de exportación. En este proceso las empresas transnacionales jugaron un importante papel al implementar, desde comienzos de los años ochenta, estrategias exportadoras en sectores industriales tales como el automotor, petroquímicos y de electrónica, en algunos casos en empresas conjuntas con los productores nacionales. Se debe recalcar, sin embargo, que las importaciones se expandieron en un grado notablemente mayor, con un déficit creciente en cuenta corriente (cuadro VIII.5), que terminó explotando en la crisis de 1995.

2. LECCIONES DE LAS ECONOMÍAS DINÁMICAS DE ASIA

A pesar de su gran diversidad, los países exportadores de manufacturas de Asia tienen algunas características comunes en lo que respecta a sus estrategias y políticas de desarrollo (y a los resultados obtenidos). Esto hace de particular interés la comparación de estos países con América Latina. La discusión en esta sección se basa en la experiencia de Corea del Sur y Taiwán, economías que se han industrializado hacia afuera durante varios decenios. Desde fines de los años setenta, otras economías de Asia (Indonesia, Malasia, y Tailandia) han operado políticas más o menos similares, también con resultados favorables con respecto al crecimiento basado en las exportaciones de manufacturas. Todos ellos comenzaron su proceso de industrialización con un modelo de sustitución de importaciones. Sin excepción, las nuevas políticas con que se buscó orientar a la economía hacia afuera fueron superimpuestas al régimen de sustitución de importaciones imperante. Estas economías transitaban hacia un modelo de industrialización hacia afuera y basándose, en buena medida, en el desarrollo ya alcanzado de destrezas y capacidades industriales.

En general, la estrategia seguida por estas economías fue la de otorgar incentivos relativamente parejos a las exportaciones y a la producción para el mercado interno, dentro de una misma industria, pero incentivos bastantes distintos (y cambiantes en el tiempo) para industrias o sectores diferentes. En términos formales, el tipo de cambio efectivo (TCE), que incorpora el efecto de todos los incentivos (aranceles, subsidios, etc.) para las exportaciones era más o menos igual al TCE para los sustituidores de importaciones en una industria i , pero difería bastante entre una industria i y otra j :

$$TCE(X_i) \approx TCE(M_i); TCE_i \neq TCE_j$$

Aunque la protección en Corea y Taiwán disminuyó bastante en el decenio pasado y ahora se acerca a las prevalecientes en los países desarrollados, estas economías comenzaron su proceso de industrialización hacia afuera con niveles de protección altos, los que no fueron desmantelados en aras de reorientar la economía hacia la exportación.⁷ Lo que sí salta a



⁷ Por ejemplo, en 1976, más de un decenio después del despegue de su proceso de industrialización, Corea del Sur tenía aranceles con un rango de 0-150 por ciento, y cerca de mil ítemes, aproximadamente 40 por ciento del universo, con tasas comprendidas entre 30 por ciento y 60 por ciento. Además, utilizaba profusamente medidas no arancelarias así como exenciones (Balassa, 1981a, cap. 16; Bhagwati, 1978; French-Davis, 1986).

la vista en el caso de los países dinámicos de Asia es la capacidad del Estado de dar y quitar incentivos. En otras palabras, llama la atención la habilidad con que el Estado pudo aplicar políticas temporales de promoción. Además, todos los incentivos fueron habitualmente otorgados a cambio del cumplimiento de metas específicas, por lo general en el campo de las exportaciones.

Una característica muy importante de estas experiencias es el éxito con que las autoridades pudieron impedir que se generara una apreciación importante del tipo de cambio real o que éste sufriera grandes fluctuaciones como las que han solido registrarse en los PALs.⁸ La presencia de aranceles y su sesgo antiexportador y de otras barreras comerciales de cierta importancia fue en muchos casos compensada con subsidios de diverso tipo a las exportaciones, como lo demuestra el equilibrio en la cuenta corriente. Para poder controlar el tipo de cambio en forma eficaz, la mayoría de estas economías ha ejercido un control efectivo sobre los flujos de capitales extranjeros y ha logrado un grado aceptable de estabilidad macroeconómica.

La experiencia de los países asiáticos sugiere que la liberalización comercial indiscriminada no es un ingrediente necesario para la industrialización basada en las exportaciones. En efecto, se observa que los países estudiados pudieron, en general, mantener políticas relativamente proteccionistas y crecer hacia afuera al mismo tiempo. Dos hechos son fundamentales para explicar lo que aparece como un contrasentido desde el punto de vista de las recomendaciones convencionales de política comercial. Primero, en todos los casos exitosos las autoridades han usado activamente diversos subsidios a la exportación, que han servido para contrarrestar el sesgo antiexportador implícito en la protección de importables. Las economías asiáticas examinadas, sin excepción, cuentan con mecanismos de reintegro de aranceles e impuestos indirectos para los exportadores. Segundo, los incentivos han sido otorgados a cambio de metas de desempeño específicas y por períodos limitados.

A pesar de que existen características comunes a todas las economías dinámicas de Asia, hay diferencias importantes entre ellos que es interesante consignar. Quizás la característica más notable de la experiencia coreana ha sido el trato distinto otorgado a industrias maduras y a industrias nacientes (Westphal, 1992). Para las primeras, la política comercial procuró conceder un trato neutral. Vale decir, se instauraron mecanismos de reintegro de derechos de aduana e impuestos indirectos para los exportadores directos e indirectos (siendo estos últimos productores que venden insumos a los exportadores). En el decenio de los sesenta, estas empresas también gozaron de incentivos adicionales, tales como acceso al crédito a tasas preferenciales, acceso privilegiado a licencias de importación y ciertas reducciones en los impuestos directos.⁹

⁸ Hasta mediados de los años noventa. En el capítulo VIII.C. aparecen algunas explicaciones sobre la "latinoamericanización" de varios países asiáticos (incluyendo a Corea del Sur, pero excluyendo a Taiwán).

⁹ Los incentivos adicionales a los reintegros tendieron a desaparecer comenzando en la década de los setenta. Pero también fueron disminuyendo los niveles de protección del mercado interno de que gozaban estos sectores.

Para las industrias nacientes promovidas por el Estado, la concesión de incentivos fue mucho más agresiva. El método fundamental fue la creación de monopolios temporales para ciertas empresas en los ramos industriales promovidos por el gobierno, a cambio del cumplimiento de metas de exportación específicas. Esto implicaba que, en la práctica, la promoción de sustitución de importaciones se transformaba también en un mecanismo para promover exportaciones. A poco andar, las empresas promovidas se volvieron exportadoras, subsidiando sus ventas al exterior con los fuertes beneficios obtenidos en el mercado nacional. Quizás lo determinante de este resultado fue que el sistema de incentivos utilizado impulsó a las empresas beneficiadas a lograr la competitividad internacional aceleradamente. Este énfasis les permitió beneficiarse rápidamente de economías de escala y de aprendizaje (*“learning by doing”*).

Otro elemento importante fue el acceso preferente que tuvieron las empresas en los sectores beneficiados al crédito de corto y largo plazo a tasas preferenciales. Esto es lo que el Banco Mundial (1993) ha llamado con aprobación “represión financiera leve” y que se ha justificado en la literatura reciente por la existencia de fallas de mercado debidas a la existencia de información asimétrica, las que son particularmente agudas en los mercados de capital (véase Stiglitz, 1994). De hecho, al favorecer a ciertos sectores el gobierno estaba favoreciendo a conglomerados específicos, cuya creación fue impulsada por él mismo. El estímulo al surgimiento de agentes productivos en sectores promovidos por el Estado, conjuntamente con el acceso fluido al crédito a tasas de interés subsidiadas para las actividades favorecidas, fueron las formas como el Estado intentó, exitosamente, superar las insuficiencias de los mercados de capital (Amsden, 1993). La política industrial fue secuencial: en los años sesenta se privilegió la inversión en cemento, fertilizantes y refinerías de petróleo; a fines de los años sesenta y comienzos de los setenta, el énfasis se puso en acero y productos petroquímicos; en los años setenta, en astilleros, bienes de capital y bienes de consumo durable (incluyendo automóviles); y en los ochenta, en electrónica, telecomunicaciones e informática.

En Taiwán, las políticas industriales y comerciales fueron similares en ciertos sentidos; en especial, en el carácter secuencial del apoyo estatal a empresas y sectores específicos: a los textiles, vidrio, plásticos, cemento y productos electrónicos de consumo en los años cincuenta; a los textiles sintéticos y al acero en los sesenta; a los automóviles en los años setenta; y a la informática desde fines de los setenta (Wade, 1990a y 1990b, cap. 4). Se esperaba que todas estas industrias llegaran a ser competitivas internacionalmente en un plazo prudente, objetivo que, en la gran mayoría de los casos, se cumplió.

Algunos de los mecanismos de promoción fueron similares a los utilizados por Corea: la protección del mercado local, los créditos de largo plazo subsidiados y las exoneraciones impositivas. Pero un aspecto algo distinto de la experiencia taiwanesa fue el uso activo de la empresa e inversión estatal y la promoción de la inversión extranjera (generalmente en asociación con el capital nacional) en sectores favorecidos. En general, el desarrollo de Taiwán fue intensivo en empresas pequeñas y medianas, mientras que el de Corea fue intensivo en grupos económicos (*“chaebols”*).

Con el correr del tiempo, tanto en Corea como en Taiwán el liderazgo del Estado en la estrategia industrial ha ido disminuyendo y adquiriendo formas menos intervencionistas. Se espera que las reformas comerciales en curso lleven a estas economías a parecerse bastante a las de los países industrializados en lo que se refiere a los niveles y dispersión de los aranceles. A medida que el Estado renuncia a su papel de liderazgo en la industria, la protección en estas economías va adquiriendo la función que se le atribuye en los países industrializados: defender a los sectores más rezagados de la economía (especialmente, la agricultura).

El examen de las liberalizaciones latinoamericanas y de las experiencias asiáticas de más largo alcance arroja conclusiones importantes para el manejo de la política económica en América Latina. Ellas pueden ayudar a orientar las reformas en marcha, de manera que contribuyan más eficientemente a acelerar el crecimiento y a apoyar la transformación productiva. Es esencial evaluar lo que queda por hacer y lo que es necesario afinar para aumentar la probabilidad de que los países de la región alcancen los objetivos que se perseguían con la liberalización comercial.

a. El marco analítico para estrategias de inserción internacional

Las reformas comerciales se insertan en procesos amplios de cambio, que otorgan a la competitividad internacional y a las exportaciones un papel protagónico. El instrumento central de la reforma ha sido la liberalización indiscriminada y rápida de las importaciones. Con ésta se busca exponer a los productores de importables, frecuentemente beneficiados con fuerte protección, a la competencia externa. Se espera que esta medida los lleve a mejorar la productividad, incorporando nuevas tecnologías y aumentando la especialización. Los productos que no se adapten a la competencia externa serán desplazados del mercado y los recursos que éstos liberen serían absorbidos con rapidez por otras actividades, principalmente en la producción de rubros exportables.

Las exportaciones son incentivadas, en forma indirecta, vía el abaratamiento y ampliación del espectro de insumos importables a los que pueden acceder, y por la eventual depreciación de la tasa de cambio que supuestamente la liberalización de las importaciones tendería a traer aparejada en el mercado cambiario. La respuesta de los sustituidores de importaciones depende de la magnitud del cambio que experimenten los precios relativos, de su celeridad y de la capacidad de ajuste de los productores afectados. Es más efectivo que a los productores se les otorgue tiempo para poder efectuar la reestructuración, pero sólo el estrictamente necesario, para así presionar efectivamente el cambio. Por ejemplo, si un arancel es redundante, toda el agua o redundancia en la protección puede removerse abruptamente; sin embargo, la reducción de la protección efectiva requiere ser graduada a la velocidad con que los productores pueden introducir innovaciones, aumentar su nivel de especialización y reasignar sus recursos. La velocidad de ajuste dependerá de la credibilidad que inspire el cronograma de cambio y del acceso que tengan los productores al conjunto de recursos requeridos para efectuar la reestructuración. Ello determina si la exposición a la competencia resulta creativa o destructiva.

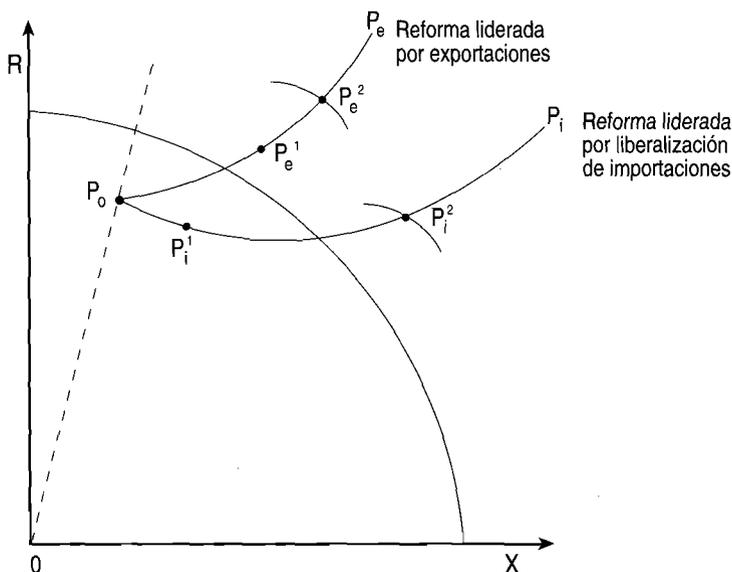
La respuesta de las exportaciones dependerá de su intensidad en el uso de importables y del tratamiento comercial a que éstos estaban afectos antes de la reforma. Con frecuencia, los insumos y bienes de capital importados por exportadores han gozado de exenciones arancelarias. Pero en muchos casos las exportaciones han sido desalentadas por restricciones comerciales arbitrarias.

Un factor determinante de la respuesta de la producción tanto de exportables como importables es el tipo de cambio real. Una reforma exitosa requiere que el efecto neto del cambio en los incentivos involucre impulsos positivos para la producción de transables. La capacidad de reestructuración depende también del dinamismo global de la inversión e innovación tecnológica, de la disponibilidad de mano de obra capacitada, de las características del mercado interno de capitales, de la infraestructura y del acceso a mercados externos.

La combinación de los cambios en precios relativos, su credibilidad y gradualismo, y el marco macro y mesoeconómico en que se implementan las reformas define si sus efectos o impulsos sobre la asignación de recursos serán predominantemente positivos o negativos.

Hay dos alternativas ampliamente contrapuestas en el curso de la reforma: la reestructuración puede partir expandiendo la frontera productiva, al estilo de los países asiáticos exitosos, o se puede iniciar con una caída en la actividad económica, en un proceso de ajuste que transita bajo la frontera de producción. Ambos son descritos en el gráfico III.1.

GRÁFICO III. 1
Asia y América Latina: Dos opciones de reforma comercial



En el gráfico III.1, el eje de **X** indica el valor agregado en la producción de exportables y **R** representa el resto del PIB (la suma de importables más no comerciables). $R_0 X_0$ es la frontera inicial de producción, y P_0 es el punto inicial de la producción propiamente tal, situado por debajo de la frontera, que involucra un coeficiente de exportaciones reducido y cierta ineficiencia en la asignación de recursos. Dentro del marco de una expansión dinámica de la frontera productiva, la reforma debe acercar la producción efectiva a la frontera, y debe trasladar la composición de la producción resultante hacia una proporción más intensa en exportables.

En una estrategia liderada por las exportaciones, en la cual la liberación de las importaciones juega sólo un papel secundario —como es el caso de las dinámicas economías de Asia Oriental— el ajuste tenderá a seguir una trayectoria como la curva $P_0 P_e$. Esta curva muestra un crecimiento más que proporcional de **X** acompañado de un aumento moderado de **R**, con una frontera productiva en expansión y una elevación gradual de la eficiencia de las firmas existentes. Así, la economía se posiciona en o cerca de la frontera de producción, la que se expande sostenidamente.

La curva $P_0 P_i$ muestra una estrategia alternativa, similar a la utilizada en general en América Latina, con una trayectoria liderada por la liberalización de las importaciones, una significativa quiebra de firmas sustituidoras de importaciones y un aumento paulatino de exportaciones. Los impulsos de la “desustitución” dominan el ajuste en las etapas iniciales del proceso. Por ello, la economía se posiciona debajo de la frontera de producción. Este hecho tiende a desestimular la inversión, lo que además hará que la frontera permanezca estancada en los años iniciales de la reforma.

Es probable que cada una de las empresas que sobrevivan en la segunda estrategia sea, en promedio, más fuerte y dinámica que en el primer caso. Sin embargo, durante los primeros años de ajuste el volumen de los recursos productivos disponibles y su tasa promedio de utilización serán menores en esta alternativa, debido a la mayor intensidad de quiebras y redimensionamiento de la actividad productiva; involucrará una subutilización mayor de recursos y tenderá a estimular más débilmente a la inversión total. Por lo tanto, una mayor eficiencia microeconómica tenderá a coexistir con una menor eficiencia macroeconómica. La histéresis del proceso es determinante del resultado final. En efecto, lo que acontezca durante la transición será determinante en el bienestar y la estructura productiva alcanzada al final del proceso de ajuste.

Es claro que cada una de las dos opciones admite muchas variantes en el proceso de transformación productiva. Incluso al interior de cada categoría de productos tenderán a abrirse diferentes senderos intertemporales. Hay también cruces entre categorías: sustituidores de importaciones que se transforman total o parcialmente en importadores, o que con las reformas pasan a ser también exportadores (Katz, 1993). Sin embargo, al concentrarnos sólo en dos alternativas diferenciadas nítidamente queremos ilustrar dos estilos contrapuestos de internacionalización.

En el gráfico III.1, la trayectoria y el destino de las dos estrategias alternativas están representados por los puntos de producción P_i^2 y P_e^2 . Ambos muestran incrementos fuertes de X , pero muy diversos de R . P_e^2 se asimila al caso de países como Japón, Corea y Taiwán, cuyo PIB crece notablemente durante un largo período, con un crecimiento económico liderado por X . La curva de crecimiento de Brasil, en los decenios del sesenta y setenta, se caracteriza por su dinamismo, pero con una expansión más pareja de X y R (en las proximidades de la prolongación de OP_0). Chile, en cambio, está mejor representado por P_i^2 , con una fuerte expansión de X , pero un estancamiento de R al comparar con la producción en P_0 : entre 1981 y 1989, X creció sustancialmente (51 por ciento en las exportaciones reales de bienes y servicios *per cápita*), en tanto que R aumentó levemente en total y decreció en términos *per cápita* (la producción de importables creció, mientras que la de no comerciables cayó). Sin embargo, en la parte final del proceso, el crecimiento vigoroso aparece incluso en R (como lo fue entre fines de los años ochenta y 1997).

b. La relación entre la liberalización de las importaciones y la promoción de las exportaciones

La experiencia ha demostrado que es más efectivo liberalizar las importaciones (la etapa siguiente a la eliminación del agua en la protección) después de haber alcanzado un crecimiento sostenido de las exportaciones y una transformación dinámica del aparato productivo. Los casos del este asiático así lo atestiguan (Sachs, 1987). Esta es la primera de las opciones indicadas en el esquema analítico presentado en el gráfico III.1. Aunque este camino ya no es una opción factible para muchos PALs después de la Ronda Uruguay, la lección rescatable de las experiencias asiáticas consiste en que es menester apuntar directamente al dinamismo exportador y no esperar que la liberalización de importaciones, por sí sola, genere los efectos deseados sobre las exportaciones.

En la mayoría de las liberalizaciones que se están llevando a la práctica en América Latina, la opción de fomentar las exportaciones primero y liberalizar las importaciones después ya fue explícitamente descartada: la liberalización ya ocurrió y se hizo en un contexto en el cual la creación de capacidad productiva en las economías nacionales distaba mucho de exhibir un comportamiento dinámico. Las importaciones han sido liberalizadas sin dar un apoyo significativo a las exportaciones a partir de la reducción de las restricciones sobre los insumos importados y la suposición de depreciación cambiaria espontánea (esta suposición ha tendido a ser desmentida por la realidad en Chile durante el período 1979-82; en México, a partir de 1988; y en los países que liberalizaron en los años noventa). Es más, en todos los países que han emprendido reformas profundas se ha procedido a dismantelar o a reducir los esquemas de promoción de exportaciones que han sido exitosos en el pasado. Esto hace pensar que los costos de las liberalizaciones en términos de crecimiento serán altos en la transición hacia un nuevo equilibrio. La interrogante constructiva es, dadas las restricciones que impone el camino escogido, ¿cómo mejorar la eficiencia global de las reformas? Las sugerencias que se hacen a continuación están dirigidas básicamente a aquellos países que aún no han completado sus procesos de reforma.

c. ¿Liberalización gradual o rápida?

Todavía es muy pronto para evaluar los resultados de las reformas abruptas emprendidas recientemente en los PALs. Sin embargo, las experiencias de los países dinámicos de Asia, así como las de Colombia desde la mitad del decenio de los sesenta hasta 1989 (Ocampo y Villar, 1992) y de Costa Rica entre 1983 y 1990 (Herrera, 1992), parecerían recomendar un enfoque gradual que permita la reconversión de las industrias existentes en lugar de la destrucción de una proporción alta de la capacidad instalada del país, que inevitablemente está asociada a una rápida liberalización de importaciones, particularmente si ocurre en presencia de una apreciación cambiaria.

En Colombia, el tránsito a mediados de los años sesenta desde un modelo de sustitución de importaciones a uno pragmático que priorizaba tanto la sustitución de importaciones como la promoción de exportaciones, fue determinante en orientar en forma creciente al sector manufacturero hacia afuera, evitando los traumas asociados con liberalizaciones drásticas como la de Chile en los años setenta. En Costa Rica, la reducción de aranceles fue gradual y estuvo acompañada de la adopción de incentivos a la exportación y de mecanismos de reintegros de derechos de aduana. La expansión de las exportaciones no tradicionales —el rasgo más significativo del desarrollo costarricense en los años ochenta— se generó en forma importante por las empresas que se habían establecido durante el régimen anterior de sustitución de importaciones. A ello se agregó el esfuerzo deliberado para promover la inversión extranjera en la producción de exportables textiles y electrónicos.

Ciertamente que la adopción de un enfoque gradual no significa que toda la reforma deba ser gradual. Por ejemplo, la eliminación de redundancias (“agua”) en el arancel puede ser abrupta, como también pueden serlo la arancelización de las restricciones cuantitativas y los ajustes cambiarios requeridos. Pero las reducciones arancelarias posteriores deben ser graduadas a la capacidad de los productores de ir adaptando sus estructuras productivas a un mayor grado de competencia.

d. El papel del tipo de cambio

Es indudable que el manejo del tipo de cambio es determinante de los resultados que se logren. Evitar el atraso cambiario parecería ser una condición *sine qua non* para el éxito de cualquier reforma comercial. De nuevo, la experiencia chilena en el período 1976-81 (así como la de otros países del Cono Sur en los años setenta) demuestra lo nocivo que puede ser el doble impacto de la apreciación del tipo de cambio real junto con la liberalización drástica de las importaciones. A modo de ejemplo contrario, el nuevo ajuste realizado en Chile entre 1983 y 1991 fue más exitoso y sostenible que el practicado en los años setenta, porque la rebaja arancelaria, que fue moderada, y que siguió a una reposición de protección en 1983 y 1984, fue complementada por una fuerte depreciación cambiaria real y por incentivos directos a las exportaciones. Un factor adicional importante fue que, al iniciarse el segundo ajuste, ya se habían cumplido diez años del comienzo de la liberalización. El transcurso del tiempo establece una diferencia muy significativa.

La mayoría de las liberalizaciones más recientes en América Latina y en particular las más abruptas, tales como en Argentina y Perú, están ocurriendo en un contexto de fuerte apreciación cambiaria real. En efecto, algunos de los países donde la liberalización de importaciones ha sido más profunda, también han experimentado pronunciados rezagos cambiarios. El manejo del tipo de cambio para apoyar la transformación del aparato productivo es un tema de política económica que todavía no ha sido asumido adecuadamente en América Latina.

La experiencia de diversos países latinoamericanos demuestra que, excepto en el corto plazo y con el fin de cambiar las expectativas, el ancla cambiaria para los precios internos ha demostrado ser muy endeble, en especial en los países con inflación alta (véase el capítulo VI). Evidentemente, se pierde una herramienta de política indispensable, como es la del tipo de cambio, para la transformación productiva con equilibrio externo. Ese es uno de los mensajes de las experiencias exitosas del este asiático hasta mediados de los años noventa.

Sin embargo, los países no pueden libremente apreciar el tipo de cambio real bajo cualquier circunstancia. En los años cincuenta y sesenta la apreciación fue posible al ser compensada con restricciones a las importaciones más severas. En los años noventa, debido a la liberalización de las importaciones, la apreciación puede ser viable, dados los términos de intercambio, sólo bajo dos condiciones. Por un lado, en el caso de una apreciación inducida por mejoras de productividad neta, con exportaciones que aumenten a un ritmo acelerado en respuesta a esa mayor productividad; no obstante, en general, las reformas comerciales de los años noventa terminaron provocando que las importaciones aumentaran más rápido que las exportaciones, demostrando que la apreciación fue más enérgica que el cambio en la productividad. Por otro, la apreciación se torna viable sólo debido a la entrada de capitales, mientras se mantiene vigente la confianza de acreedores e inversionistas.

La liberalización simultánea de las transacciones financieras internas y externas entraña problemas serios para el manejo de la política económica. La liberalización interna generalmente conduce a fuertes alzas en las tasas de interés (tanto nominales como reales) y a grandes altibajos durante un lapso prolongado; cuando llegan a existir diferenciales de interés con respecto a las tasas prevalecientes en los mercados internacionales que no se espera sean igualadas por una depreciación cambiaria, los flujos de capital desestabilizadores pueden ser cuantiosos.

La liberalización financiera externa, en situaciones como las vigentes en la segunda mitad de los años setenta o al inicio de los años noventa, dificulta el manejo del tipo de cambio real (Williamson, 1992). Los flujos de capital de corto plazo, que buscan ganancias especulativas en torno a los diferenciales entre las tasas de interés y de otros retornos internacionales e internos, pueden tornar al tipo de cambio real muy inestable y dificultar el manejo de este instrumento de política económica tan crucial para el logro de la transformación productiva. La experiencia reciente de varios países latinoamericanos es que los flujos de capital externo, en particular a los mercados bursátiles, son muy volátiles, desestabilizan el tipo de cambio y ponen en peligro la estrategia de desarrollo basada en la apertura comercial. Por lo tanto, la mantención de regulaciones sobre estos flujos es esencial. Además, la inestabilidad cambiaria y de

tasas de interés tiende a priorizar el “rentismo” sobre la productividad, y a entregar señales confusas a los asignadores de recursos.

Como se expone en el capítulo V, los recientes esfuerzos de liberalización comercial de un número de PALs han estado acompañados por liberalizaciones financieras ambiciosas, unidas a fuertes entradas de capital que tienden a sobrepasar la habilidad de los gobiernos para esterilizar esos flujos. En estos países, las acciones para dismantelar la administración del flujo de capitales y la incapacidad o falta de voluntad de las autoridades para implementar políticas integrales y activas, han obstaculizado el acceso eficiente de las actividades productivas al intercambio comercial.

En lo que se refiere a la cuenta de capitales, el problema que se les presenta a los países de la región es cómo vincular a los mercados nacionales de capitales con los externos, de manera que se minimicen ineficiencias innecesarias (apreciaciones cambiarias desequilibradoras) y los impactos desestabilizadores de los flujos de capital de corto plazo (véase el capítulo V).

e. Selectividad versus neutralidad de incentivos

Las principales experiencias históricas y los casos que aquí se han examinado no avalan la hipótesis que, una vez conseguida la neutralidad en los incentivos a través del dismantelamiento de toda protección y la prescindencia de los subsidios, los recursos se reasignan espontáneamente y a bajo costo hacia los sectores en los que un país tiene ventajas comparativas. La experiencia chilena demuestra los altos costos de la liberalización drástica y del abandono de toda selectividad. Para la mayoría de las personas, esos costos (esencialmente de transición) son difícilmente compensados por el eventual mayor crecimiento que se alcance después de terminado el ajuste. Políticas más selectivas y menos drásticas en lo que respecta a la liberalización de las importaciones y un apoyo más decidido a las exportaciones no tradicionales, por lo que sugieren las experiencias asiáticas, habrían resultado en un comportamiento más dinámico de la economía en su conjunto.

Si se quiere llevar a cabo una transformación productiva eficiente, que incluya una mayor apertura comercial (tanto de importaciones como de exportaciones) y una inserción cualitativamente distinta en los mercados internacionales, no basta con el impulso puramente negativo de la liberalización. Políticas que impliquen impulsos positivos también serán necesarias. Esto no significa, obviamente, un retorno a las políticas de protección alta e indiscriminada del pasado. En efecto, se puede argumentar que las políticas de sustitución de importaciones adolecieron del defecto de ser más bien indiscriminadas que selectivas. Lo que se requiere es un grado mucho mayor de selectividad, garantizando que las desviaciones de la neutralidad sean pocas y bien elegidas.

En lo que se refiere al arancel, no hay razones teóricas convincentes para optar por la absoluta uniformidad en un mundo subóptimo. Si la mayoría de las actividades industriales están sujetas a economías dinámicas más o menos difusas, se puede argumentar (como lo

hace Rodrik, 1992) que es conveniente favorecer una amplia categoría de actividades, en lugar de “escoger ganadores” específicos. La moderación en el nivel de los aranceles y en el número de tramos ayudará a evitar abusos y la actividad rentística (*rent-seeking*). Además, toda preferencia arancelaria por encima del nivel básico debe ser temporal.

Ya que los países latinoamericanos han optado por un arancel mayor que cero y, en casi todos los casos a excepción de Chile, con algún grado de diferenciación, se hace necesario utilizar subsidios de exportación más o menos equivalentes para evitar el sesgo antiexportador de las políticas pasadas; vale decir, deben darse incentivos equivalentes tanto para exportar como para producir para los mercados nacionales un producto dado.

Los subsidios a las exportaciones resultan inevitables, especialmente si se quiere fomentar una industrialización eficiente en presencia de aranceles de importación. Un elemento indispensable en el esfuerzo para evitar el sesgo antiexportador son los sistemas de reintegros de derechos para los insumos utilizados en la producción de exportables. Por otro lado, existe una positiva experiencia en América Latina (por ejemplo, en Colombia, Costa Rica y Brasil) y en Asia con los subsidios a las exportaciones no tradicionales. Para minimizar el peligro de que estos subsidios se presten a abusos, se podría pensar en diseñar un sistema en que los subsidios fueran decreciendo a medida que las exportaciones vayan aumentando, con un cronograma anunciado de antemano y no sujeto a renegociaciones.

La selectividad comprende diversos aspectos que rebasan a la política comercial y que no es posible abordar con detalle aquí. Estos aspectos incluyen políticas para dotar a los exportadores de acceso al crédito comercial de pre y posembarque a tasas de interés internacionales; políticas para completar el mercado de capitales y eliminar su sesgo en contra de los proyectos nuevos (sin historia), el mejoramiento de la infraestructura física y social, que es esencial para desarrollar el sector exportador; políticas hacia la inversión extranjera directa que faciliten la adquisición de tecnologías nuevas y el acceso a los mercados internacionales, y la adopción de una política congruente de negociaciones comerciales internacionales para obtener mejor acceso a los mercados externos.

En la formulación de políticas comerciales hay que considerar que el contexto internacional ha cambiado sustancialmente desde que los países dinámicos del este asiático comenzaron sus procesos de industrialización basados en las exportaciones, en los decenios del sesenta y del setenta. En la actualidad, es casi imposible pensar en incentivos de la magnitud de los otorgados entonces por esos países, tanto por el entorno internacional menos dinámico y más proteccionista (que implica, por ejemplo, que ahora es más probable que los países importadores se protejan contra los subsidios a la exportación a través de gravámenes compensatorios), como porque la reglamentación internacional en materia de política comercial se ha hecho mucho más estricta después de la Ronda Uruguay.

Existe un área de política económica muy importante donde hay una simetría natural de los impulsos positivos y los negativos; esto es, $TCE_{Xi} \approx TCE_{Mi}$. En el caso de países con un

proceso de integración, se registra un estímulo para las importaciones intrarregionales *pari passu* con las exportaciones intrarregionales. La proliferación de acuerdos de integración regionales en los años noventa ha suavizado el impacto de la liberalización unilateral de importaciones y, a la vez, ha incentivado en forma importante la exportación de manufacturas (véase el capítulo VIII.A). Como en general están respaldados por aranceles externos relativamente bajos, han sido denominados de “regionalismo abierto” (CEPAL, 1994).

3. CONSIDERACIONES FINALES

A modo de conclusión, la experiencia demuestra que, junto con racionalizar los incentivos comerciales, hay que aplicar algún grado de selectividad en la política de desarrollo productivo. Es la historia de los principales casos exitosos de los países del este asiático. El problema radica en encontrar los mecanismos más eficientes para ello, incluyendo incentivos decrecientes, con límites claros en el tiempo. En realidad, se requiere de *mayor selectividad* que durante el período de sustitución de importaciones y de criterios claros para administrar la selectividad. La protección a la producción nacional y los incentivos a las exportaciones forman parte de un conjunto de políticas con las cuales se busca implementar una estrategia de desarrollo y transformación productiva.

La promoción de las exportaciones no tradicionales surge como un campo particularmente apropiado para las políticas comerciales selectivas. Las principales razones para implementar este tipo de medidas es la necesidad de compensar el sesgo antiexportador de los aranceles; contrapesar las deficiencias en los mercados de capitales para financiar las exportaciones, y aprovechar las economías de escala y externalidades positivas asociadas a las oportunidades de aprendizaje que proveen las exportaciones. Sin una política activa de promoción, las exportaciones tenderán a concentrarse en unas pocas firmas y en productos cuya demanda es menos dinámica y con mayor vulnerabilidad en los mercados mundiales.

Un requisito básico para promover la competitividad de las firmas exportadoras es garantizarles el acceso a los productos en términos competitivos. Ellas debieran tener acceso a mecanismos flexibles que les permitan importar insumos en una base temporaria, con el fin de producir exportables. Otras alternativas son exenciones arancelarias o mecanismos de reintegro de derechos de aduana, con un mínimo de trámites burocráticos. También se podrían aplicar tales mecanismos a los exportadores indirectos (productores nacionales de insumos para exportadores).

Las firmas exportadoras pioneras podrían sustentarse a través de incentivos para las exportaciones de nuevos productos o de nuevos mercados. Uno de estos mecanismos es un “reintegro de derechos de aduana simplificado” para productos cuyo nivel de exportación está por debajo de una cantidad determinada, durante un período específico. Estos incentivos deben ser moderados (ayudando a colocar productos competitivos o potencialmente competitivos en mercados externos), limitados en el tiempo y sujetos a resultados de desempeño estrictos en términos de nuevos productos o mercados.

El sector público puede contribuir a mejorar el desempeño en los mercados externos proporcionando apoyo institucional para la actividad exportadora, especialmente en las áreas de información, financiamiento y seguros de exportación; entregando adiestramiento gerencial a las empresas para estimularlas a concentrarse en las exportaciones; fomentando negociaciones con el propósito de mejorar el acceso a mercados externos, y promoviendo la oferta exportadora en el exterior. Además, se deben hacer esfuerzos pioneros en áreas tales como inversiones en el exterior, que sustenten las actividades exportadoras, cadenas de comercialización, y empresas mixtas (*joint-ventures*) con firmas en mercados "objetivo".

El desarrollo interno de la producción exportable también debe ser activamente fomentado para adecuarla a las necesidades de los mercados externos. Esta tarea se facilitaría con información actualizada y oportuna sobre los requerimientos exigidos en los mercados externos en términos de calidad, regulaciones ambientales, estandarización, plazos y volúmenes.

En el pasado, las políticas de promoción de exportaciones con frecuencia descuidaron a los sectores basados en recursos naturales. Los avances tecnológicos recientes en microelectrónica, procesamiento de datos, telecomunicaciones y tecnología satelital han aumentado en forma considerable la información sobre la calidad y el volumen de los recursos naturales económicamente disponibles. Esta es otra razón más para adquirir y fortalecer ventajas comparativas en recursos naturales no tradicionales, con una rentabilidad económica importante.

Para lograr efectividad, un sistema de promoción de exportaciones debe ser selectivo; no se puede promover todo indiscriminadamente. La selección de los sectores y las decisiones sobre promoción de exportaciones, en general, deben realizarse en un plano de cooperación estrecha y sistemática entre los sectores público y privado. Las asociaciones de exportadores, por lo tanto, deben fortalecerse.

Otros aspectos de la selectividad mencionados en este artículo y que han sido desestimados en las reformas recientes (o de más larga data, como en el caso de Chile) se refieren a la acción del Estado dirigida a corregir las fallas del mercado que dificultan la inversión orientada a la transformación productiva. Ellos incluyen políticas para completar los segmentos de largo plazo del mercado de capitales, atraer inversiones extranjeras hacia sectores nuevos y con ventajas comparativas adquiribles, mejorar la infraestructura física y social, junto con la puesta en marcha de programas efectivos de capacitación laboral e intensificación tecnológica.

La puesta en práctica de una apertura del sector productivo que sea dinamizadora del desarrollo nacional, implicaría una corrección pragmática a las posiciones liberalizadoras promovidas y adoptadas en años recientes. Las reformas de política comercial deberán ir acompañadas por una valoración mayor del lugar que le corresponde al tipo de cambio en el logro de la transformación productiva. Parece imposible orientar decididamente al sector privado hacia la producción de transables sin el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo y estable en el tiempo (es decir, que sea independiente de las oscilaciones transitorias de los flujos de capitales o de los términos del intercambio). Se precisa que las autoridades económicas de la región

presten mayor atención a las políticas económicas necesarias para lograr este objetivo. Una de estas políticas ha de ser una regulación de los flujos internacionales de capital de corto plazo.

El marco internacional cumple un papel fundamental para el éxito de la apertura. Sin la remoción del proteccionismo y de la arbitrariedad en los países centrales, el beneficio de la apertura se debilita gravemente como opción de política para el conjunto amplio de países que buscan un desarrollo basado en las exportaciones (CEPAL, 1998c, cap. II).

IV
**LA GRAN CRISIS
DE LA DEUDA LATINOAMERICANA:
UN DECENIO DE AJUSTE ASIMÉTRICO***

.....

INTRODUCCIÓN

América Latina sufrió en los años ochenta la mayor crisis económica desde la recesión mundial de los años treinta. El hilo conductor de la crisis fue el endeudamiento externo con la banca privada internacional.

La crisis se incubó en el curso del decenio de 1970 en un proceso que involucró la corresponsabilidad de tres partes: deudores, acreedores y gobiernos e instituciones multilaterales, con un claro carácter sistémico. La parte deudora, que incluía a la mayoría de los países de América Latina, se endeudó a una velocidad y niveles difícilmente sostenibles, incurriendo así en una falta de perspectiva de largo plazo. Cayó, entonces, en el camino fácil que le permitió elevar su capacidad de gasto (en consumo y/o inversión), financiado con los préstamos bancarios externos. Fue un proceso prolongado y creciente, intensificado entre 1976 y 1981.

Para que los PALs pudiesen endeudarse se requirió que los prestamistas estuviesen dispuestos a aportar sus recursos. Estos no mostraron reticencias; de hecho, producto de la dinámica del mercado a comienzos de los años setenta, se caracterizaron por una disposición muy favorable a prestar. Esta tendencia se acentuó progresivamente al adoptar una posición activa para colocar en los PALs los abundantes recursos financieros que estaban captando de los países productores de petróleo. En efecto, rompiendo con las normas tradicionales de las operaciones bancarias, recorrieron con entusiasmo la región buscando prestatarios. Fue un proceso en el que se relajaron progresivamente las salvaguardias y garantías. Hubo entonces una clara corresponsabilidad de los bancos en la gestación de la crisis.

La tercera parte involucrada estuvo constituida por las instituciones multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, y los gobiernos de los países industrializados. Ellos, en general, tenían una visión benigna o ingenua del creciente endeudamiento con mercados privados internacionales y alentaron a los países deudores a remover las restricciones sobre el endeudamiento externo de sus agentes públicos y privados. Esas institu-

.....

* Coautor Robert Devlin. Publicado en G. Helleiner et. al (ed.), *Poverty, Prosperity, and the World Economy*, Macmillan, Londres, 1995.

ciones internacionales no previeron que la abundancia de recursos financieros y la existencia de bajas tasas de interés reales obedecían, en parte, a factores coyunturales que podrían revertirse bruscamente. Como comentaron funcionarios del FMI en vísperas de la crisis: “La situación general de la deuda durante los años setenta se adaptó a las grandes tensiones introducidas en el sistema internacional de pagos [...] Aunque algunos países experimentaron dificultades, se evitó que se generalizara el problema de gestión de la deuda, y en conjunto las perspectivas para el futuro inmediato no dan motivo para alarmarse” (Nowzad et al., 1981).

El cambio de escenario se registró, de manera generalizada, en 1982. El brusco corte del financiamiento bancario hacia América Latina la sumió en la grave crisis que se extendió por toda la región y duró todo el decenio. La brusca readecuación macroeconómica de una excesiva abundancia a una extremada escasez de fondos fue costosa en lo económico y en lo social. La crisis de la deuda marcó en forma indeleble a la sociedad latinoamericana. Por una parte, se retrasó dramáticamente el crecimiento económico, lo que dio lugar a la caracterización común de una “década perdida”. Por otra parte, derribó el modelo en boga en América Latina, basado en la sustitución de importaciones y la intervención estatal, dejando en su lugar estrategias de corte neoliberal.¹

El vigoroso crecimiento de América Latina durante la posguerra cesó bruscamente. Entre 1950 y 1980, la tasa media de crecimiento del PIB había sido de 5,5 por ciento anual, una de las más altas del mundo en ese período.

Cuando los créditos externos fueron cortados por los acreedores bancarios, los PALs se vieron forzados a reducir sus gastos. Pasaron así de una situación en que gastaban más que lo que producían a otra en la que gastaban menos que lo producido. En efecto, una fracción apreciable debieron destinarla a servir la deuda externa; es lo que se denomina transferencias financieras netas (TFN) negativas (pagos de intereses y amortizaciones mayores que los préstamos nuevos). Además, el problema de la transferencia fue agravado por la fuga de capitales de residentes (motivada por expectativas de devaluación), un costoso y prolongado proceso de ajuste e incertidumbre.

Normalmente, cuando cambia brusca y fuertemente el signo y el monto de la TFN se producen trastornos macroeconómicos, que en este caso se reflejaron en una pronunciada subutilización de la capacidad productiva de la región, con la consiguiente baja de productividad, empleo y salarios, y una merma de los ingresos tributarios fiscales. Frente a esta situación, los gobiernos redujeron sus gastos, estrechando la redes de servicios sociales, en tanto que el sector privado disminuyó su inversión al verse enfrentado a un mercado recesivo (véase el capítulo VI).

¹ La crisis fue generalizada y se produjo en PALs con diversos grados de intervencionismo. Sin embargo, el país que experimentó la caída más drástica del PIB y la mayor tasa de desocupación fue Chile, que había realizado amplias reformas neoliberales y que exhibía un excedente fiscal a fines de los años setenta y comienzos de los ochenta.

La administración de la crisis fue liderada por un comité representativo de los bancos acreedores, en conjunto con el FMI, el Banco Mundial y los gobiernos de los países industrializados, especialmente el de los Estados Unidos. En un comienzo, los principales actores pensaron que la crisis era coyuntural y que sería superada rápidamente y con costos moderados. Sin embargo, los prestamistas habían subestimado la profundidad del ajuste requerido en las estructuras productivas de la región, ante un corte tan drástico de los fondos y el limitado dinamismo exhibido por la economía mundial.²

Al principio, la gestión de la crisis de la deuda externa involucró el predominio en instancias decisorias de las instituciones y agentes económicos con perspectiva de corto plazo y especialización en el ámbito financiero. De esta manera, se produjo un desplazamiento de los actores caracterizados por un horizonte más extenso y con un énfasis mayor en la economía real y el productivismo. En ese proceso, la eficiencia del ajuste y la equidad o justicia social fueron los perdedores, acentuándose la desigualdad distributiva a través de casi toda la región (CEPAL, 1992).

Con el transcurso del tiempo, los PALs lograron reorientar sus economías en la dirección de gastos (consumo e inversión) menos intensivos en rubros importados y de una producción más intensa en exportables. Las masivas devaluaciones cambiarias fueron una variable fundamental que, junto a otros estímulos —incluyendo un exceso de capacidad debido a la recesión—, promovieron el desarrollo exportador. El volumen de las exportaciones se expandió fuertemente a partir de 1983. Sin embargo, esta expansión, que también tuvo lugar en otras regiones en desarrollo, enfrentó mercados internacionales deprimidos. En consecuencia, los precios de venta mostraron un claro deterioro, por lo que el crecimiento de los ingresos en moneda extranjera fue notablemente inferior que el del cuántum de exportaciones.

Por último, hacia comienzos del decenio de 1990 se aprecia un resurgimiento del financiamiento privado. Como se menciona en el capítulo V, esto está asociado, en parte, a la recuperación de la confianza de los medios financieros, luego de que varios PALs consolidasen sus reformas estructurales. No obstante, el factor más decisivo pareciera ser la liberalización de la oferta de flujos financieros y la prolongada recesión experimentada por los Estados Unidos. La brusca disminución de las tasas de interés en dólares mejoró la capacidad crediticia de la región y creó grandes diferenciales de tasas de interés y utilidades, lo que indujo a los residentes de los PALs a repatriar capital y a inversionistas estadounidenses a efectuar colocaciones financieras de alto rendimiento en la región (véase el capítulo V).

Los pocos grados de libertad de los gobiernos latinoamericanos en el manejo de la crisis de los años ochenta, junto con las presiones externas, contribuyeron a un vuelco hacia políticas económicas de corte neoliberal. El proceso de ajuste en los años ochenta fue tan costoso socialmente debido, en parte, a la gran restricción financiera. El retorno de capitales privados a la región

• • • • •
² Véase en el capítulo VIII.C un examen del papel del entorno internacional, que contribuyó a profundizar la crisis de la deuda, en tanto que morigeró fuertemente el "efecto tequila" en 1995.

durante la primera mitad de los años noventa, representó “el ingrediente faltante” en ese extenso período de ajuste en los años ochenta, con una intensa restricción financiera externa. Además, el recuperado acceso al financiamiento fue motivo de un optimismo que no se había observado durante todo un decenio. No obstante, la región requería redefinir una estrategia de desarrollo y de manejo macroeconómico que evitase repetir pronunciados ciclos económicos de auges y fracasos, y generar un desarrollo productivo sostenible en el tiempo y con una mayor equidad social (CEPAL, 1998b).

1. GESTACIÓN DE LA CRISIS DE LA DEUDA EN LOS AÑOS SETENTA

a. Una oportunidad desaprovechada

Durante los años setenta surgieron factores que por varios años facilitaron el acceso de los países en desarrollo a los mercados financieros internacionales. Ello se reflejó en un rápido aumento de su deuda externa (véase el cuadro IV.1).

Por una parte, en el período de posguerra hubo una gran transformación estructural de la industria bancaria comercial de Norteamérica, que dio lugar a un comportamiento más agresivo en materia de colocación de préstamos. Esta nueva tendencia comenzó en el mercado de los Estados Unidos en los años cincuenta, pero no tendió a internacionalizarse sino hasta fines de los años sesenta y en los setenta. Al principio, la competencia entre los bancos para nuevas colocaciones se concentró principalmente en los países industrializados; sin embargo, a partir del inicio de los años setenta, la búsqueda de nuevos clientes se tornó tan intensa que los préstamos rebasaron hacia los países en desarrollo. América Latina fue la región más cotizada, debido a su desarrollo relativo mayor y su carácter de mercado natural para los bancos estadounidenses, entonces líderes de la expansión bancaria internacional (Devlin, 1989).

Cuadro IV.1 AMÉRICA LATINA: DEUDA EXTERNA TOTAL DESEMBOLSADA, 1978-96^a
(Saldo a fines de año en millones de dólares)

| | 1978 | 1980 | 1981 | 1982 | 1984 | 1986 | 1988 | 1990 | 1992 | 1994 | 1996 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| América Latina (19) | 153,0 | 220,4 | 274,9 | 317,5 | 362,4 | 396,3 | 418,9 | 447,0 | 469,3 | 556,8 | 626,9 |
| Argentina | 12,5 | 27,2 | 35,7 | 43,6 | 46,2 | 51,4 | 58,5 | 62,2 | 59,1 | 79,5 | 99,7 |
| Brasil | 53,6 | 64,0 | 71,9 | 83,2 | 99,8 | 111,0 | 113,5 | 123,4 | 135,9 | 148,3 | 178,1 |
| Chile | 7,0 | 11,2 | 15,6 | 17,2 | 19,7 | 20,8 | 19,0 | 18,6 | 19,0 | 21,8 | 23,0 |
| Colombia | 4,1 | 6,8 | 8,5 | 10,3 | 12,4 | 16,1 | 17,9 | 18,0 | 17,3 | 22,0 | 28,5 |
| Costa Rica | 1,9 | 2,2 | 2,7 | 3,2 | 3,9 | 4,1 | 4,5 | 3,9 | 4,0 | 3,8 | 3,4 |
| Rep. Dominicana | 1,3 | 2,2 | 2,5 | 3,0 | 3,5 | 3,8 | 3,9 | 4,5 | 4,4 | 3,9 | 3,8 |
| México | 33,9 | 50,7 | 74,9 | 87,6 | 96,7 | 100,5 | 100,9 | 106,7 | 116,5 | 139,8 | 157,4 |
| Perú | 9,3 | 9,6 | 9,6 | 11,5 | 13,3 | 14,5 | 16,5 | 20,0 | 21,4 | 30,2 | 33,6 |
| Uruguay ^b | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 2,7 | 3,1 | 3,8 | 4,2 | 4,5 | 4,1 | 5,0 | 5,4 |
| Venezuela | 16,6 | 27,0 | 29,2 | 29,2 | 30,8 | 30,8 | 35,9 | 35,5 | 38,4 | 41,2 | 35,3 |
| Porcentaje respecto exportaciones de bienes y servicios ^c | 253 | 208 | 240 | 305 | 308 | 403 | 321 | 277 | 270 | 249 | 211 |

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

^a Incluye la deuda con el Fondo Monetario Internacional. ^b Deuda externa pública. ^c Excluye Panamá.

Por otra parte, si bien el cambio estructural en la industria bancaria impulsó en América Latina el ciclo crediticio más importante desde los años veinte, el aumento del precio del petróleo en 1973-74 y 1979-80 sirvió para acentuar notoriamente el endeudamiento con la banca. Los excedentes de divisas de los países exportadores de petróleo fueron canalizados a los euromercados bancarios, dando así a los prestamistas más liquidez para afianzar sus estrategias de expansión en la región.

La participación de los países en desarrollo en los flujos bancarios internacionales creció durante el decenio a una tasa muy elevada. En particular, el valor nominal de la deuda de origen bancario de los países latinoamericanos se incrementó en los años setenta casi 30 por ciento anual (véase el cuadro IV.2); de este aumento, 17 a 20 puntos porcentuales correspondieron a la expansión global del mercado financiero internacional (en dólares corrientes) y el saldo representó una participación creciente de América Latina dentro de éste.

En consecuencia, la gran oferta de fondos con que contaron estas naciones fue el resultado tanto de un crecimiento acelerado del mercado financiero internacional en sí como de la cuota de participación de las naciones en desarrollo dentro del total. Ninguno de los dos fenómenos podía sostener su intensidad en forma permanente. Por una parte, la banca privada estaba experimentando un “ajuste de stock”, después de cuatro decenios de relativa inactividad en la región. Por otra, este ajuste fue excesivo (“overshooting”), debido a las grandes imperfecciones institucionales en la banca internacional, las que dieron lugar a un “efecto rebaño” y otros fenómenos asociados con las “burbujas” financieras (Devlin, 1989; Kindleberger, 1978). No obstante, muchos pensaron, en particular los partidarios del neoliberalismo, que se trataba de una nueva característica puramente racional de un eficiente mercado privado financiero internacional. Entonces, con una visión miope, ignoraron que esa evolución contenía un significativo componente transitorio, propio del proceso de formación de un nuevo mercado en las condiciones de incertidumbre que caracterizaron a las operaciones crediticias.

Cuadro IV.2 DEUDA EXTERNA DE AMÉRICA LATINA Y DEL CONJUNTO DE PAÍSES EN DESARROLLO, 1973-82
(Millones de dólares)

| | 1973 | 1977 | 1980 | 1981 | 1982 |
|----------------------|-------|-------|----------|-------|-------|
| | | | | | |
| | | | Total | | |
| América Latina | 42,8 | 104,2 | 204,3 | 241,5 | 260,7 |
| Países en desarrollo | 108,2 | 238,8 | 444,6 | 520,6 | 574,4 |
| | | | Bancaria | | |
| América Latina | 25,7 | 72,9 | 160,1 | 194,1 | 213,4 |
| Países en desarrollo | 42,5 | 114,8 | 257,1 | 304,2 | 337,6 |

Nota: Cálculos basados en información del Banco Mundial y Banco de Pagos Internacionales (BIS). América Latina excluye Cuba y Panamá; países en desarrollo, excluye a los exportadores de petróleo con superávit en cuenta corriente (Arabia Saudita, Kuwait, etc.).

Otro fenómeno muy trascendente que caracterizó la evolución de los mercados financieros internacionales, consistió en que las tasas reales de interés se tornaron bajas o negativas en los años setenta. Es efectivo que ellas eran superiores a las que se cobraba por préstamos oficiales concedidos por gobiernos o instituciones multilaterales; pero la inflación internacional, que de un promedio de 2 por ciento anual en el decenio de 1960 se encumbró a un 12 por ciento en los años 1973-81, hizo que incluso esas tasas de interés bancario más altas que las oficiales terminasen siendo negativas en términos reales durante buena parte del período. Es que, naturalmente, la gran oferta de fondos y la competencia entre los bancos para colocar préstamos en los mercados internacionales provocó una disminución de su precio.

Los créditos otorgados a la banca internacional se efectuaron a plazos mucho más breves que los concedidos por organismos oficiales, y constituían en los años sesenta el grueso del *stock* de la deuda acumulada. Sin embargo, debido a la gran competencia entre los bancos para colocar sus fondos, alrededor de 1977-80 las renovaciones se otorgaban con gran facilidad, siendo prácticamente automáticas. Así, se creyó que la prevalencia de plazos breves no entrañaba mayores riesgos. Los acontecimientos se encargaron de poner en evidencia que se trataba de una percepción fatalmente equivocada (véase Ffrench-Davis, 1982, que ofrece una de las escasas advertencias previas a la crisis, y 1984).

Por lo tanto, el desarrollo del aparato financiero internacional privado hacia fines del decenio de los setenta parecía ser relativamente favorable y ayudó a compensar la inestabilidad y el deterioro que afectaban a los términos de intercambio comercial de las naciones latinoamericanas no petroleras luego de la crisis producida por los precios del petróleo.

En forma simultánea, tuvo lugar una dinámica expansión de las exportaciones de los países en desarrollo. No obstante las dificultades que surgieron en el bienio 1974-75, el volumen de las exportaciones creció a tasas considerables entre 1973 y 1980, superiores a las del crecimiento del producto, cuya evolución, por otra parte, fue satisfactoria: en el mismo lapso, el PIB de América Latina creció 5,5 por ciento por año y las exportaciones, 8 por ciento en valores reales. Paralelamente, la presencia de la elevada inflación internacional hizo que el valor real de la deuda se erosionara, con lo que el incremento del monto y del servicio de aquélla no provocaba la inquietud que hubiera debido ocasionar.

Por otra parte, el crédito bancario se otorgaba para cualquier uso, a diferencia de los préstamos de carácter oficial, que eran y siguen siendo condicionados a su empleo en proyectos de inversión o ajuste de balanza de pagos. La naturaleza permisiva de los préstamos privados tuvo repercusiones de gran trascendencia en el comportamiento de las economías nacionales, en especial en los países que adoptaron enfoques monetaristas. La condicionalidad de los préstamos de carácter oficial, que había sido el elemento predominante desde comienzos de los años sesenta, había adolecido de muchos defectos, incluyendo presiones de naturaleza extraeconómica, pero poseía la virtud de vincular el financiamiento externo a la realización de proyectos de inversión o la aplicación de políticas de ajuste. En cambio, los créditos bancarios de libre disposición se destinaron en muchos casos a la importación de bienes de consumo

prescindibles, a gastos militares, a financiar la fuga de capitales o déficit fiscales insostenibles, con efectos perjudiciales para la sustentabilidad del crecimiento de la producción y, finalmente, para la solvencia de la economía nacional.

En un contexto de abundancia de fondos privados, acceso expedito y tasas de interés reales bajas, a muchos especialistas y observadores les pareció que había perdido vigencia la reforma del sistema monetario internacional. ¿Para qué? Por una parte, los creyentes en “la disciplina del mercado privado” interpretaron el auge bancario como una manera de sustituir el financiamiento “paternalista” de agencias oficiales, con lo que se aseguraba, a su juicio, una mejor asignación de recursos (Devlin, 1989). Por otra, por primera vez desde los años veinte los países deudores observaron una oferta abundante de créditos a tasas de interés muy bajas. La conclusión predominante era que “endeudarse era un buen negocio” y de que se había logrado un funcionamiento del sistema financiero internacional adecuado para el mundo en desarrollo.

Es cierto que la dimensión comercial de los países de América Latina se tornó más inestable en los años setenta que en el decenio precedente. No obstante, la fluctuabilidad de los términos del intercambio también se vio compensada por el acceso que obtuvieron al mercado internacional de capitales privados. De esta manera, las naciones en desarrollo de mayor peso en el intercambio comercial perdieron interés en promover iniciativas como las relativas a la modificación de los criterios de condicionalidad del FMI, a la creación de DEGs por parte del FMI, al aumento de la disponibilidad de fondos de origen público multilateral (FMI, Banco Mundial, BID, etc.) y a la creación de un fondo común estabilizador de productos básicos acordado en la UNCTAD. Éstos eran entonces ingredientes determinantes de un nuevo orden financiero internacional. La importancia de algunos de estos temas resurgiría posteriormente, cuando desapareció la disponibilidad de créditos bancarios en los años ochenta. Pero, para entonces, ya era demasiado tarde, pues se había perdido la oportunidad propicia en los años setenta para implementar una reforma y lograr un balance más equilibrado de los rasgos procíclicos y anticíclicos del sistema financiero internacional.

b. Plazos de vencimiento, costos y garantías de la deuda

Tradicionalmente, hasta promediar el decenio pasado, cuando se hablaba de la deuda externa de un país se tendía a pensar en los compromisos del sector público más que en los contraídos por empresas o individuos particulares, contratados a largo o corto plazo. Es más, eso es lo que informaban los antecedentes disponibles en las fuentes internacionales. Ahora bien, a medida que transcurrían los años setenta, la deuda privada sin garantía pública y la de corto plazo fue adquiriendo rápidamente una creciente participación, pero sin aparecer aún registrada en las estadísticas convencionales sobre la materia. En efecto, en 1980 la diferencia efectiva entre una definición tradicional del saldo vigente de la deuda de América Latina y una estimación más exhaustiva se situó en el rango del 40 por ciento del total revisado: la deuda con garantía era de 124 mil millones de dólares frente a 204 mil millones de dólares del total (véase Ffrench-Davis, 1982).³ De esta

³ Cálculos efectuados en 1981, con cruces de información del BIS y Banco Mundial; las estimaciones se efectuaron para el conjunto de los países en desarrollo y el análisis de políticas se concentró en 14 de ellos. El informe, escrito en 1981, se publicó en Ffrench-Davis (1984).

manera, el análisis estándar que se limitaba a las estadísticas convencionales, ignoraba una cuota importante y creciente de la deuda; además, ésta era contratada en condiciones más desfavorables en términos de plazos (menos de la mitad) y tasas de interés (el doble).

El sesgo se agudizó con el transcurso del tiempo, a medida que la deuda privada sin garantía oficial incrementaba su participación dentro del total. Estos créditos eran concedidos por varios cientos de bancos transnacionales, sin un conocimiento sistemático recíproco de cuánto y a quién habían prestado los otros bancos acreedores. La situación era la propicia para una crisis bancaria.

Sin embargo, por aquellos años algunos actores importantes argumentaban que la inclusión de la deuda privada en las estadísticas convencionales resultaba injustificada. En efecto, se sostenía que, como ella había sido contratada entre particulares, sin injerencia del sector público, el país anfitrión del deudor no tenía que responder por esos recursos, los cuales, por otra parte, al ser utilizados de acuerdo con criterios de rentabilidad privada, podrían pagarse sin problemas, pues reeditarían una renta superior a la tasa de interés. El postulado subyacente era que el agente privado siempre evalúa en forma correcta sus posibilidades, y se endeuda únicamente cuando está seguro de que la rentabilidad del uso de los fondos será superior a las tasas de interés que le cobran los acreedores extranjeros. Es lo que por entonces se sostenía en forma sistemática por autoridades en la región (con la excepción de Colombia), en los medios financieros internacionales y en el FMI (véase Robichek, 1981), afirmaciones que la facilidad con que se renovaban los créditos parecía confirmar. Así, la deuda de los países de América Latina en su conjunto fue creciendo aparentemente sin problemas. Hacia el inicio del decenio de 1980 la deuda bancaria de América Latina ya representaba cerca del 80 por ciento de la deuda total, incluyendo las obligaciones de corto plazo y sin garantía pública.

Ante la permisividad de los mercados financieros internacionales durante los años setenta, los países reaccionaron en tres formas distintas⁴. Esta variedad refleja que hubo espacio para escoger caminos nacionales alternativos. Algunos países aprovecharon la oferta de fondos externos para financiar sus procesos de inversión. Este fue el camino elegido por Brasil y Corea, cada uno con su propio estilo de desarrollo, pero ambos absorbiendo y reprogramando los créditos de la banca internacional con el fin de utilizarlos en proporción importante en proyectos de inversión productiva. Una segunda forma de reacción, más bien excepcional, correspondió a países como Colombia, que, junto con canalizar el crédito externo hacia la inversión, restringieron en forma fuertemente anticíclica el volumen de endeudamiento.

Finalmente, otras economías, presionadas por los bancos y por factores internos, se inclinaron por aceptar todos los fondos ofrecidos, aunque sobrepasaran el volumen de recursos que en rigor necesitaban y que podían absorber eficientemente. Por una parte, recibieron la

⁴ Véanse ensayos sobre Argentina, Brasil, Colombia, Chile y México en French-Davis (1983). Véase también Wionczek (1985).

presión de los banqueros que recorrían el mundo ofreciendo préstamos voluminosos; por otra, tomaban fuerza los enfoques ortodoxos monetaristas, que recomendaban liberar la cuenta de capitales para permitir que el volumen del crédito fuera determinado por el mercado. Estos países se vieron arrastrados así a aumentar el gasto en moneda extranjera, en importaciones de bienes de consumo, intermedios y de capital, lo que los llevó a generar déficit en sus cuentas corrientes mediante el atraso cambiario y el consiguiente incremento de las importaciones, lo cual obedeció, a su vez, a la excesiva disponibilidad de créditos externos. Ejemplos destacados de éstos fueron Argentina, Chile y Uruguay (French-Davis, 1983; Ramos, 1986).

Así pues, existe un endeudamiento que impulsa el crecimiento y otro que financia el consumo de artículos importados y/o la fuga de capitales, conduciendo este segundo caso a una reducida tasa de formación interna de capital y a un desaliento de la producción nacional, pues debe competir en condiciones artificialmente desmedradas.

2. EMERGENCIA DE LA CRISIS A COMIENZOS DE LOS AÑOS OCHENTA

a. Ajuste desestabilizador

Los países deudores, por lo general, respondieron pasivamente al crecimiento persistente del volumen de préstamos externos. Por ejemplo, en 1981 los países latinoamericanos tuvieron un déficit en cuenta corriente equivalente a 6 por ciento de su PIB (y 44 por ciento de sus exportaciones de bienes), que fue cubierto con el ingreso neto de capitales financieros. Esa cifra más que duplicaba la registrada en 1973 y las que fueron características de los años sesenta. En otras palabras, durante varios años la región se fue ajustando crecientemente a una abundancia de divisas que parecía permanente, pero que en realidad tenía importantes componentes transitorios y reversibles. Además, el costo de estas divisas fue en la práctica imprevisible, debido a que los contratos de préstamos bancarios se suscribieron a tasas de interés variables, pagaderas según las tasas vigentes en el mercado a la fecha de vencimiento de cada pago.

Durante varios años el incremento de la deuda bancaria provocó una fuerte acumulación de reservas internacionales en los PALs, creando una percepción de abundancia de moneda extranjera que presionó hacia una apreciación cambiaria en la mayoría de los países. En 1980, cuando la tasa LIBOR (incluidos los recargos por márgenes de intermediación) era del 14 por ciento, por cada 100 dólares de deuda vigente se recibían créditos netos por 30 dólares y se utilizaban 14 dólares en el pago de intereses. Por lo tanto, había una transferencia financiera neta de 16 dólares para solventar importaciones o acumular reservas. Paralelamente, las exportaciones crecían alrededor de 9 por ciento por año, complementando así la amplia disponibilidad de divisas. Fue sólo a partir de 1981 que se inició un deterioro acelerado en estas relaciones económicas.

Durante los años setenta se observó en diversos países industrializados una progresiva relajación de los controles sobre las tasas internas de interés, los flujos de capitales y sus mercados financieros nacionales. Más aún, el mercado no regulado del eurodólar estaba florecien-

do. Sin embargo, hacia fines de los años setenta la reducción de la inflación se estaba convirtiendo en política prioritaria en el mundo industrializado. Enseguida, el contexto internacional se deterioró y ello repercutió en el ámbito financiero, con consecuencias que se manifestaron con mayor fuerza después de 1980, y con repercusiones particularmente negativas para América Latina, que estaba fuertemente endeudada y con déficit en cuenta corriente elevados.

De hecho, en respuesta a las políticas macroeconómicas financieras más restrictivas adoptadas por las naciones industrializadas, hacia fines del decenio de 1970 las tasas de interés nominales se fueron acomodando a la inflación internacional. En el lapso 1977-80 tanto las tasas nominales como las reales subieron, pero en forma moderada. En 1981, la situación cambió bruscamente y se deterioró para los deudores. Adicionalmente, los términos de intercambio de los países deudores también se deterioraron y la inflación externa se detuvo bruscamente, mientras que las tasas de interés nominales continuaron su marcha ascendente.

El indicador apropiado de inflación debe basarse en los precios en los que se realiza el comercio internacional. Los índices de precios del intercambio relevantes en el caso de los PALs muestran en el bienio 1981-82 una variación negativa respecto de 1980. Ello obedece en lo fundamental a la apreciación del dólar frente a otras monedas duras (con lo que un precio constante en marcos o yenes se expresa en un precio declinante en dólares) y al hecho de que las deudas se encontraban mayoritariamente expresadas en la moneda norteamericana, a diferencia del intercambio comercial, que exhibe una diversificación mayor de las monedas en que se realiza. Entonces, las tasas de interés bancario, deflactadas por un índice de precios del comercio internacional, resultaron notablemente elevadas en 1981-82: fueron del orden del 20 por ciento en términos reales, medidas de la manera descrita. Debido a la forma de operar del mercado, con tasas flexibles día a día, el aumento de la tasa de interés afectó no sólo a los nuevos créditos, sino también a la mayoría del saldo acumulado de la deuda bancaria.

Los antecedentes de que se dispone sobre los países en desarrollo en general y los latinoamericanos en particular revelan que hacia 1980 la balanza financiera ya gravitaba fuertemente dentro de la cuenta corriente. A esas alturas, el déficit externo ya no se hallaba tan solo ligado al deterioro de los términos del intercambio comercial, como había ocurrido en el pasado, sino también a la carga que había llegado a significar el pago de los intereses de la deuda. Es decir, los términos del financiamiento tomaron un puesto destacado junto a los términos del intercambio comercial como factor desestabilizador significativo. Por ejemplo, cabe señalar que, en 1982, América Latina en su conjunto logró un fuerte superávit comercial (10 mil millones de dólares), en tanto que registró un déficit de 34 mil millones de dólares por pagos netos de utilidades e intereses. El problema se hizo aún más complicado por las crecientes expectativas negativas del sector privado, que dieron lugar a una cuantiosa fuga de capitales.⁵

• • • • •
⁵ No hay una definición convencional de lo que constituye una fuga de capitales. Para diferentes estimaciones al respecto, véase Lessard y Williamson (1987).

Simultáneamente con el incremento acelerado de la demanda de préstamos para el refinanciamiento del servicio de la creciente deuda, los propios bancos se fueron alarmando progresivamente por su exposición crediticia en la región. Ya en 1977, los principales bancos norteamericanos intentaron reducir la tasa de crecimiento de sus préstamos en el mercado latinoamericano. No obstante, esto tuvo poco impacto a nivel global, por cuanto la merma relativa en el promedio de la expansión de su crédito fue compensada con creces por los préstamos de otros bancos que ingresaban al campo internacional. De hecho, el número de nuevos bancos participantes en el mercado fue de un promedio de 65 bancos por año entre 1976 y 1980, mayoritariamente de Europa, Japón y el Oriente Medio. Así, aun cuando la tasa anual de expansión crediticia de los bancos norteamericanos bajó de 29 por ciento en 1975-77 a 8 por ciento en 1978, la de los bancos no estadounidenses subió de 30 por ciento a 50 por ciento. Con ello, la expansión media global del crédito bancario prácticamente no cambió, manteniéndose cerca del 30 por ciento anual (Devlin, 1989). Sólo alrededor de 1981 el sistema en su conjunto —presionado por su gran exposición crediticia por un lado y por la acelerada demanda de refinanciamiento de los deudores por otro— comenzó abiertamente a manifestar la tensión. Así, cada banco individualmente procedió a acortar sus plazos de amortización y a subir sus recargos (“*spreads*”) sobre la tasa variable de interés, política que al nivel global sirvió para aumentar la demanda de refinanciamiento de los deudores y acrecentar la tensión del sistema.

Si se consideran únicamente los pasivos del sector público, el coeficiente de amortización anual hacia 1980 fue del orden del 15 por ciento del saldo de la deuda vigente. Por otra parte, el de la deuda bancaria, componente que acrecentaba persistentemente su participación en el total, ascendió a un 40 por ciento anual, siendo aún más elevado en el año siguiente. Ello puso de manifiesto una gran volatilidad de los recursos financieros privados, que no se había manifestado cuando el mercado funcionaba bien en su etapa expansiva, ya que los préstamos se renovaban en forma virtualmente automática. Se hizo evidente, sin embargo, que esta situación tan permisiva no podría persistir por mucho tiempo; en algún momento ella se iba a revertir, provocando severas dificultades (véase Ffrench-Davis, 1982; Fishlow, 1983; Williamson, 1983). Y entonces, tanto la forma en que los países deudores hubiesen utilizado los créditos como el *stock* de deuda acumulada pasarían a tener importancia crucial.

Al estallar la crisis de la deuda en 1982, los bancos estaban sumamente sobreexpuestos en la región. A modo ilustrativo, los nueve bancos más grandes de los Estados Unidos, a pesar de una política de préstamos algo más reservada a fines de los años setenta, registraron en 1982 un coeficiente de préstamos/capital de 180 por ciento con los PALs: 50 por ciento en México, 46 por ciento en Brasil, 26 por ciento en Venezuela, 21 por ciento en Argentina, 12 por ciento en Chile y el saldo restante distribuido entre los otros países de la región. Frente a los problemas de pago de los países y a la peligrosa sobreexposición de los bancos, el flujo neto anual de créditos bancarios disminuyó bruscamente en el curso de 1982. Aquí es útil mostrar el contraste con los flujos netos registrados en la situación inmediatamente anterior. El saldo de la deuda bancaria creció alrededor de 10 por ciento en 1982 (cifra similar para América Latina y para el resto de los países en desarrollo), mientras que la tasa de interés fue del orden del 16 por ciento. Es decir, por cada 100 dólares de deuda debieron recurrir a 6 dólares de otras fuentes, con un saldo de transferencias financieras netas fuertemente

negativo para los países deudores. Esas transferencias se cubrieron con el uso de reservas internacionales, que bajaron aceleradamente en América Latina (40 por ciento entre 1980 y 1982) y con la reducción drástica de las importaciones (42 por ciento en 1981-83). Las exportaciones, en cambio, se enfrentaron con un escenario internacional de precios declinantes y acceso restringido; y, consecuentemente, con un crecimiento negativo de su valor entre 1980 y 1983.

A esto se agregó la inestabilidad en el acceso a los recursos financieros. Ya no se trató sólo de un menor volumen global y una tasa de interés real desmesuradamente alta, sino también de una gran incertidumbre respecto del monto de recursos disponible para cada país en particular. Se concretó así la posibilidad, hasta entonces latente, de que diversos deudores tropezasen con problemas de acceso al financiamiento que requerían en forma ineludible, lo que aconteció generalizadamente durante el segundo semestre de 1982.

En este nuevo contexto, la estrechez de los plazos emergió como un problema real grave. En un mercado internacional que abruptamente dejó de operar con la permisividad con que lo había hecho en los años precedentes, tener que renovar el 40 por ciento de la deuda año a año constituyó una tarea muy difícil. A ello se sumaron las necesidades de financiamiento para cubrir el pago de abultados intereses, que se triplicaron entre 1977 y 1980.

En síntesis, el conjunto de variables generó un *shock* externo de proporciones gigantescas, que afectó duramente a la gran mayoría de los países deudores.

b. Una visión retrospectiva de crisis financieras anteriores

La crisis financiera de 1982 fue un episodio más en la serie de auges y colapsos que ha caracterizado la evolución histórica de las finanzas internacionales. América Latina había sido un protagonista importante, al haber experimentado ya períodos de intenso endeudamiento externo seguidos por incumplimientos generalizados en tres ocasiones durante el siglo diecinueve, y de nuevo en los años veinte y los treinta (CEPAL, 1964; Skiles, 1988).

En el contexto de las crisis anteriores, los problemas financieros externos de la región se resolvieron mediante los mecanismos típicos de un mercado privado descentralizado y competitivo. En efecto, los bonos de los PALs (el instrumento crediticio utilizado en ocasiones anteriores) eran tomados por inversionistas de cartera, dispersos y anónimos. Un conjunto de factores recurrentes, como el exceso de liquidez internacional, la fuerte competencia entre inversionistas en la colocación de préstamos y las imperfecciones en la circulación de información, a los cuales se sumó un exceso de entusiasmo por parte de los países deudores para aprovechar esta permisividad, llevaron a una acumulación de pasivos externos que finalmente generó graves problemas respecto al servicio de la deuda. Es obvio que el patrón general tiene un cercano paralelo con lo ocurrido en la crisis de los años ochenta (Kindleberger, 1978; CEPAL, 1990).

A su vez, los acreedores suelen enfrentar los problemas de pago en los países deudores encareciendo el costo de los nuevos créditos (con una prima de riesgo más alta y plazos de pago

más breves) y racionando drásticamente los préstamos. Si bien se trató de un comportamiento quizás racional desde el punto de vista de cada prestamista individual, los que intentaban restringir su exposición crediticia contribuyeron a menudo a profundizar los problemas de liquidez de los deudores y a deteriorar la calidad de la cartera global de préstamos del conjunto de acreedores extranjeros. Todo ello culminó, en cada una de las crisis, con una explosión de pánico en el mercado crediticio, dando lugar a un racionamiento drástico de nuevos préstamos; incluso los deudores dispuestos a pagar una tasa de interés más elevada no lograron obtener créditos frescos.

Al suspenderse el otorgamiento de nuevos préstamos se detuvo el proceso de renovación crediticia, con lo cual aumentó aún más la carga efectiva del servicio de la deuda. Por otra parte, en las crisis precedentes los acreedores, por ser dispersos y anónimos, tenían dificultades para comunicarse entre ellos; este hecho debilitó su capacidad para manejar en forma colectiva los problemas de pago de los países endeudados y de ese modo evitar incumplimientos (mediante, por ejemplo, la aplicación de presiones sobre el deudor para que ajustara su economía). Como contraparte de esta situación, el país deudor, agobiado con pagos no refinanciados, y sin canales efectivos de renegociación con sus acreedores, optó a menudo por el incumplimiento unilateral de los pagos. Así, de todas las naciones de América Latina, sólo Argentina, la República Dominicana y Haití eludieron una moratoria del servicio de la deuda durante la gran crisis financiera de los años treinta.

Es interesante observar que, en las crisis precedentes, el incumplimiento funcionó en la práctica como un mecanismo del mercado que repartió riesgos entre el acreedor y el deudor. En efecto, frente a una excesiva acumulación de préstamos y deudas, la moratoria permitió al prestatario traspasar una parte significativa de los costos del problema a los acreedores. Estos, que al momento de prestar habían cobrado a los deudores una prima de riesgo precisamente para compensar tal eventualidad, no siempre acumularon reservas suficientes para absorber las pérdidas derivadas de un incumplimiento, con lo que algunos de ellos tuvieron serios problemas e incluso quebraron. Más aún, los problemas de solvencia de un deudor o acreedor importante generaron a menudo una serie de externalidades negativas en el mercado financiero, las que arrastraron a otros prestamistas y prestatarios más solventes. Por otra parte, aun cuando el incumplimiento representó cierto alivio para el deudor, ello fue a menudo a expensas de la confianza general de los acreedores privados. En fin, la solución del mercado no fue socialmente eficiente, pero sí tuvo la virtud de repartir los costos del problema crediticio entre el acreedor y el deudor.

3. LA GESTIÓN DE LA CRISIS EN LOS AÑOS OCHENTA

Como se puede observar, las causas de la crisis de los años ochenta muestran paralelos con las de otros episodios anteriores: un exceso de entusiasmo para prestar por parte de los acreedores, y para endeudarse por parte de los países prestatarios, que culminó en una sobreexpansión generalizada de crédito/deuda y una crisis del sistema financiero internacional. Pero allí termi-

nan las similitudes. Es evidente que se registran diferencias radicales entre la crisis de 1980 y las anteriores, no en su gestación, sino en la forma en que se enfrentó.

En términos históricos, la crisis de los años ochenta es notoria por la coordinación sistémica lograda por los acreedores, la que les permitió detener, o postergar, los incumplimientos de los países latinoamericanos que habrían amenazado la solvencia de la comunidad bancaria internacional. En efecto, durante la crisis de los años ochenta se pudo observar el surgimiento a nivel internacional de algunos de los mecanismos de rescate financiero que los gobiernos solían utilizar cuando aparecían problemas financieros sistémicos en sus mercados nacionales.

Después del incumplimiento de México en agosto de 1982, evento que formalmente inició la crisis, se logró organizar rápidamente una suerte de “prestamista internacional de última instancia”, cuya función fue la de estabilizar un sistema financiero en plena crisis. Este mecanismo contingente fue producto de las gestiones de los gobiernos del Grupo de los Siete —liderado por los Estados Unidos—, algunos de los bancos prestamistas más grandes y los organismos financieros multilaterales, especialmente el Fondo Monetario Internacional. El prestamista internacional de última instancia contribuyó a coordinar a centenares de bancos acreedores en las negociaciones con cada país deudor, proceso dirigido a que estos últimos efectuasen un fuerte ajuste contractivo de su economía, evitando de ese modo un incumplimiento del servicio de la deuda que pudiese resultar desestabilizador del sistema financiero internacional. La gestión del prestamista de última instancia ha pasado por cuatro fases bien marcadas, que se detallan a continuación.

a. Las fases de la gestión de la crisis

i) Primera fase: agosto de 1982 a septiembre de 1985.

En este lapso, los esfuerzos oficiales se orientaron a la promoción de un ajuste contractivo en el país deudor —a través de políticas de ajuste más intensas en reducción de la demanda agregada que en políticas reasignadoras—, una reestructuración de su deuda externa y el servicio normal de intereses sobre la misma. Fueron varios los mecanismos que se utilizaron para conseguir esos propósitos.

- Una coordinación sin precedentes entre los acreedores

Aunque existían cientos de bancos acreedores para cada país deudor, las instituciones prestamistas habían institucionalizado ciertos medios de coordinación de sus acciones, luego del surgimiento de la crisis. En contraste con los tenedores anónimos de bonos de los años treinta, a los bancos comerciales les resultaba fácil identificarse, por cuanto habían otorgado una parte significativa de sus préstamos a través de consorcios crediticios organizados en forma pública; además, no era común traspasar los préstamos a terceros, debido a la carencia de un mercado secundario para estos instrumentos financieros. Finalmente, dado que ya habían surgido problemas de pago aislados, pero serios con algunos países en desarrollo (como Perú, Jamaica, o Turquía) en los años setenta, los bancos ya habían establecido un mecanismo para coordinar sus acciones en caso de incumplimiento; en efecto, los bancos acreedores formaban

un pequeño comité asesor, el que se encargaba de negociar con el país deudor; normalmente, el comité estaba compuesto por los prestamistas con mayor exposición crediticia en el país respectivo. Durante la crisis de los años ochenta, los bancos utilizaron el sistema de un comité asesor; más aún, entre bastidores, los gobiernos de los países acreedores intervinieron para mejorar la eficacia del trabajo de coordinación del comité, orientando el comportamiento de los bancos integrantes de éste, y presionando a aquellos bancos renuentes a actuar en forma colectiva y a seguir los lineamientos planteados por el comité asesor (Devlin, 1989).

- Ajuste en el país deudor

La creencia convencional en los países acreedores fue que la crisis de la deuda en América representaba un problema de liquidez de corto plazo y no uno de solvencia (Cline, 1984). Fue en este contexto que, a través del comité asesor, los acreedores en forma conjunta insistieron en que el país deudor tomara drásticas medidas de ajuste a fin de liberar rápidamente divisas para el servicio de la deuda. Estas medidas, que serán analizadas posteriormente, llevaron a un rápido vuelco en la balanza comercial de los países deudores, la cual para la región en conjunto pasó de un déficit promedio anual de 7 mil millones de dólares entre 1978 y 1981 a un gran superávit de 25 mil millones de dólares por año en 1983-87. De esta manera se generó un importante saldo anual de divisas adicionales para el servicio de la deuda.

- Reprogramación del servicio de la deuda

Incluso con un gran saldo positivo en su balanza comercial, los países deudores no podían atender todo el servicio de la deuda programado, en parte porque este último era inflado por el acortamiento general de los plazos de pago otorgados por los bancos durante el año anterior a la crisis mexicana y por el muy alto nivel de la tasa de interés internacional (una tasa LIBOR de 15 por ciento en 1981-82), y porque la fuerte recesión internacional de aquel entonces limitaba la expansión de las exportaciones de la región. Para enfrentar ese problema se reprogramó la amortización de la deuda —siguiendo una práctica financiera común en casos de problemas de pago— y se otorgaron nuevos préstamos (llamados “no voluntarios” o “dinero fresco”) para financiar parte de los pagos de intereses. Este sí fue un comportamiento novedoso por parte de los bancos en materia de renegociación de la deuda, actitud a la que fueron tenazmente empujados por el FMI. Los bancos, a su vez, también presionaron para que los gobiernos de los países deudores asumieran responsabilidad por la deuda del sector privado; una exigencia sin precedentes.⁶

Durante la primera fase de gestión oficial se realizaron tres rondas de reprogramaciones (véase el cuadro IV.3). Con la expresa intención de proteger la imagen de solvencia del deudor (y, por supuesto, evitar pérdidas para la banca), dichos ejercicios se realizaron bajo condiciones comerciales. Las dos primeras rondas resultaron extraordinariamente onerosas para los deudores.

• • • • •
⁶ La presión por la nacionalización de la deuda fue notablemente arbitraria, por cuanto los bancos ya habían cobrado al sector privado una prima de riesgo por sus préstamos y no compensaron a los gobiernos latinoamericanos por asumir la nueva carga.

Cuadro IV.3 AMÉRICA LATINA: EVOLUCIÓN DE LOS TÉRMINOS DE ENDEUDAMIENTO CON BANCOS PRIVADOS^a
(1980/81 = 100)

| | Primera ronda | Segunda ronda | Tercera ronda | Cuarta ronda |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| Argentina | 319 | | 114 | 40 |
| Brasil | 144 | 107 | 43 | |
| Costa Rica | 151 | | 82 | |
| Cuba | 148 | 93 | 65 | |
| Chile | 250 | 151 | 89 | 50 |
| Ecuador | 335 | | 107 | |
| Honduras | 152 | | 65 | |
| México | 280 | 160 | 84 | 44 |
| Panamá | 274 | | 79 | |
| Perú | 197 | 134 | | |
| Rep. Dominicana | 235 | | 61 | |
| Uruguay | 349 | | 98 | 44 |
| Venezuela | | | 68 | 47 |

Fuente: Devlin (1989).

^a El índice está compuesto por la comisión, el plazo de amortización y el margen o recargo sobre la LIBOR; la comparación se hace con las condiciones prevalecientes en el período inmediatamente anterior a la crisis.

En la primera ronda de dichos ejercicios, los bancos reprogramaron 50 mil millones de dólares de deuda en 13 PALs. Además, en el marco acordado con el FMI de una expansión crediticia colectiva de 7 por ciento, los bancos otorgaron 14 mil millones de dólares en préstamos no voluntarios a nueve países. Condiciones típicas de estos ejercicios fueron los breves períodos de consolidación (sólo 1 ó 2 años), márgenes sobre LIBOR de más de 2-2,5 por ciento, plazos de amortización de apenas 6-8 años y altas comisiones (1-1,5 por ciento o más sobre el monto reprogramado o prestado). Si se calcula, sobre la base de estas características, un índice compuesto del "costo negociado del crédito", se encuentra que para la mayoría de los PALs dicho precio subió entre 100 y 250 por ciento comparado con su nivel antes de la crisis (véase el cuadro III.3). Ello explica la paradoja de que América Latina se convirtiera en un centro de fuertes ganancias para los bancos en medio de su peor crisis económica desde los años treinta (CEPAL, 1988).

Dada la débil capacidad financiera de los deudores y la dureza y carácter cortoplacista de las condiciones de renegociación, algunos de los primeros países que lo hicieron se vieron en la necesidad de iniciar una segunda ronda de renegociación casi inmediatamente después de finalizada la primera. El costo negociado del crédito fue ligeramente inferior al de la primera ronda.

La tercera ronda se efectuó prontamente en 1984. En esta ocasión se reescalonaron 113 mil millones de dólares de principal (incluyendo vencimientos ya reestructurados) en 11 países, a la vez que se concordaron 6 mil millones de dólares como préstamos frescos no voluntarios para seis países. Sin embargo, las condiciones de crédito mejoraron de manera importante: si se utiliza el índice compuesto antes mencionado, en esta ronda el costo del crédito negociado fue inferior al vigente antes de la crisis (véase el cuadro IV.3).

- Papel activo del sector oficial

Los organismos gubernamentales y las instituciones multilaterales tuvieron una gestión

activa durante la crisis. El FMI sirvió como un puente entre los bancos y los países deudores; por una parte los bancos pudieron contar con su presencia en los procesos de ajuste de los países sólo si éstos habían acordado previamente reprogramar deudas (y otorgar préstamos involuntarios); y, por otra, los países pudieron ganar acceso a la reprogramación sólo si tenían una “luz verde”, es decir, un programa contingente con el Fondo. Los bancos centrales y ministerios de hacienda de los países industrializados presionaron a los bancos (especialmente a los más pequeños, menos expuestos y por ende menos dispuestos a financiar créditos no voluntarios) para que actuaran en forma colectiva. Algunos organismos oficiales también otorgaron préstamos puente a los deudores, los que permitieron el servicio de la deuda durante las largas negociaciones con la banca. Finalmente, los gobiernos acreedores reprogramaron (también en condiciones relativamente onerosas) deudas oficiales en el marco del Club de París, y en su calidad de accionistas principales de los organismos multilaterales promovieron desembolsos de préstamos de éstos, los que en la práctica financiaron una parte del pago de intereses a los acreedores bancarios.

ii) Segunda fase: septiembre de 1985 a septiembre de 1987.

Este período se enmarcó dentro de lo que se denominó “el Plan Baker”. En efecto, en las reuniones anuales del FMI y del Banco Mundial, efectuadas en la República de Corea en septiembre de 1985, el Secretario del Tesoro norteamericano, James Baker, anunció un nuevo esquema para el manejo del problema de los países deudores. Así, al reconocer los onerosos efectos recesivos de la primera fase, se introdujo un nuevo enfoque de gestión denominado “el ajuste estructural con crecimiento”. Los instrumentos de política financiera fueron idénticos a los de la primera fase, es decir, la reprogramación de vencimientos bajo condiciones comerciales normales y con dinero fresco. Sin embargo, frente a una continua y significativa erosión del monto de nuevos préstamos no voluntarios en las primeras tres rondas de reprogramación, Baker se comprometió públicamente a movilizar, para 15 países en desarrollo dispuestos a cooperar con la nueva estrategia (en su mayoría PALs), nuevos préstamos por 29 mil millones de dólares en un período de tres años: 20 mil millones de la banca (una expansión crediticia neta de 2,5 por ciento anual) y 9 mil millones de los organismos oficiales. Además, en vista del nuevo marco estructural para el ajuste, le asignó una participación mucho más activa al Banco Mundial, hasta entonces protagonista relativamente pasivo en la gestión oficial.

El Plan Baker también inició una cuarta ronda de reprogramaciones, que comenzó a mediados de 1986 con México. Esta ronda reestructuró 176 mil millones de dólares de deuda (incluyendo la ya reprogramada) en seis países (Argentina, Brasil, Chile, México, Uruguay y Venezuela). Además, otorgó 14 mil millones de dólares en préstamos bancarios a tres países (Argentina, Brasil y México), recibiendo este último más de la mitad de dichos recursos. Las condiciones, o costo negociado del crédito, continuaron ablandándose: los vencimientos reprogramados típicamente cubrieron un plazo de seis años, el margen sobre LIBOR bajó a 0,81 por ciento-0,88 por ciento, el período de amortización se alargó a 15-20 años y no se cobraron comisiones.

iii) Tercera fase: septiembre de 1987 a marzo de 1989.

Durante este período, el Plan Baker y la cuarta ronda de reprogramaciones continuaron

operando formalmente. Sin embargo, en 1987 el esquema experimentó una mutación de importancia suficiente como para marcar otra fase, que denominaremos el Plan Baker "B". En efecto, surgió lo que se llamó el "menú de opciones del mercado". El menú incluyó los tradicionales mecanismos de reprogramación con nuevos préstamos, pero además se admitió la posibilidad de utilizar mecanismos de reducción de la deuda, tales como operaciones de recompra de deuda con descuento, bonos de salida ("*exit bonds*") con una tasa de interés por debajo de la del mercado y canjes y conversiones de la deuda. Así, los acreedores admitieron tácitamente por primera vez que la deuda bancaria de la región era por lo menos parcialmente impagable a su valor nominal. No obstante, se hizo hincapié en el hecho de que el nuevo esquema sería exclusivamente voluntario, basado en los principios del mercado privado, sin costos para los contribuyentes de los países industrializados, y excluiría la deuda del Club de París (CEPAL, 1988).

iv) Cuarta fase: marzo de 1989 hasta el presente.

En 1989 surgió un nuevo esquema, denominado "el Plan Brady", propuesto por el Secretario del Tesoro norteamericano Nicholas Brady. El nuevo plan marcó un avance novedoso en el manejo del problema.

En efecto, el Plan Brady colocó en primer plano las operaciones de reducción de la deuda que habían sido planteadas más bien tímidamente por el Plan Baker "B". Pero más importante aún, comprometió el apoyo directo, financiero e institucional del sector público internacional en el proceso de reducción de la deuda. Se reconoció que uno de los motivos del poco éxito del Plan Baker "B" era el hecho de que los países deudores no contaron con recursos propios suficientes para comprar sus deudas con descuento. Así, para superar este problema, el Plan Brady movilizó 30 mil millones de dólares en préstamos (24 mil millones en partes iguales del Banco Mundial y el FMI, y 6 mil millones del gobierno de Japón) que podrían ser destinados al financiamiento de la recompra de deuda o a su conversión en bonos, con descuento.

También Brady propuso cambios en los marcos regulatorios y tributarios de la banca con miras a reducir los obstáculos para la reducción de la deuda (Griffith-Jones y Rodríguez, 1992). Y, finalmente, el Plan permitió que los acuerdos de reestructuración de la deuda se desvincularan de los programas del FMI. De este modo, y siempre determinado caso por caso, un país deudor podría firmar un programa contingente con dicho organismo aunque no hubiera llegado a acuerdo con la banca respecto del manejo de su problema de la deuda. Si bien nunca fue articulada formalmente, en la práctica la nueva política dio lugar a la posibilidad de que un país pudiera concretar un programa de ajuste con el FMI aun cuando estuviese retrasado en el servicio de la deuda (CEPAL, 1990).

El Plan Brady inició la quinta ronda de reestructuraciones de la deuda. Hasta 1993, se habían finiquitado seis convenios de reducción en América Latina —Argentina, México, Venezuela, República Dominicana, Costa Rica y Uruguay. Esos seis convenios finiquitados eliminaron, en términos netos, 11 mil millones de dólares de deuda bancaria con tasa de interés variable y convirtieron otros 39 mil millones de obligaciones en bonos de largo plazo con la

tasa de interés fijada, en forma permanente o transitoria, a un nivel de 5 por ciento-7 por ciento, dependiendo del país y del período considerado. Más recientemente, Brasil y Perú firmaron convenios Brady en 1995 y 1997, respectivamente.

Además, en este período se ha observado algún ablandamiento de las condiciones del Club de París, un foro bastante rígido en su tratamiento de la deuda. En 1990 se extendieron a otros países los denominados Términos de Toronto, originalmente reservados para los países más pobres de África y para Bolivia y Guyana, dos países de la región con niveles de ingreso extremadamente bajos. Este programa permitió una reducción de hasta 33 por ciento del valor presente de los vencimientos reprogramables (normalmente, 12-18 meses de pagos por vencer). En 1991 el Club introdujo los Términos de Houston para los países de ingreso medio y bajo. Este plan, que fue aplicado a Honduras, El Salvador, Panamá, Jamaica, Perú, la República Dominicana y Ecuador, permitió un plazo de pago algo más largo que el tradicional y la reducción de montos muy limitados de la deuda. Por último, a fines de 1991 el Club profundizó la reducción para los países más pobres, permitiendo una rebaja negociada de hasta 50 por ciento en el valor presente de los vencimientos reprogramables. Hacia fines de 1993 este nuevo esquema se había aplicado a Nicaragua, Bolivia, Guyana y Honduras.

b. La dinámica tras las negociaciones

De lo anterior se desprende que la gestión oficial frente al problema de la deuda no fue estática y se experimentaron diversas innovaciones a lo largo de los diez años. El surgimiento de un prestamista de última instancia al nivel internacional fue sin lugar a dudas un evento potencialmente muy positivo. Sin embargo, cabe hacer notar que su comportamiento distó mucho de la intervención normal de los gobiernos en los mercados nacionales en circunstancias similares.

Un prestamista nacional de última instancia suele actuar para minimizar los costos sociales globales de una crisis en el mercado financiero. En efecto, impone al manejo del problema criterios de bienestar público, ya que la crisis y su forma de solución tiene repercusiones cuyo impacto va más allá de las partes directamente involucradas, pues afecta el sistema económico y político en general. Como se observó en los Estados Unidos, en los rescates de la municipalidad de Nueva York, la gran empresa Chrysler y las asociaciones de ahorro y préstamo, la gestión pública frente a las crisis se esforzó por mantener un grado de simetría en la distribución de los inevitables costos de una solución duradera (CEPAL, 1990). Por supuesto, se exigieron ajustes estructurales a los deudores, que entrañaron sacrificios importantes: por ejemplo, la venta forzosa de activos, la reducción de sueldos y de personal, etc. Pero también se pidieron sacrificios igualmente importantes a los acreedores para que apoyaran los esfuerzos de ajuste del deudor; por ejemplo, un castigo parcial de la cartera problemática, una fuerte reducción de la tasa de interés y, a veces, una inyección de nuevo capital, que incluso podría disfrutar de garantías del Estado.

En contraste, el prestamista internacional de última instancia trabajó inicialmente con un enfoque más unilateral: la prevención a toda costa de pérdidas en el sistema financiero (CEPAL,

1990). Además, los gobiernos acreedores participaron en una suerte de “fetichismo” del mercado, pretendiendo no intervenir directamente en las negociaciones entre deudor y acreedor y evitando las obligaciones financieras directas. De hecho, sin embargo, los gobiernos, en especial el de los Estados Unidos, tuvieron una influencia decisiva en la definición del marco de negociación y en sus modificaciones, además de mantener contactos frecuentes con las partes.⁷ Los gobiernos contrajeron también obligaciones contingentes al alentar a los prestamistas multilaterales a que refinanciaran indirectamente los pagos de intereses a los bancos privados.

El otro lado de la moneda de este sesgo proacreedor fue, como se explicará en la sección 4, un sobreajuste en los países deudores. Este tipo de ajuste no sólo sacrificó excesivamente la inversión, la producción y el empleo en estos países, sino que probablemente sirvió también para prolongar y profundizar la propia crisis.

Las concesiones otorgadas a los deudores después de la segunda y la tercera ronda de reprogramaciones tampoco representaron el liderazgo de un prestamista internacional de última instancia visionario. Más bien fueron “reacciones” a momentos difíciles en las negociaciones, en los cuales los acreedores percibieron un creciente malestar en los círculos latinoamericanos por las onerosas condiciones de la reprogramación y por los efectos recesivos del ajuste. Con frecuencia hubo una fuerte preocupación por parte de los acreedores y sus gobiernos ante la eventualidad de que se formase un club de deudores que podría haber neutralizado el poder de negociación de los acreedores, quienes actuaron francamente en forma de un cartel. Así, las importantes concesiones de la tercera ronda de reprogramaciones coincidieron con una pugna abierta con el nuevo gobierno democrático de Argentina sobre las condiciones de la reprogramación y con la posterior formación, a mediados de 1984, de una agrupación de países latinoamericanos deudores, que se denominó el Consenso de Cartagena (Tussie, 1988). Por otra parte, el anuncio del Plan Baker fue una clara improvisación frente a una ola creciente de denuncias públicas por parte de gobiernos latinoamericanos acerca del manejo del problema de la deuda y el ajuste (entre las cuales las más notorias fueron las de Alan García, de Perú, y de Fidel Castro, de Cuba).

Así, las expresiones simultáneas de molestia por parte de varios países sirvieron para ablandar la posición de los bancos, aunque cada país deudor objetivamente tuviese una posición negociadora débil, con lo que procuraron evitar, exitosamente, la coordinación entre los países deudores. Teóricamente, los países deudores tuvieron fuertes incentivos para formar un club de deudores, ya que era la única manera de contrapesar el poder de negociación del cartel de acreedores, formado a través de la estrecha coordinación entre los bancos, los organismos multilaterales y sus gobiernos (principalmente el de los Estados Unidos). Si bien los países deudores sólo hicieron algunos esfuerzos por coordinar planteamientos sobre el marco general de negociación, principalmente en el Consenso de Cartagena (Tussie, 1988), la eficacia de esos esfuerzos fue debilitada por las mencionadas concesiones periódicas ofrecidas en circunstan-

⁷ Un ejemplo evidente se registró en el caso de México, con la intervención directa del Secretario del Tesoro y del presidente del Banco Central (FED) de los Estados Unidos durante un dramático fin de semana en agosto de 1982. Véase Kraft (1984).

cias críticas por la banca y sus gobiernos a ciertos deudores durante las rondas de renegociaciones. El otorgamiento de concesiones actuó como una suerte de “pago lateral” por parte de la banca que erosionó la unidad del Consenso (O’Donnell, 1985). En efecto, el gobierno que fue objeto de la concesión tuvo que comparar el beneficio concreto e inmediato de la oferta de los acreedores con el mayor beneficio potencial, pero menos probable, de negociar en conjunto con un grupo grande de países con intereses y situaciones económicas y políticas muy distintas. Además, el país sabía que si no aceptaba la oferta, los bancos podrían ofrecerla a otro miembro del Consenso.

No obstante, la posibilidad de un pago lateral de los acreedores quizás no fue el principal obstáculo para la formación de un club de deudores. Había también una amenaza “interna”. El cartel de los acreedores gozó de la ventaja inherente de tener que enfocar su actuar sólo sobre una variable: el pago de la deuda. En contraste, los gobiernos del Consenso tuvieron que compartir el problema de la deuda externa con un espectro de otros intereses nacionales, algunos de los cuales podrían haber sido en determinado momento más importantes que la renegociación de la deuda, y podrían haber sido perjudicados por cualquier confrontación con la banca. Por ejemplo, en 1983-84 muchos países se liberaron de regímenes dictatoriales y sus nuevos gobiernos civiles dieron máxima prioridad a la consolidación de un Estado democrático y a la demostración de que la democracia era coherente con el orden y la paz sociales. Si bien la deuda externa creó dificultades para el manejo económico y social, una confrontación con la banca, aun cuando fuese exitosa, podría haber sido una victoria “a lo Pirro” si desestabilizaba otras variables importantes del proyecto político nacional del país deudor (Devlin, 1989).

Por su parte, el Plan Baker “B” respondió a factores diversos. En primer lugar, la hipótesis de una falta transitoria de liquidez en la región estaba perdiendo credibilidad a la luz de los problemas persistentes de los países deudores y del desarrollo de un mercado secundario internacional para los préstamos bancarios en la región, en el cual se observaron en 1987 descuentos medios de 40-50 por ciento respecto del valor par de los papeles representativos de deuda bancaria (véanse el cuadro IV.4 y Bouzas y French-Davis, 1990). En segundo lugar, y en parte debido a los mismos descuentos, la banca acreedora resistió abiertamente la propuesta de Baker de otorgar nuevos préstamos involuntarios. Finalmente, el reducido flujo de crédito fresco contribuyó a un manifiesto deterioro en la capacidad del programa de cooptar a los deudores: a comienzos de 1987 Brasil sorprendió al mundo con el anuncio de una moratoria unilateral y un número significativo de otros países comenzaron silenciosamente a acumular atrasos en el servicio de la deuda (Altimir y Devlin, 1994).

El Plan Baker “B” realmente nunca despegó; con bancos poco dispuestos a prestar y deudores sin recursos suficientes para financiar una adecuada reducción de la deuda, la gestión oficial cayó en una suerte de limbo y quedaron pocos países (Chile, México, Uruguay, Venezuela y Colombia) con la capacidad y voluntad de servir su deuda externa. La falta de dirección y las graves consecuencias políticas de perseguir un ajuste sin financiamiento —manifestadas, por ejemplo, en los impresionantes motines de Venezuela a principios de 1989— crearon un sentido de urgencia que dio lugar al anuncio del Plan Brady.

De este modo, aunque el esquema oficial evolucionó bastante, resulta evidente que reaccionó, más que se anticipó, a los problemas. Por otra parte, la respuesta fue casi siempre deficiente respecto a lo que era necesario para una solución sistémica y socialmente eficiente. En verdad, pese a la retórica sobre la necesidad de financiar el ajuste de los países deudores, los acreedores lograron traspasar el grueso de los costos de la crisis a los PALs. La preocupación predominante no fue un ajuste socialmente eficiente del sistema internacional en conjunto, sino la salvación de los bancos comerciales y los sistemas financieros, a un costo directo mínimo para los contribuyentes de los gobiernos acreedores.

El rescate de los bancos fue bastante exitoso: en 1987 se observó que estaban logrando superar su crisis a través de aumentos de su capital y reservas; en 1989 los préstamos vigentes a América Latina, como porcentaje del capital de la banca norteamericana, bajaron a un manejable 38 por ciento. Este fenómeno transformó la insolvencia de América Latina de una crisis para la banca a sólo un mero problema. La mayor solvencia de la banca fue financiada de una manera asimétrica mediante una contracción de las economías latinoamericanas, lo que permitió una gran transferencia de recursos a los acreedores. La magnitud de la transferencia neta anual fue notable: equivalente a 4 por ciento del PIB de la región en el cuatrienio 1983-86. Esta cifra excede incluso a la registrada por Alemania después de la primera guerra mundial, cuando tuvo que pagar reparaciones de guerra a los aliados (Devlin, 1989).

Cuadro IV.4 AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRECIOS DE LOS PAPELES REPRESENTATIVOS DE DEUDA EXTERNA EN EL MERCADO SECUNDARIO^a
(porcentajes del valor par)

| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|
| Argentina | 26 | 15 | 15 | 27 | 45 | 54 |
| Bolivia | 11 | 11 | ... | ... | 14 | 16 |
| Brasil | 46 | 30 | 25 | 29 | 32 | 38 |
| Colombia | 62 | 59 | 62 | 73 | 75 | 78 |
| Costa Rica | 13 | 15 | 29 | 43 | 56 | 69 |
| Chile | 59 | 60 | 67 | 84 | 90 | 92 |
| Ecuador | 25 | 13 | 17 | 21 | 28 | 38 |
| Honduras | 22 | 20 | ... | ... | 29 | 32 |
| Jamaica | 37 | 40 | 28 | ... | 72 | 74 |
| México | 48 | 39 | 43 | 53 | 64 | 73 |
| Nicaragua | 3 | 1 | ... | ... | 7 | 9 |
| Panamá | 28 | 14 | 15 | 15 | 28 | 39 |
| Perú | 6 | 5 | 5 | 7 | 16 | 40 |
| República Dominicana | 22 | 19 | ... | ... | 22 | 43 |
| Uruguay | 60 | 56 | 51 | ... | 72 | 74 |
| Venezuela | 50 | 36 | 44 | 60 | 62 | 66 |
| Promedio ^b | 43 | 32 | 33 | 41 | 49 | 55 |

Fuente: CEPAL, sobre la base de la oferta de precios recopilada por Salomon Brothers, Departamento de Alto Rendimiento.

^a Promedio de enero, junio y diciembre, 1993. ^b Ponderado por la deuda bancaria.

4. EL AJUSTE INTERNO RECESIVO DE LOS AÑOS OCHENTA

Como se observó anteriormente, la abrupta reducción de las fuentes del financiamiento externo fue una causa determinante del bajo nivel de actividad económica en el decenio de 1980. En conjunto con el deterioro de los términos financieros y de intercambio (asociado al marco recesivo externo) y la fuga de capitales, se produjo una aguda escasez de divisas, la que provocó una intensa recesión en las economías de la región. Consecuentemente, la tasa de utilización de los recursos productivos declinó en forma también aguda. Como resultado, la formación de capital disminuyó a través de toda la región durante los años ochenta.

En síntesis, el receso productivo de la región significó la subutilización de su capacidad instalada. El trabajo, la tierra y las industrias se ocuparon en menor escala que en el decenio precedente. La formación de capital sufrió la misma suerte, tanto a causa de la situación recesiva interna como al cambio de dirección del financiamiento externo.

Para los efectos de cuantificación del ajuste registrado en las principales variables macroeconómicas, en el cuadro IV.5 se utiliza como base el bienio 1980-81. Este bienio marca el punto máximo de producción por habitante, uso de capacidad e inversión en la mayoría de los PALs. Todas las variables, medidas en términos *per cápita*, se expresan como porcentaje del PIB en ese bienio.

Entre 1979 y 1980 todos los indicadores de la región como conjunto muestran una “mejora”. En 1981, o poco antes, algunos países como Argentina, Brasil, Costa Rica y Paraguay experimentaron dificultades para financiar su balanza de pagos y se sometieron a ajustes recesivos (deliberados o automáticos), mientras que otros países —como Chile, México, Perú y Ecuador— continuaron expandiendo su gasto y su producción, apoyados por un acelerado endeudamiento externo. El año 1982 fue de transición tanto en actividad económica como en financiación externa e inversión productiva, entre la continuación del auge económico en varios países en 1981 y la recesión generalizada en 1983. El promedio de los ocho años del período 1983-90 muestra la desaparición del crecimiento vigoroso que había exhibido Latinoamérica y la sistemática reducción de la inversión. El proceso de ajuste fue desencadenado por los *shocks* externos, que se miden en las líneas 7 y 8. Ahí se pueden comparar los promedios de ambos períodos: 1980-81 y 1983-90.

En la dimensión interna, tal como era de esperar, se constató una fuerte baja de la actividad económica. Una estimación conservadora de la brecha entre capacidad productiva utilizable y la efectivamente utilizada indica que alcanzó un promedio anual del orden de los 40 mil millones de dólares. Se trata de una cifra sin duda espectacular, que refleja la ineficiencia del camino seguido por el ajuste, agravado por un brusco y masivo deterioro de las transferencias financieras y un paralelo deterioro de los términos de intercambio. Se estima que la inversión interna bruta registrada durante el ajuste permitía mantener aproximadamente constante el nivel de la capacidad de producción por habitante. Sin embargo, la producción efectiva *per cápita* en el período 1983-90, en promedio, fue 6 por ciento menor que la de 1980-81. Esto generó un efecto “reductor de la producción”, consecuencia tanto de políticas excesivamente restrictivas de la demanda como de políticas reasignadoras débiles.

Cuadro IV.5 PRODUCCIÓN *PER CÁPITA*, CONSUMO, INVERSIÓN Y *SHOCKS* EXTERNOS
EN AMÉRICA LATINA, 1976-90
(Porcentajes del PIB promedio per cápita en 1980-81)

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | Promedio 1976-79 | Promedio 1980-81 | Promedio 1983-90 |
|--|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 1. PIB | 101,0 | 99,0 | 95,8 | 91,7 | 92,8 | 93,3 | 95,1 | 96,3 | 95,2 | 94,2 | 92,7 | 93,3 | 100,0 | 93,9 |
| 2. Absorción interna | 102,7 | 100,1 | 93,7 | 85,7 | 86,2 | 86,7 | 89,5 | 90,2 | 88,8 | 87,1 | 85,7 | 93,5 | 101,4 | 87,5 |
| 3. Consumo | 77,8 | 76,4 | 74,2 | 70,7 | 71,2 | 70,6 | 73,5 | 73,5 | 72,2 | 71,9 | 71,1 | 71,3 | 77,1 | 71,8 |
| 4. Formación bruta de capital | 24,9 | 23,7 | 19,6 | 15,0 | 15,0 | 16,1 | 16,0 | 16,7 | 16,6 | 15,2 | 14,5 | 22,2 | 24,3 | 15,6 |
| 5. Ahorro interno ^a | 23,2 | 22,6 | 21,6 | 21,0 | 21,6 | 22,7 | 21,6 | 22,8 | 23,0 | 22,3 | 21,5 | 22,0 | 22,9 | 22,1 |
| 6. Cuenta corriente no financiera ^b | -1,7 | -1,1 | 2,0 | 6,0 | 6,6 | 6,6 | 5,6 | 6,1 | 6,5 | 7,1 | 7,0 | -0,2 | -1,4 | 6,4 |
| a) Exportaciones de bienes y servicios | 14,2 | 14,9 | 14,8 | 15,6 | 16,6 | 16,4 | 16,0 | 16,9 | 18,0 | 18,6 | 19,2 | 13,3 | 14,5 | 17,1 |
| b) Importaciones de bienes y servicios | -15,9 | -16,0 | -12,7 | -9,6 | -10,0 | -9,8 | -10,4 | -10,8 | -11,5 | -11,5 | -12,2 | -13,5 | -16,0 | -10,7 |
| 7. Efecto de la relación de precios del intercambio | 0,0 | -0,8 | -2,3 | -2,5 | -2,1 | -2,8 | -3,9 | -4,0 | -4,2 | -4,4 | -4,6 | -1,0 | -0,4 | -3,6 |
| 8. Transferencia neta de recursos (c-d) | 1,6 | 1,8 | 0,1 | -3,8 | -4,7 | -4,1 | -2,0 | -2,5 | -2,7 | -3,1 | -3,0 | 1,1 | 1,7 | -3,2 |
| a) Movimiento de capital ^b | 4,3 | 5,0 | 2,4 | 0,2 | 1,3 | 0,4 | 1,2 | 1,8 | 0,6 | 1,3 | 1,8 | 4,6 | 4,7 | 1,1 |
| b) Pago neto de utilidades e intereses | -2,6 | -3,6 | -4,8 | -4,5 | -4,8 | -4,5 | -4,3 | -3,8 | -3,9 | -4,0 | -3,4 | -2,0 | -3,1 | -4,2 |
| c) Subtotal | 1,7 | 1,4 | -2,4 | -4,3 | -3,6 | -4,2 | -3,1 | -2,0 | -3,4 | -2,7 | -1,6 | 2,6 | 1,6 | -3,1 |
| d) Cambio en las reservas internacionales | 0,2 | -0,4 | -2,5 | -0,5 | 1,2 | -0,1 | -1,0 | 0,6 | -0,7 | 0,4 | 1,4 | 1,5 | -0,1 | 0,1 |

Fuente: Cálculos de los autores, sobre la base de cifras oficiales para 19 países procesadas por CEPAL. Las cifras están expresadas en dólares de 1980.

^a Calculado como la diferencia entre el PIB y el gasto en consumo. ^b En el movimiento de capital aquí se incluyen las transferencias unilaterales públicas y privadas.

En la línea 3 del cuadro IV.5 se observa que el consumo por habitante disminuyó fuertemente. Sin embargo, el impacto mayor fue absorbido por la formación de capital; en este proceso de ajuste, la inversión y las importaciones de bienes de capital cayeron a niveles sustancialmente inferiores a los de antes de la crisis. La formación de capital por habitante se redujo en un tercio entre 1980-81 y 1983-90, con el consiguiente efecto negativo sobre la expansión de la capacidad productiva y la generación de empleos. La declinación entre ambos períodos no estuvo asociada a un menor esfuerzo de ahorro interno (línea 5). Fueron los *shocks* externos los que hicieron que, no obstante que se registró un mayor ahorro interno total⁸, el financiamiento disponible para la formación de capital se redujese.⁹

El sector privado, pero sobre todo el sector público, que se transformó en el deudor principal en moneda extranjera (sea por haber contratado directamente el grueso de la deuda externa, o por haber asumido la deuda del sector privado debido a las presiones de los acreedores o los deudores privados locales), se vieron forzados a canalizar una proporción considerable de su ahorro al pago de intereses sobre la deuda externa.¹⁰ De hecho, la transferencia neta de fondos al extranjero en 1983-90, lo que se denominó "exportación de capitales", fue equivalente a entre la mitad y dos tercios de la formación neta de capital registrada durante esos años. A ello se agregó el deterioro de los términos del intercambio, lo que también redujo la disponibilidad de fondos para la inversión.

Los *shocks* de comercio externo y financiero se presentan en las líneas 7 y 8. Los ingresos de capitales se redujeron a un cuarto de lo que habían sido en el bienio base, en tanto que los pagos de intereses y utilidades se elevaron en un tercio. El deterioro de la transferencia neta de fondos explica cerca del 60 por ciento de la disminución de los recursos disponibles provocada por los *shocks* externos (8 puntos porcentuales) en 1983-90, en comparación con 1980-81. Este rubro describe la magnitud del *shock* financiero externo y su prolongada vigencia. El 40 por ciento restante fue consecuencia de un marcado deterioro de la relación de precios del intercambio (el *shock* comercial de 3,2 por ciento, medido por la diferencia entre 1983-90 y 1980-81 en la línea 7, como proporción del PIB *per cápita*).

La combinación de estos *shocks* externos negativos significó que un determinado volumen de producción nacional fue compatible con un nivel significativamente menor de gasto interno, lo que a su vez acarrió, en un círculo vicioso, una baja de la producción. Como lo demuestra el cuadro IV.5, la producción por habitante disminuyó 6 por ciento entre ambos

⁸ El ahorro interno *per cápita* se redujo entre 1982 y 1984, para recuperarse posteriormente, en tanto que su nivel total aumentó. Como proporción del PIB de cada período se elevó desde 23 por ciento a 24 por ciento.

⁹ Se refiere a la formación bruta de capital fijo. Este ítem más la variación de inventarios es igual a la inversión bruta: la formación neta, a la que nos referimos más adelante, excluye la depreciación o "consumo" de capital productivo.

¹⁰ Para casi todos los países, después de 1983, tres cuartos o más de la deuda externa quedó como pasivo directo del Estado o recibió la garantía de éste.

lapsos y el gasto interno descendió 14 por ciento. Ambos coeficientes indican, además, un quiebre notable respecto a las tendencias registradas en los años setenta: crecimiento anual de la producción (5,6 por ciento), del consumo (6,1 por ciento) y de la inversión (7,3 por ciento), frente a un aumento promedio de la población de 2,7 por ciento por año en ese decenio.

Por otra parte, y como ya se indicó, durante los años ochenta el Estado tuvo que financiar el grueso (sobre 70 por ciento) de la transferencia neta al exterior. La fluidez de esa transferencia dependió en gran medida del grado de autonomía de las finanzas públicas. En otras palabras, los gobiernos dueños de exportaciones de recursos naturales, como México, Venezuela y Chile, pudieron efectuar la transferencia con mayor facilidad que otros gobiernos que tuvieron que depender de la eficacia de sus sistemas impositivos nacionales. Las debilidades de estos últimos eventualmente se reflejaron en las altas tasas de inflación que acompañaron las recesiones económicas de países como Argentina, Brasil, Perú y Uruguay.

En síntesis, tanto el ambiente interno recesivo como la notable incertidumbre y las restricciones, que obstaculizaban la capacidad de gestión de los gobiernos y la formación de capital pública y privada, contribuyeron a un descenso de la inversión y a la fuga de capitales nacionales. La represión generalmente indiscriminada de la demanda agregada recayó en alta proporción sobre la demanda efectiva, lo que llevó a una subutilización sustancial de la capacidad instalada; ello, naturalmente, deprimió aún más la inversión y contribuyó a empeorar el desempleo y la distribución del ingreso. La transferencia continua de fondos al exterior representó una restricción adicional significativa sobre la capacidad de inversión de las naciones deudoras.

En ese marco externo e interno, los países deudores enfrentaron dificultades para diseñar una estrategia de desarrollo compatible con el ajuste estructural interno y las restricciones impuestas por la economía mundial. En esta situación se debilitó la autoidentidad y la habilidad para diseñar programas nacionales de desarrollo y lograr consensos en torno a ellos, y disminuyó la capacidad de los gobiernos de los países deudores para pensar en el futuro.

5. OBSERVACIONES FINALES

Aunque la estrategia oficial para enfrentar el problema de la deuda cambió considerablemente en el transcurso del decenio, su característica dominante fue la nítida asimetría que se generó en los procesos de ajuste. Reflejo de ello es el contraste entre el ajuste gradual de la banca internacional en el decenio de 1980 y el ajuste brusco y riguroso de los PALs. Es en este contexto que cabe interpretar la aparición del Plan Brady. Dicho Plan fue, desde el punto de vista conceptual, la más audaz estrategia de gestión surgida de la crisis y ciertamente la única que abordó directamente las demandas de los países deudores en materia de alivio real de la carga de la deuda y reactivación económica. Sin embargo, en congruencia con el carácter asimétrico de los esfuerzos de salvamento desplegados durante diez años, el Plan Brady fue factible, en parte, debido a la percepción de que los bancos habían superado su crisis y había llegado el momento de responder de manera más integral a los graves problemas de los países deudores.

El Plan corrigió la asimetría del ajuste hasta cierto punto mediante operaciones para reducir la deuda y tolerar los atrasos en el servicio de la misma, que funcionaron como una “válvula de escape” de urgencia para el sobreendeudamiento. En 1992, después de un decenio de gran controversia, se consideró que el problema de la deuda externa era un tema secundario. Más aún, casi todos los países experimentaron una notable recuperación de las corrientes de capital y una reversión de la transferencia neta de recursos (véase el capítulo V).

La variación de las tendencias se debió en parte al Plan Brady. Pero el factor principal parece haber sido la pronunciada baja de las tasas internacionales de interés y la consolidación de los esfuerzos de ajuste interno (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). La disminución de las tasas de interés ha sido un factor clave para reducir la carga de la deuda y ha permitido que los países regularicen sus pagos de intereses a los acreedores. Las menores tasas de interés internacionales, junto con las políticas de ajuste internas, también incrementaron enormemente los diferenciales de rentabilidad con América Latina, lo que ha alentado tanto la repatriación de capital como la inversión extranjera directa y la de cartera. Sin embargo, la afluencia de capital alcanzó tanto a los países que habían regularizado el servicio de la deuda a través del Plan Brady como a aquellos que, como Perú y Brasil, todavía no lo habían hecho. El cambio en los mercados internacionales de capitales fue el factor determinante que permitió renovados accesos al financiamiento externo, facilitando así a la mayoría de los PALs la búsqueda de políticas macroeconómicas más expansivas.

Aun cuando la crisis de la deuda ha pasado a segundo plano, la situación intrínseca de la región sigue siendo delicada. Los nuevos flujos de capital no sólo tienen un fuerte componente de corto plazo fácilmente reversible (los préstamos de mediano plazo de la banca comercial todavía están en general en receso), sino que también se han convertido en una fuente de desequilibrio macroeconómico, dados sus efectos depresivos sobre el tipo de cambio y el ahorro nacional. Para evitar otra crisis de divisas, los países tendrán que administrar los flujos de capital de manera pragmática y normar los mercados financieros internos de manera congruente con el equilibrio macroeconómico, la competitividad internacional, y el aumento del ahorro interno y la inversión (CEPAL, 1998c, caps. IX y XI). Es evidente que hay que utilizar la prudencia cuando se trata del capital externo, a causa tanto del carácter coyuntural y reversible de parte significativa de los flujos, como de las notorias imperfecciones de los mercados financieros internacionales. Si alguna enseñanza dejó la crisis de la deuda de los años ochenta, fue que una actitud cautelosa ante la acumulación de obligaciones externas quizá tenga costos coyunturales, pero a la larga genera beneficios, pues proporciona incentivos al ahorro interno y a las exportaciones, y cimienta un equilibrio macroeconómico y un crecimiento sostenibles. Lamentablemente, la postura neoliberal que predomina actualmente en América Latina es de una actitud permisiva con cualquier componente de los flujos de capital; tiende a ser dogmática en la defensa de mercados no regulados, aun cuando es evidente que el mercado financiero es uno de los más imperfectos de todos y propenso a entrar en crisis cuando es objeto de regulación demasiado laxa o de una gestión deficiente por parte de los gobiernos.

Todavía se debaten las repercusiones que podría tener una crisis en mercados financieros internacionales dominados por valores y capital de corto plazo. Pero el proceso de ajuste

asimétrico de los años ochenta debería ciertamente servir de advertencia a los países de América Latina acerca de los peligros de delegar totalmente en el mercado financiero las decisiones sobre el volumen y la composición del capital externo. Es evidente que no siempre el mercado es “el mejor juez”; las autoridades gubernamentales precavidas pueden morigerar constructivamente los instintos especulativos de los jugadores en los mercados financieros y proporcionar incentivos para canalizar los recursos financieros hacia la inversión productiva.

Por último, sería conveniente que los países de América Latina y otros países en desarrollo aprovecharan su ambiente externo más distendido para reiniciar el debate internacional acerca de la arquitectura del sistema financiero internacional. En particular, temas como el otorgamiento de mandato a instituciones financieras oficiales como el BIS y el FMI para la adopción de medidas anticíclicas y compensatorias, la corrección de los problemas de condicionalidad y ajuste asimétrico, la emisión de derechos especiales de giro, etc., siguen siendo objetivos relevantes para una globalización económica más eficiente y socialmente equitativa.¹¹

¹¹ De hecho, entre inicios de 1994 (cuando se terminó este texto) y 1998 no se produjeron avances. En cambio, sí hubo retrocesos, en el sentido de que el auge de flujos especulativos hizo estragos en dos ocasiones en el mundo. Véase reflexiones al respecto en CEPAL (1998d).

V
**FLUJOS DE CAPITAL Y EL DESARROLLO
EN LOS AÑOS NOVENTA:
IMPLICACIONES PARA LAS POLÍTICAS
ECONÓMICAS***

.....

INTRODUCCIÓN

Los mercados internacionales de capitales han crecido espectacularmente desde mediados del decenio de 1960. Si bien los movimientos de capital reflejan en parte la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional y la globalización de la producción están vinculados también con factores puramente financieros que han aumentado a un ritmo notablemente más rápido. En el decenio de 1960, la creciente presencia de centros financieros internacionales extraterritoriales con muy poca regulación estimuló los movimientos de capital al dar cabida a la evasión de la reglamentación financiera nacional, los controles del capital y los impuestos. Luego, en los decenios de 1970 y 1980 muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a relajar o abandonar la regulación de las transacciones de divisas. Ello, combinado con revolucionarios avances tecnológicos en la gestión de la información y telecomunicaciones, y el surgimiento de técnicas financieras cada vez más perfeccionadas, contribuyó a un auge de los flujos financieros nacionales e internacionales.

Resulta prematuro hablar de mercados financieros integrados, puesto que la movilidad del capital internacional está lejos de ser perfecta. No obstante, no hay duda de que los flujos de capital y la integración financiera internacional aumentan velozmente. Estas circunstancias han causado controversia. En un extremo están aquellos que ven la creciente integración como un signo de mayor eficiencia; según esta interpretación, los mercados están superando la represión financiera que caracterizaría a una ineficiente regulación gubernamental. En el otro extremo están aquellos que consideran que el auge de los flujos de capital constituye una especulación de alto riesgo que amenaza la soberanía nacional. Por supuesto, entre esos dos extremos hay varias posturas intermedias que reconocen las importantes ventajas potenciales de una

.....
* Coautores Robert Devlin y Stephany Griffith-Jones. Publicado en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps), *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, Santiago y México, D.F., 1995.

Los autores agradecen los valiosos comentarios recibidos en seminarios realizados en la Brookings Institution, el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres, el BID, el Centro de Desarrollo de la OCDE, la Secretaría de las Naciones Unidas en Nueva York y la CEPAL en Santiago. En particular, agradecen a Guillermo Calvo, Sebastián Edwards, Helmut Reisen, Peter West y John Williamson.

mayor movilidad del capital internacional, pero a las que también preocupan cuestiones como la sostenibilidad, composición y plazos de los flujos de capital, y la necesidad de asegurar que resulten compatibles con la estabilidad macroeconómica, la competitividad internacional, el crecimiento y la equidad social.

Ultimamente, esta controversia reviste crucial importancia para América Latina. En el decenio de 1980 quedaron en gran parte rotos los vínculos con los mercados de capital internacional como resultado de la crisis de la deuda.¹ Sin embargo, la región disfrutó de un fuerte auge de los flujos de capital durante el período 1991-94. Estos flujos fueron muy valiosos inicialmente porque removieron una restricción externa dominante que contribuía a los bajos niveles de inversión y a una grave recesión económica en la región. Sin embargo, la creciente afluencia de capitales también tuvo un efecto indeseado en la evolución de los tipos de cambio, el grado de control sobre la oferta de dinero, los pasivos externos, y la vulnerabilidad ante nuevos *shocks* externos.

En la sección 1 se examinarán los fundamentos conceptuales del papel de los flujos externos de capital en el desarrollo, y el tema de la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital. La sección 2 se centrará en los orígenes del reciente auge de los flujos de capital y en algunas de las iniciativas que en materia de políticas se derivan del comportamiento de la oferta de fondos. En la sección 3 se hará una evaluación de los efectos de dichos flujos de capital en las economías de América Latina y un examen de las implicaciones en materia de políticas.

Hay un tema común que emerge de este trabajo. Los flujos de capital son sin duda un instrumento extremadamente valioso en el desarrollo económico y en el proceso de integración de la economía mundial. Sin embargo, la naturaleza intertemporal de las transacciones financieras y lo incompleto de los instrumentos e instituciones existentes, contribuyen a que los mercados financieros se sitúen entre los de funcionamiento más imperfecto en la economía de mercado. Son propensos a grandes altibajos, a períodos de sobreoptimismo y sobrepesimismo y a generar pasivos internos y externos fuera de línea (*outliers*) durante prolongados lapsos (Kindleberger, 1978; Rodrik, 1998; Stiglitz, 1994). Ello ha caracterizado a las relaciones cambiarias, los mercados bursátiles y de bienes raíces, y las tasas de interés. Por lo tanto, el mejoramiento de la información, la regulación del sector financiero y una macrogestión amplia y prudente (directa e indirecta) de los flujos financieros constituyen un bien público respecto del cual los gobiernos tienen un papel compartido: en el desempeño de la oferta en el caso de las autoridades de países industriales, y en la demanda, en el caso de las autoridades de los países en desarrollo; coordinadas, cuando corresponda, por los organismos internacionales. La falta de acción puede tener un elevado costo, tal como se hizo evidente en la crisis mexicana de 1994 (véase el capítulo VIII.C).

¹ Véase un detallado análisis de la inserción de la región en los mercados de capital en el decenio de 1970 y el surgimiento de la crisis de la deuda en Banco Mundial (1993); Devlin (1989); French-Davis (1982); Griffith-Jones y Rodríguez (1992), y capítulo IV.

I. MOVILIDAD DEL AHORRO EXTERNO Y APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITAL

a. El capital externo y el desarrollo

En los últimos años, se había prestado cada vez más atención a los positivos aportes de la movilidad del capital en general, lo que dio lugar a recomendaciones de políticas para la apertura de la cuenta de capital. Los argumentos en favor de un capital de libre movilidad están respaldados por sólidos planteamientos teóricos. Desafortunadamente, el mundo real subóptimo en que vivimos puede condicionar seriamente muchas de las apreciaciones de los textos. Ello crea preocupación en cuanto a adoptar teorías de moda de manera demasiado literal, sin prestar atención a las importantes advertencias que pueden surgir de una evaluación más empírica del papel de la movilidad del capital en el proceso de desarrollo. Esto se puede ilustrar examinando algunas de las razones mencionadas con más frecuencia para promover una mayor movilidad del capital. Entre las principales se hallan: la canalización del ahorro externo hacia los países con insuficiencia de capital y el financiamiento compensatorio de los *shocks* externos, que ayuda a estabilizar el gasto interno.

A nivel agregado, se dice que los movimientos de capital desde los países desarrollados hacia los en desarrollo aumentan la eficiencia de la asignación de los recursos mundiales (Mathieson y Rojas-Suárez, 1993), porque el rendimiento real de la inversión marginal en los países con abundancia de capital es por regla general más bajo que el de los países con escasez de capital. Como en el caso de muchos razonamientos teóricos, los resultados previstos dependen del cumplimiento de algunas condiciones. Entre ellas está la de que los mercados financieros, que intermedian la mayoría de los movimientos internacionales de capital, deben contar con lo que Tobin (1984) denomina “eficiencia fundamental de la valoración”, es decir, las valoraciones del mercado deben reflejar apropiadamente el valor actualizado de los retornos que razonablemente se prevea que generen los activos en cuestión a lo largo del tiempo.

La calidad con que se determinen los precios es extremadamente importante porque éstos son la principal señal para la reasignación del capital por el mercado. Desgraciadamente, se sabe que los movimientos de precios en los mercados financieros a menudo no reflejan aspectos fundamentales (Tobin, 1984; Kenen, 1993; Stiglitz, 1994). De ese modo, hay estudios empíricos (resumidos en Tobin, 1984; Lessard, 1991; Akyüz, 1993) así como análisis históricos (Kindleberger, 1978) que sugieren que la asignación de recursos en los mercados de capital suele sufrir graves ineficiencias.

En el corto plazo, las imperfecciones pueden hacer que los mercados financieros asignen demasiado o muy poco capital (en relación con la rentabilidad implícita) a algunos receptores en un momento dado. Cuando la asignación ineficiente de corto plazo es muy cuantiosa, puede inducir una crisis y tener consecuencias devastadoras para las empresas, sectores productivos y países.

Estos trastornos de corto plazo en el financiamiento, que perturban gravemente la producción y distorsionan la rentabilidad del capital, pueden otorgar ventajas y desventajas a diferentes agentes económicos, los que en sí mismos pueden convertirse en elementos determinantes de la rentabilidad y, por consiguiente, de las tendencias en la asignación de los recursos (Devlin, 1989). Es evidente que el fenómeno de la histéresis es extremadamente pertinente en el terreno de lo financiero y su interrelación con la economía real (Reisen, 1994, cap. 10).

La movilización del ahorro externo es el papel clásico para los flujos de capital hacia un país en desarrollo. Ese ha sido el argumento más tradicional y ciertamente el más poderoso en favor de la movilidad del capital internacional y de los flujos hacia los países menos desarrollados. De hecho, los flujos de ahorro externo pueden complementar el ahorro interno, aumentar los niveles de inversión y estimular el crecimiento. A su vez, la expansión del ingreso global puede aumentar aún más el ahorro interno y la inversión, creando de ese modo un círculo virtuoso en el que hay una expansión económica sostenida, con la eliminación a la postre de la deuda externa neta y la transformación del país en un exportador de capital (véase CEPAL, 1998c, cap. X).

Si bien ese marco de análisis tradicional es muy estilizado, tiene algunas fuertes connotaciones. En primer lugar, los flujos externos de capital deben dirigirse sostenidamente a aumentar la inversión agregada y no desviarse hacia el consumo. En segundo lugar, se requiere un enérgico esfuerzo encaminado hacia el ahorro interno: desde el comienzo de un ciclo de deuda, la tasa marginal de ahorro debe mantenerse a un nivel que sea mucho más alto que el de la tasa media de ahorro del país y también considerablemente mayor que la tasa de inversión, permitiendo de esa manera, a la larga, la formación de un superávit de ahorro para la amortización de la deuda. En tercer lugar, la inversión debe ser eficiente. En cuarto lugar, el país debe invertir resueltamente en bienes transables con el fin de poder crear un superávit comercial lo suficientemente voluminoso como para transformar el ahorro interno en moneda convertible, de modo de atender el servicio de la deuda. En quinto lugar, se requieren acreedores que estén dispuestos a proporcionar corrientes de financiamiento estables y en términos razonables.

Estas condiciones pueden no cumplirse en la práctica: es posible que los países experimenten una sustitución del ahorro interno por ahorro externo; las inversiones pueden no siempre ser eficientes o estar suficientemente encauzadas hacia bienes comerciados, y el comportamiento de los acreedores puede diferir de la modalidad deseada. En verdad, por convincente que sea el argumento tradicional a favor de la transferencia del ahorro internacional hacia países relativamente más pobres, los problemas mencionados y las consiguientes crisis de pagos han causado a menudo que este valioso mecanismo de desarrollo funcione sólo débilmente.

La movilidad del capital también puede ayudar a distribuir a lo largo del tiempo los costos de las diferencias intertemporales entre la producción y el gasto. Sin embargo, este proceso no siempre puede evolucionar sin tropiezos en la práctica. Si las oscilaciones transitorias de las variables externas son relativamente predecibles, los mercados libres de capital podrían proporcionar el financiamiento deseado sin mucha dificultad. No obstante, para los

mercados no siempre es fácil determinar si un cambio desfavorable de la coyuntura en el sector externo será o no transitorio y por cuánto tiempo, y esa incertidumbre, junto con las imperfecciones de los mercados internacionales de capital —especialmente las asimetrías de información y los problemas de aplicación efectiva de las normas (Stiglitz y Weiss, 1981)—, representan obstáculos para la llegada de cantidades suficientes de financiamiento externo en los momentos requeridos.

Cuando esta valiosa función de movilidad del capital internacional se cumple sólo en forma imperfecta, los costos del ajuste para los países en desarrollo pueden ser enormes. Ello se debe a que frente a un *shock* externo negativo (y reservas internacionales del país fácilmente agotables), toda disminución de la afluencia de capital exigirá una inmediata reducción del gasto interno para reequilibrar la balanza de pagos. La producción casi con seguridad caerá debido a las rigideces naturales que entorpecen la reasignación de los recursos, en tanto que habrá también tendencia a que se produzca una reducción desmesurada de la inversión. El ajuste externo de América Latina en el decenio de 1980 ilustra muy bien estos puntos (capítulo IV; y Ramos, 1986).

Si el financiamiento se trata analíticamente en forma análoga a los bienes, podrían suponerse beneficios sociales en un comercio internacional recíproco de activos financieros: la movilidad del capital permitiría a las personas satisfacer más plenamente sus preferencias de riesgo por la vía de una mayor diversificación de sus tenencias de activos. Este microbeneficio es en la actualidad el argumento más común en favor de la movilidad del capital (Mathieson y Rojas-Suárez, 1993),² y se lo ha usado ampliamente como argumento para justificar una apertura plena de la cuenta de capital de los países desarrollados y en desarrollo por igual.

La analogía entre el libre comercio de mercaderías y el libre comercio de activos financieros puede ser errada. El comercio de activos financieros internacionales no es idéntico, por ejemplo, al intercambio entre países de trigo por textiles (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989). Este tipo de transacción es completo e instantáneo, mientras que el comercio de instrumentos financieros es inherentemente incompleto y de valor incierto, puesto que se basa en una promesa de pago en el futuro. En un mundo de incertidumbre, mercados de seguros incompletos, costos de información y otras distorsiones, las evaluaciones *ex ante* y *ex post* de los activos financieros pueden ser radicalmente diferentes. Además, la separación en el tiempo entre una operación financiera y el pago correspondiente, junto a las barreras de información, genera externalidades en las transacciones de mercado que pueden magnificar y multiplicar los errores en las evaluaciones subjetivas, hasta el punto que finalmente las correcciones de mercado llegan a ser muy abruptas y desestabilizadoras. Es precisamente por eso que el bienestar social puede disminuir con la desreglamentación del comercio de activos financieros y de hecho es capaz de aumentar con cierto grado de mayor intervención pública (Stiglitz, 1994). De ese

² Véanse en CEPAL (1998c) diversos planteamientos teóricos sobre los microefectos de la libre movilidad del capital externo.

modo, algunas formas de regulación del comercio de ciertos activos financieros no sólo hacen que funcionen más eficientemente los mercados específicos, sino que además mejora el rendimiento global de la economía al acentuar la estabilidad macroeconómica y favorecer un mayor rendimiento de las inversiones a largo plazo.

b. La liberalización de la cuenta de capital: la evolución de las políticas

Existe un amplio consenso en el sentido de que la movilidad del capital internacional es un componente necesario del proceso de desarrollo. Sin embargo, la mayor parte de los análisis de equilibrio general examinan el capital como un todo y no tienen en cuenta condiciones importantes del mundo real, tales como las limitaciones en materia de información, las peculiaridades institucionales de los inversionistas, la estructura del mercado en el que operan los inversionistas, el volumen y momento oportuno del financiamiento, y sus costos e inestabilidad. Estos y otros factores no siempre se combinan en formas que permitan a los países aprovechar la totalidad de los posibles beneficios de los movimientos externos de capital. En verdad, pueden y suelen ocurrir fallas sistémicas del mercado. Ejemplos frecuentes del problema son las grandes crisis financieras, acompañadas del colapso macroeconómico, que reiteradamente han aparecido en la historia económica; entre ellas, la crisis de la deuda en América Latina durante los años ochenta, y las recientes crisis mexicana y asiática.

i) De economías cerradas a economías abiertas.

Durante los decenios de 1950 y 1960 la corriente principal del pensamiento profesional sobre el desarrollo se centró de preferencia en la actividad económica real antes que en asuntos monetarios y financieros. Además, el análisis de los flujos de ahorro extranjero se concentró en un número muy limitado de fuentes de crédito, básicamente la ayuda y los préstamos bilaterales y la inversión extranjera directa. La mayoría de los países desarrollados y en desarrollo tenían controles amplios de los movimientos de capital.

Esta situación tenía sus raíces en la circunstancia histórica concreta de la Gran Depresión y en la escasa actividad financiera internacional privada hasta los comienzos del decenio de 1960. Esta orientación de las políticas no mantuvo, sin embargo, un monopolio de las ideas; en efecto, se vio enfrentada a paradigmas rivales, especialmente a variantes de la teoría económica del *laissez faire*.

Se sostuvo que se necesitaba una cuenta de capital abierta como una forma de aumentar el ahorro nacional, profundizar los mercados financieros locales, reducir los costos de la intermediación financiera mediante la intensificación de la competencia, satisfacer la demanda de las personas de contar con mayor diversificación del riesgo y optimizar la asignación de los recursos: en pocas palabras, se invocaron la mayoría de los beneficios de la movilidad del capital esbozados anteriormente.

ii) Apertura y secuencia de las reformas.

Si bien los que se sentían atraídos por este enfoque concordaban ampliamente respecto del diagnóstico y las prescripciones en materia de políticas generales, había grandes diferen-

cias de opinión en cuanto a la puesta en práctica. Algunos sostuvieron que las reformas básicas eran parte de una “trama continua” y que debería emprenderse idealmente en forma simultánea (Shaw, 1973). Otros favorecían la ordenación secuencial de las reformas, en que la cuenta de capital se abriría sólo después de la consolidación de las otras medidas de liberalización y en que se daría prioridad a la reforma financiera interna y la liberalización comercial (McKinnon, 1973). La cuenta de capital se consideró un área especialmente delicada, porque si se la abría en conjunción con otras reformas, podría inducir una avalancha de capitales capaz de provocar una revaluación prematura del tipo de cambio, con consecuencias negativas para la liberalización comercial y la asignación de los recursos. Según ese punto de vista, un tipo de cambio competitivo era decisivo para la reforma comercial. Por consiguiente, la regulación de los flujos de capital podría justificarse como una forma de reducir temporalmente las presiones revaluatorias.

Los diversos planteamientos de políticas comenzaron a tener implicaciones reales para América Latina a mediados del decenio de 1970, cuando tres países del Cono Sur llevaron a cabo procesos de liberalización económica radicales, inspirados en parte por la hipótesis de la represión financiera y por la simplicidad teórica del enfoque monetario de la balanza de pagos (véase French-Davis, 1983).

Había un incentivo adicional para estimular la apertura de la cuenta de capital. Muchos analistas consideraban el auge de los préstamos bancarios internacionales del decenio de 1970 un hecho inherentemente benigno para el desarrollo. Desde el punto de vista de la oferta, los mercados privados financieros, y especialmente el mercado no regulado de eurodólares, se consideraban altamente eficientes y capaces de imponer la “disciplina del mercado” a los prestatarios, en contraste con los préstamos supuestamente ineficientes y permisivos de los organismos oficiales de crédito (Friedman, 1977). Además, se estimó que las decisiones en materia de inversiones directas y de cartera se basaban en las variables claves de largo plazo (“*fundamentals*”) de los países, y eran por lo tanto inherentemente favorables a un mayor orden y disciplina. Desde la perspectiva de la demanda, había además una noción muy generalizada en el sentido de que si los prestatarios eran privados —en contraste con los organismos del sector público— los recursos se utilizarían eficientemente (Robichek, 1981).

Como se analiza en el capítulo IV, el experimento del Cono Sur acabó mal, pues las economías se derrumbaron bajo el peso de grandes desequilibrios de precios y burbujas especulativas en los precios de los activos, bajos niveles de inversión y ahorro internos, una enorme deuda externa y crisis de insolvencia. Las razones que se dieron para explicar la mala experiencia fueron, sobre todo, las fallas de los mercados financieros internacionales o la defectuosa ordenación secuencial de las reformas de liberalización, o ambas (Díaz-Alejandro, 1985; Edwards, 1989).

En lo que respecta a las fallas de mercados, se llegó a la conclusión de que simplemente no se había materializado la llamada disciplina del mercado financiero privado, porque en vez de encarar una curva de oferta de préstamos ascendente, con racionamiento del crédito, como

sería de suponer en un mercado con prestamistas eficientes, muchos países en desarrollo se enfrentaron aparentemente, en el decenio de 1970, a una curva horizontal de la oferta (con comisiones decrecientes cobradas por los prestamistas y apreciaciones de los tipos de cambio en los mercados de los prestatarios), lo que dio señales distorsionadas de precios para el proceso de ahorro/inversión. En cuanto a las razones de la curva horizontal de la oferta y las fallas del mercado, algunos han hecho hincapié en la existencia de garantías públicas directas o indirectas para los prestamistas y los prestatarios (McKinnon, 1991), en tanto que otros han acentuado las deficiencias de la estructura de los mercados financieros y las prácticas crediticias institucionales, así como la permisividad de los sistemas reguladores nacionales e internacionales (Devlin, 1989).

Con relación a la secuencia de las reformas, hay ahora cierto consenso en cuanto a que la apertura de la cuenta de capital fue prematura y debió haberse pospuesto hasta que se hubiesen consolidado otras reformas importantes y establecido los precios de equilibrio. La enseñanza que se recoge es que, durante el ajuste, las cuentas de capital abiertas (especialmente en períodos de oferta elástica de financiamiento internacional) pueden inducir períodos de intensificación de la afluencia de capitales con efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores.

En primer lugar, si los mercados financieros internos son aún poco profundos y no competitivos, no podrán intermediar en forma eficiente un resurgimiento de los flujos de capital, amenazando de esa forma la estabilidad de los propios flujos. En segundo lugar, deben consolidarse los parámetros fiscales y las políticas deben ser flexibles, puesto que sin una base impositiva sólida y mecanismos fiscales flexibles, las autoridades dependerán demasiado de las políticas monetarias para regular la economía del país. Hay que añadir que la base impositiva debe ser tan sólida como para soportar niveles suficientes de gasto público, compatibles con las necesidades de desarrollo a largo plazo.

Por último, puesto que parte de los flujos de capital se gastan inevitablemente en bienes no comerciables, el precio relativo de estos últimos tiende a aumentar, con la consiguiente apreciación del tipo de cambio real. Ello, a su vez, se refleja en un incremento del déficit en cuenta corriente. La revaluación real del tipo de cambio puede obviamente distorsionar la asignación de los recursos y la inversión, debilitando seriamente el objetivo estructural de mediano plazo de un país de penetrar los mercados externos con nuevas exportaciones. La apreciación real tiende también a provocar costos sociales innecesarios, ya que los recursos internos, con toda probabilidad, tendrán que redirigirse a la producción de bienes más comerciables por la vía de una depreciación real del tipo de cambio (Banco Mundial, 1993; Edwards, 1989; Park y Park, 1993). Esto se debe a que la contrapartida del déficit en cuenta corriente es una acumulación de pasivos externos, cuyo servicio deberá efectuarse, a la larga, en divisas.

Se ha formado de esa manera un caudal considerable de opiniones de expertos que instan a que la apertura de varios segmentos de la cuenta de capital ocurra solamente después de la consolidación de otros programas importantes de liberalización, especialmente en los campos del comercio y las finanzas nacionales; de hecho, según McKinnon (1991, p. 117), “durante la

liberalización se justifica la aplicación de estrictos controles al aumento repentino de la afluencia (o salida) de capital de corto plazo” (véase también Banco Mundial, 1993).

Donde se encuentra quizá la mayor divergencia de opinión es en el tema de la velocidad de la apertura de la cuenta de capital una vez que se adopta la decisión; algunos han preconizado una apertura rápida y ambiciosa, en tanto que otros aconsejan un enfoque gradual. La primera postura es favorecida por quienes desconfían de la intervención del gobierno en los mercados de divisas y de capital o temen que los intereses creados paralicen los programas de liberalización.

El enfoque gradual procede de la creencia de que la estabilidad macroeconómica necesita, además, cierta secuencia en la propia apertura de la cuenta de capital. Se recomienda establecer una clara distinción entre la entrada y la salida de capitales, y se sugiere que los países liberalicen la primera antes que la última, en parte debido a que los beneficios que pueden derivarse de las salidas de capital son más evidentes después de que el país haya acumulado considerables activos netos sobre el exterior (Williamson, 1992). Podría haber, también, una ordenación secuencial dentro de los componentes de entradas y de salidas: por ejemplo, el ingreso de capitales de largo plazo podría liberalizarse antes que las operaciones de corto plazo, en tanto que en el caso de la salida de capital, se podría otorgar prioridad a las inversiones directas en el exterior orientadas a las exportaciones y el crédito comercial.

El enfoque gradualista es más congruente con el conocimiento más profundo logrado respecto a la secuencia más eficiente de las reformas. Así, aunque los países en desarrollo pueden haber llevado a cabo reformas radicales, es posible que pasen muchos años antes de que se den las condiciones propicias — es decir, contar con un mercado financiero nacional profundo e institucionalmente diversificado, una base impositiva consolidada y amplia, un sector exportador diversificado e internacionalmente competitivo, y una extensa variedad de mecanismos disponibles de políticas macroeconómicas— para que sus economías puedan absorber los movimientos no regulados de capital externo en formas que sean consistentes con el crecimiento sostenido y la equidad social.

Muchos de los que abogan por la ordenación secuencial sólo cuestionan el orden y el momento oportuno de la liberalización, no el objetivo final de una cuenta de capital abierta. Sin embargo, la importancia decisiva de la estabilidad macroeconómica, junto al abrumador volumen de los mercados internacionales de capital en comparación con el tamaño mucho menor de las economías de América Latina, y las serias imperfecciones que existen en dichos mercados, pueden hacer poco conveniente un compromiso inflexible con una cuenta de capital abierta permanentemente y en forma indiscriminada. En realidad, la creciente inestabilidad de los flujos internacionales de capital, y su tamaño, ya han dado origen a nuevos debates en los países industrializados respecto del comportamiento potencialmente desestabilizador de los mercados de capital y la posible necesidad de regularlos, especialmente en determinadas circunstancias.

2. RESURGIMIENTO DE LOS FLUJOS PRIVADOS DE CAPITAL EN LOS AÑOS NOVENTA: IMPLICACIONES DE POLÍTICAS PARA LA OFERTA

a. Tendencias generales de la oferta

i) Aumento masivo en la escala de los flujos de capital.

El primer aspecto que corresponde destacar es la extraordinaria envergadura de los flujos privados de capital hacia América Latina a comienzos del decenio de 1990, así como el hecho de que esa enorme afluencia de capitales fue inesperada.

Como puede verse en el cuadro V.1, la afluencia neta de capital hacia América Latina alcanzó en 1992-94 un récord, ascendiendo a un promedio de US\$62 mil millones anuales. Además, los flujos netos de capital como proporción del PIB (a precios corrientes) alcanzaron a 5,1 por ciento en 1992-94, que es un nivel superior al del máximo histórico anterior (4,5 por ciento en 1977-81).

Especialmente espectacular fue el pronunciado aumento de los flujos de capital hacia México (véase nuevamente el cuadro V.1), donde los ingresos netos fueron cercanos a cero en el período 1983-90, en tanto que en 1992-94 excedieron el 9 por ciento del PIB, cifra muy superior a la participación exhibida en el período 1977-81. También Argentina y Chile registraron grandes aumentos de sus flujos de capital a comienzos del decenio de 1990, pero fueron menos espectaculares que los de México.³

ii) Cambios ocurridos en los tipos de flujos.

Una segunda tendencia importante de los flujos de capital hacia América Latina es la apreciable diversificación de las fuentes y, sobre todo, el cambio de su composición. La participación de la inversión extranjera directa, recuperándose de cierta caída en los años ochenta, se duplicó entre 1977-81 y 1989-92. No obstante, sólo uno de cada cuatro dólares de flujos netos correspondió a IED en el período 1992-94. El capital accionario en cartera surgió como nueva fuente de financiamiento para la región y aumentó fuertemente su importancia en 1993 y 1994, al igual que los bonos, en tanto que la participación de los préstamos de bancos comerciales ha disminuido notablemente (salvo el crédito comercial de corto plazo, que no está incluido en el cuadro).

³ Recuérdese que Chile adoptó activas políticas para desalentar ingresos de capitales de corto plazo. Véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff (1995); Zahler (1998).

Cuadro V.1 FLUJOS NETOS DE CAPITAL HACIA AMÉRICA LATINA, 1977-97^a
(promedios anuales)

| | Flujos netos de capital (miles de millones de US\$) | | | | | | | Porcentaje del PIB ^b | | | | | | |
|------------------------------------|--|---------|---------|----------------------|-------------------|------|------|---------------------------------|---------|---------|----------------------|-------------------|------|------|
| | 1977-81 | 1983-90 | 1990-91 | 1992-94 ^c | 1995 ^d | 1996 | 1997 | 1977-81 | 1983-90 | 1990-91 | 1992-94 ^c | 1995 ^d | 1996 | 1997 |
| América Latina y el Caribe (19) | 28,9 | 9,4 | 28,2 | 62,4 | 18,1 | 65,2 | 83,5 | 4,5 | 1,3 | 2,6 | 5,1 | 1,3 | 4,2 | 4,9 |
| Argentina | 1,9 | 1,4 | 1,1 | 10,8 | 0,6 | 7,0 | 12,6 | 2,0 | 2,1 | 0,6 | 5,2 | 0,3 | 2,9 | 4,8 |
| Chile | 2,6 | 1,5 | 2,3 | 3,4 | 2,9 | 6,6 | 7,6 | 12,7 | 7,0 | 7,3 | 8,5 | 5,0 | 10,8 | 11,6 |
| México | 8,2 | 0,8 | 17,0 | 27,4 | -27,6 | 4,3 | 18,3 | 5,1 | 0,2 | 6,3 | 9,2 | -12,9 | 1,8 | 6,0 |

Fuente: Cálculos del autor, sobre la base de datos oficiales procesados por CEPAL (1998c, cuadro IX.2).

^a Incluye capital de largo plazo y corto plazo, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones. ^b Estimaciones aproximadas que son extremadamente sensibles al tipo de cambio usado para la conversión del PIB en moneda nacional a dólares estadounidenses; para 1990-97 se usó un promedio de dos estimaciones: una con tasa de cambio nominal derivada de la paridad real en 1990 y una basada en tasas corrientes de cada año. ^c Cifras anuales de México calculadas suponiendo que la tendencia registrada hasta octubre de 1994 se hubiese mantenido hasta fin de año. Así, se trata de diferenciar en las cifras anuales entre el período de auge (hasta 1994), y el quiebre de esa tendencia en 1995. ^d Incluye el egreso de US\$13 mil millones registrado a finales de 1994, el cual no fue considerado en el promedio 1992-94, como se explica en ^e; tampoco incluye el financiamiento excepcional a Argentina y México en 1995, el cual ascendió a US\$30 mil millones para América Latina, correspondiendo US\$ 26 a México.

En general, estos cambios de la estructura del financiamiento eran vistos por algunos observadores como positivos, ya que involucraban una mayor diversificación de las corrientes de capital, y los flujos con tasas de interés variable (especialmente peligrosos para financiar el desarrollo a largo plazo, como lo demuestra la crisis de la deuda de los años 80) representaban una proporción pequeña del total. No obstante, habían problemas importantes subyacentes en esta positiva evaluación de la composición de los flujos, los cuales se analizarán posteriormente. Vale la pena hacer hincapié aquí en que una fuente potencial de preocupación era el hecho de que una proporción muy alta de los flujos netos de capital a comienzos de los años noventa (más alta que en los decenios previos) correspondía a flujos de corto plazo, en los que el riesgo de inestabilidad es tanto intuitiva como empíricamente más alto (CEPAL, 1998c). La alta proporción de flujos de corto plazo fue un problema particularmente clave en México.

Finalmente, en lo que respecta a los cambios que ocurren en la composición de los flujos de capital, es importante recalcar —lo que se olvida con frecuencia— que esos cambios siguen en general tendencias semejantes a las mundiales, especialmente en cuanto a la disminución de la importancia de los créditos bancarios y el rápido aumento de los valores mobiliarios (tanto bonos como acciones). La tendencia hacia mayores flujos de corto plazo también parece ser mundial. Por su parte, el aumento de la IED, que es significativo, es más lento que el del resto de los flujos.

iii) La composición regional de la oferta.

Los Estados Unidos son una importante fuente de flujos privados de capital hacia América Latina y el Caribe. En materia de inversión bursátil, especialmente al comienzo, los flujos provenían, predominantemente, de fuentes con sede en los Estados Unidos (incluido el regreso de capital fugado de América Latina). De hecho, como lo señala Culpeper (1995), los inversionistas de los Estados Unidos han aportado una proporción muy importante de la inversión en acciones en las bolsas de países de América Latina, como México, Brasil y Argentina; la proporción correspondiente a México es especialmente considerable. La inversión bursátil, incluidos los ADRs primarios y secundarios, fue particularmente significativa en 1993 y 1994.

Respecto de los bonos, que desde 1993 se convirtieron en una fuente muy importante de flujos privados de capital hacia América Latina, es extremadamente difícil distinguir el origen regional de financiamiento de bonos (o de eurobonos), especialmente en los mercados internacionales. Cabe destacar que una proporción extremadamente alta de bonos latinoamericanos se emiten en dólares, lo que es un indicio de que los inversionistas con sede en los Estados Unidos (incluido el capital fugado de América Latina) constituyen una fuente importante de dicho financiamiento. La alta proporción de bonos expresados en dólares parecería reflejar las preferencias de los inversionistas y la composición de monedas de los ingresos de las compañías latinoamericanas. Además, las bajísimas tasas de interés en los Estados Unidos en el período 1991-93 estimularon a los inversionistas establecidos en ese país a comprar valores latinoamericanos. En el caso de los mercados nacionales de bonos, los prestatarios de la América Latina han participado principalmente en el mercado privado de colocaciones estadounidense, donde

la relajación de la reglamentación (en particular, la regla 144-A) ha facilitado en gran medida la obtención de fondos.

Por consiguiente, se puede concluir que, en lo que respecta a los flujos dirigidos a los países de América Latina, los prestamistas e inversionistas con sede en los Estados Unidos surgieron a comienzos del decenio de 1990 como la fuente principal; ello parece estar vinculado a varios factores, que incluyen aspectos tradicionales, como la proximidad geográfica, los fuertes vínculos políticos y un mejor conocimiento de la zona, a los cuales se añaden factores bastante nuevos, como las perspectivas de integración hemisférica y la considerable diferencia de rentabilidad entre las inversiones en los Estados Unidos y aquellas en América Latina. Los flujos provenientes de Europa, aunque menores que los de los Estados Unidos, son más importantes de lo que generalmente se percibe en la región, y parecen haber tenido ciertas características que les otorgan especial interés. Por ejemplo, los inversionistas extranjeros directos de Europa se han desempeñado como “amigos en la mala” en 1983-88, cuando los flujos netos de IED desde Japón disminuyeron y los de Estados Unidos se tornaron negativos (debido a la crisis de la deuda); el financiamiento europeo disminuyó mucho menos, y se convirtió en la fuente principal de flujos de IED hacia América Latina (Griffith-Jones, 1995). Además, la inversión europea en esos países es especialmente activa en las manufacturas, en contraste con la de los Estados Unidos y Japón, que se destina principalmente a los sectores primarios.

iv) Algunas similitudes y diferencias entre los flujos de capital de varias regiones.

Hay algunas similitudes y diferencias significativas entre los flujos de capital que se originan ya sea en los Estados Unidos, Europa o Japón. Aunque esas comparaciones son útiles para una mejor y más profunda comprensión de los diferentes mercados, es preciso hacer hincapié en que la distinción tiene sus límites, debido a la creciente internacionalización de esos mercados.

Una similitud general entre los tres grandes mercados analizados es que en todos ellos los inversionistas institucionales, especialmente los fondos de pensiones y las compañías de seguros, han visto aumentar extraordinariamente sus activos totales en el último decenio (véase el cuadro V.2). Es el caso sobre todo de los fondos de pensiones y compañías de seguros de los Estados Unidos, cuyos US\$ 7 billones en activos a fines de 1995 representaban más del 30 por ciento de los activos de instituciones financieras en ese país. Los activos japoneses y europeos de inversionistas institucionales (especialmente los del Reino Unido) son también cuantiosos y han crecido con rapidez (Chuhan y Jun, 1995).

Al mismo tiempo, ha habido una clara tendencia, en algunos inversionistas institucionales, hacia el aumento de la proporción de activos en el exterior, como porcentaje de sus activos totales (véase Griffith-Jones, 1995, cuadro 12). Especialmente pronunciado ha sido el aumento de esa proporción en los fondos de pensiones del Reino Unido, donde en 1990 alcanzó cerca del 20 por ciento, y en los fondos de pensiones holandeses, donde llegó a 15 por ciento. Ello contrasta marcadamente con los fondos de pensiones alemanes, donde en 1990 sólo el 1 por

ciento del total estaba en activos en el exterior. Los fondos estadounidenses se hallan en una posición intermedia, ya que su proporción de activos en el exterior era aún bastante baja en 1990 (4 por ciento del total), pero es probable que aumente acentuadamente, pues los expertos que asesoran a estos fondos han recomendado que incrementen rápidamente su inversión en el exterior. Como resultado de esas tendencias, hay una cuantiosa oferta real y potencial de fondos para inversión en los países en desarrollo y, en especial, en América Latina.

Cuadro V.2. ACTIVOS TOTALES DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES, 1980-95
(en miles de millones de US\$)

| | 1980 | 1988 | 1990 | 1992 | 1994 | 1995 | Tasa de crecimiento promedio anual 1990-95 (porcentajes) |
|----------------------------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| Fondos de pensiones | | | | | | | |
| Canadá | 43,3 | 131,3 | 184,9 | 201,5 | 223,8 | 248,6 | 6,1 |
| Alemania | 17,2 | 41,6 | 54,9 | 60,6 | 59,7 | 69,8 | 4,9 |
| Japón | 24,3 | 134,1 | 158,8 | 191,9 | n.d. | n.d. | n.d. |
| Reino Unido | 151,3 | 483,9 | 591,0 | 584,8 | 700,5 | 813,6 | 6,6 |
| Estados Unidos | 667,7 | 1.919,2 | 2.460,7 | 3.006,5 | 3.435,1 | 4.037,4 | 10,4 |
| Fondos mutuos^a | | | | | | | |
| Canadá | 3,9 | 17,5 | 30,4 | 54,3 | 91,1 | 107,1 | 28,6 |
| Alemania ^b | 22,4 | 99,9 | 159,9 | 91,2 | 316,4 | 396,8 | 19,9 |
| Japón ^c | 60,8 | 433,9 | 390,0 | 407,4 | 481,2 | 500,0 | 5,1 |
| Reino Unido | 16,8 | 76,7 | 127,8 | 141,5 | 206,2 | 241,8 | 13,6 |
| Estados Unidos | 292,9 | 810,3 | 1.154,6 | 1.623,5 | 2.186,6 | 2.730,0 | 18,8 |
| Cías. de seguros de vida | | | | | | | |
| Canadá ^d | 46,0 | 108,2 | 133,0 | 138,2 | 140,0 | 154,4 | 3,0 |
| Alemania | 125,1 | 301,1 | 427,0 | 463,6 | 586,9 | 713,1 | 10,8 |
| Japón | 159,2 | 890,7 | 1.137,1 | 1.433,3 | 2.036,4 | 2.072,2 | 12,8 |
| Reino Unido | 177,0 | 431,1 | 529,7 | 567,6 | 721,1 | 853,6 | 10,0 |
| Estados Unidos | 646,3 | 1.586,6 | 1.966,4 | 2.280,5 | 2.634,8 | 2.908,3 | 8,1 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1998b).

^a Las cifras de la primera columna corresponden a 1983, a excepción de Canadá. ^b Fondos públicos y especiales. ^c Los activos de los fondos de pensiones de Japón se combinan con aquéllos de las compañías de seguros y de fondos de inversiones de bancos fiduciarios.

n.d. = no disponible

receptores. ¿En qué medida se encauzan esos flujos hacia la inversión? ¿Cuán eficiente es esa inversión? ¿Qué proporción de esa inversión se destina a bienes transables? Las respuestas serían muy decisivas para ayudar a determinar si el ingreso de capitales contribuirá realmente al crecimiento y el desarrollo a largo plazo, y si se reducirá al mínimo el peligro de una grave crisis en el futuro. La responsabilidad principal en lo que se refiere al seguimiento del uso de dichos flujos parecería corresponder a los bancos centrales y los reguladores de los países receptores, aunque se esperaría también que los prestamistas e inversionistas (así como los bancos centrales y las autoridades reguladoras de los países de procedencia) se interesasen profundamente en el tema.

c. Los riesgos financieros de los nuevos flujos de capital

Los beneficios de la interacción con los flujos de capital privado para el desarrollo de las economías receptoras, dependen en gran parte de un acceso estable y predecible a los mercados financieros. El riesgo de restricciones abruptas de la oferta o aumentos pronunciados del costo y acortamiento de los plazos de vencimiento de los pasivos externos está determinado en parte por las percepciones del riesgo y, por consiguiente, las políticas de los países receptores. Sin embargo, desde el punto de vista de los países en desarrollo el acceso puede estar también fuertemente condicionado por una dinámica de la oferta determinada en forma exógena y relacionada con las políticas macroeconómicas de los países industriales y las normas de regulación prudencial.

Desde esta última perspectiva, es ahora evidente que América Latina enfrentaba riesgos considerables de inestabilidad con respecto a los nuevos flujos financieros del decenio de 1990. En primer lugar, hay cierto consenso en el sentido de que uno de los motores que impulsó la nueva afluencia de capital ha tenido una base exógena, en un ámbito de relajación coyuntural de la política monetaria en el área de la OCDE, y la consiguiente baja espectacular de las tasas internacionales de interés, especialmente las de los Estados Unidos al comienzo de los años noventa (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). Las mayores rentabilidades en la región han atraído a inversionistas que se habían acostumbrado a un decenio de tasas de interés relativamente altas en el área de bajo riesgo de la OCDE. Además, dadas las circunstancias coyunturales especiales de América Latina —recuperación de una profunda y prolongada recesión— los inversionistas pudieron captar una alta rentabilidad, con costos de información bajos, puesto que la necesidad de discriminar entre países y empresas no era grande. Todo aumento importante de las tasas internacionales de interés, junto a los mayores costos de una información que permita determinar dónde la inversión producirá una alta rentabilidad, iba a inducir un cambio de orientación de los flujos de capital de algunos de los inversionistas menos comprometidos. Ilustra este punto el fuerte efecto negativo en la afluencia de capital hacia la región del aumento relativamente moderado de las tasas de interés de los Estados Unidos en 1994.

Los mercados financieros internacionales también pueden ser más vulnerables que en el pasado desde el punto de vista estructural a las fluctuaciones de precios y volúmenes. Por

ejemplo, muchos instrumentos financieros nuevos son complejos y a veces no plenamente comprendidos por todos los participantes, o incluso los intermediarios que gestionan las transacciones. Existe un creciente potencial de inestabilidad a medida que los instrumentos derivados se tornan cada vez más importantes en la actividad financiera; por una parte, esas operaciones no están reguladas, no tienen normas relativas a los márgenes o al capital; por otra parte, la comercialización de esos instrumentos es impulsada por las comisiones iniciales que el vendedor devenga inmediatamente sin riesgo. Finalmente, la información sobre las operaciones de derivados es extremadamente insuficiente.

Dado este riesgo sistémico, los bancos centrales y gobiernos de los PALs deberían tratar de participar en deliberaciones mundiales sobre la regulación. Hay varios foros, ya sea mundiales, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores, o de países industriales, como el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BIS), donde se analizan aspectos relativos al riesgo sistémico de los flujos internacionales, y se sugieren o ponen en práctica reglas orientadas a reducir dicho riesgo o proteger a los inversionistas.

Un menor riesgo sistémico en el plano internacional beneficiaría enormemente a los PALs, que históricamente han sido especialmente vulnerables a la inestabilidad en los mercados financieros mundiales.

Además de los riesgos sistémicos, los países debieran también tener conciencia de los riesgos específicos potenciales de las modalidades particulares con las cuales el capital fluye hacia América Latina en el decenio de 1990.

Una fuente importante de nuevos flujos hacia la región son los bonos. Su ventaja es que a menudo tienen una tasa de interés fija. Sin embargo, como se analiza en Griffith-Jones (1995), el vencimiento promedio de esos bonos para América Latina en el decenio de 1990 es muy corto (alrededor de cuatro años). Ello implica que una gran parte del *stock* podría ser retirado con bastante rapidez si los bonos no se renovaran. Menos espectacular, pero también causa de inquietud, es el riesgo de que, de ser posible la renovación de los bonos, el costo de los empréstitos aumente considerablemente; como los vencimientos son tan cortos, podría surgir muy pronto el aumento de costos. En el caso de gran parte del financiamiento del gobierno de México, éste se hizo con papeles de muy corto plazo.

Otra forma nueva de financiamiento privado para América Latina es la inversión externa en acciones. Tiene la ventaja de poseer cierto grado de sensibilidad cíclica de los dividendos. No obstante, estos flujos de capital suponen importantes riesgos de volatilidad para los países receptores. Los inversionistas pueden, por diferentes razones, no sólo dejar de invertir en acciones, sino tratar de vender sus valores rápidamente si temiesen un empeoramiento de las perspectivas en el país. Ello se traduce en presiones sobre el tipo de cambio o en caídas de los precios en la bolsa de valores local, como se ha visto recién. Esto último podría tener un efecto negativo en la demanda agregada, a través del efecto riqueza,

y en el sistema financiero interno, especialmente si los bancos y las operaciones de valores están estrechamente integrados, ya sea mediante participaciones cruzadas o endeudamiento de los inversionistas. Mientras el movimiento de los mercados dependa en una proporción significativa de participantes que se especializan en el corto plazo, y los mercados nacionales de valores permanezcan poco profundos, los riesgos de gran inestabilidad serán inherentes a esta nueva modalidad de financiamiento externo (Eatwell, 1997; Turner, 1995).

En lo que respecta a los flujos de inversión extranjera directa, parecen ser en general más estables y de largo plazo. Asimismo, tienden a fortalecer la formación de capital interno, en la medida en que contribuyan a la creación de nueva capacidad y no sean la simple compra de activos productivos existentes. Por lo tanto, es deseable que una proporción de los flujos de capitales mucho mayor que en los años setenta e inicios de los años noventa llegue en forma de IED hacia América Latina.

3. RESURGIMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO EN LOS AÑOS NOVENTA: IMPLICACIONES PARA LAS POLÍTICAS DE LOS PAÍSES RECEPTORES

a. Algunos efectos macroeconómicos

Para la región en conjunto, la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano en el sentido de que removió la restricción externa dominante, permitiendo que se usara más plenamente la capacidad productiva, y con ello que se recuperaran la producción, los ingresos y el empleo. La supresión de la restricción externa en los años recientes contribuyó a la reanudación del crecimiento económico, cuya tasa anual aumentó de 1,6 por ciento en 1983-90, a cerca de 4 por ciento en 1991-94 (véase el cuadro VI.2, línea 15).⁵

La restricción externa dominante desapareció, lo que permitió aumentar la demanda agregada. El PIB se elevó más rápidamente en aquellos países con grandes brechas entre la capacidad productiva y su utilización efectiva. Las reservas se acumularon, inicialmente, en forma rápida. Más de la mitad del ingreso neto de 1991 se destinó a acrecentar las insuficientes reservas internacionales de los países de América Latina; ese porcentaje se redujo en los años siguientes, situándose en un tercio en 1993 y sólo en un octavo en 1994 (hasta antes de la devaluación de México), en forma paralela con el aumento de la capacidad de absorción de la región. Evidentemente, esta capacidad fue acrecentada por las significativas revaluaciones, ya sea toleradas o promovidas, en numerosos países latinoamericanos.

⁵ Cifras a precios de 1980 registran 3,6 por ciento. Cifras actualizadas a precios de 1990 dan un crecimiento de 4,1 por ciento en 1991-94 (véase el cuadro VIII. 3).

Debe añadirse que sólo en algunos de los países de la región que han recibido cuantiosas entradas de capital, como en Chile, dicha afluencia fue acompañada de un aumento apreciable de la tasa de inversión. Con todo, si se compara 1983-90 con 1993-94, el ahorro externo captado se ha elevado en 3,1 puntos porcentuales del PIB, en tanto que el coeficiente de inversión ha crecido sólo 1,8 puntos. El resto se utilizó en consumo y en compensar el deterioro de los términos del intercambio, con una merma del coeficiente de ahorro interno. Junto con la recuperación económica, la celeridad con que la afluencia de capital removió la restricción externa y generó un superávit de fondos se reflejó en una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio, hacia la rápida reducción de los superávit comerciales y hacia un incremento del déficit en cuenta corriente (véase CEPAL, 1998c). Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles “normales” de demanda agregada, de importaciones y del tipo de cambio real, todos los cuales estaban condicionados por la restricción externa durante el período precedente. Sin embargo, la continua abundancia de capital a lo largo del tiempo generó desequilibrios insostenibles. En efecto, el déficit en cuenta corriente de 18 países de América Latina se elevó de US\$ 10 mil millones anuales en el período 1983-90 a US\$ 52 mil millones en 1994.

La evolución del tipo de cambio fue determinante en este resultado, dado que la gran mayoría de PALs revaluó sus tipos de cambio entre 1987-90 y 1994, alcanzando la apreciación un promedio ponderado de 21 por ciento. El impacto cambiario fue reforzado por una notable liberalización comercial realizada por varios PALs en un breve lapso, a principios de los años noventa (véase CEPAL, 1998c, cap. VI). Así, la liberalización comercial se efectuó junto con apreciaciones cambiarias importantes, lo cual generó que la recuperación de la demanda agregada fuese crecientemente intensiva en rubros importados. Por ejemplo, entre 1990 y 1994 el PIB regional se expandió 15 por ciento, en tanto que las importaciones de bienes y servicios lo hicieron en 69 por ciento (lo cual implica una elasticidad bruta de 5).

La repentina avalancha de flujos de capital ha enfrentado a las autoridades económicas de los PALs a dilemas cruciales para la estabilidad futura. Las variables claves, tales como el tipo de cambio, deben reflejar las condiciones de equilibrio de mediano plazo de los mercados internos de bienes y monetarios, así como la disponibilidad sostenible de ahorro externo, que depende de la naturaleza y volumen de los flujos de fondos.

La realidad muestra cuán fácil es que suceda lo contrario a lo esperado. Para lograr los resultados deseados se requieren políticas públicas activas que regulen los ingresos de capitales, el tipo de cambio y la liquidez interna, y generen un ambiente estimulante para la formación de capital y para la mayor productividad.

b. Criterios de política

La diversidad de políticas nacionales contribuye a explicar por qué los efectos de los nuevos flujos de capital no han sido los mismos en todos los países. Ello está asociado al volumen de la oferta de dichos recursos, pero particularmente al uso que las economías de la región han

dado al financiamiento internacional. Tanto la capacidad de absorber esos flujos como las políticas aplicadas por los países han sido afectadas por el avance alcanzado por cada país en el proceso de ajuste económico. De hecho, los renovados vínculos con los mercados financieros internacionales encontraron a los países en etapas diferentes de sus programas de ajuste.

Cuando las autoridades se enfrentan a una inesperada abundancia de financiamiento externo, que consideran en parte transitorio o que fluye con demasiada rapidez para que la economía lo absorba eficientemente, pueden intervenir en tres niveles. En el primero, pueden actuar con el fin de moderar el efecto sobre el tipo de cambio, mediante la compra de divisas (es decir, la acumulación de reservas) por el Banco Central. En un segundo nivel, de mayor profundidad, pueden adoptar políticas de esterilización (por ejemplo, operaciones de mercado abierto en el país) para mitigar el efecto monetario de la acumulación de reservas en el primer nivel de intervención. En el tercer nivel, pueden adoptar políticas con respecto a los incentivos, sobretasas o controles cuantitativos para regular la afluencia de capital, influyendo de esa manera en la composición y volumen de esta última. El objetivo es estimular flujos cuyo volumen esté en concordancia con la capacidad interna de absorción de la economía, y encauzarlos hacia proyectos de inversión productivos y, a la inversa, desalentar el ingreso de capital financiero de corto plazo.

En general, dentro de un ámbito de liberalización financiera, los instrumentos adoptados se han orientado principalmente a los denominados niveles primero y segundo de intervención. Según la importancia que se otorgue a la necesidad de mitigar las tendencias hacia la valorización, las autoridades han llevado a cabo diferentes intervenciones en el mercado de divisas; además, según hayan decidido aplicar una política monetaria activa o pasiva, han introducido diferentes grados de intervención para regular la demanda agregada. Algunos países también han regulado directamente los movimientos de capital para influir en su composición y compatibilizarla con sus objetivos de desarrollo.

Las posibles combinaciones entre los niveles producen mezclas diferentes de políticas monetarias y cambiarias, que llevan a distinguir dos alternativas de intervención principales.

i) *Intervención no esterilizada.*

El primer nivel de intervención ha sido adoptado con frecuencia por países que se plantean como principal objetivo la estabilidad de los precios, usando como ancla un tipo de cambio nominal fijo, y que están dispuestos a aplicar una política monetaria pasiva. En efecto, el banco central debe acumular considerables reservas internacionales a medida que compra las divisas aportadas por la afluencia de capital, sin esterilizar el efecto monetario de estas operaciones. La expectativa es que las tasas de interés nacionales y las tasas de inflación convergerán rápidamente con las tasas internacionales.

Una parte central del éxito de esta estrategia dependerá en definitiva de la confianza de los agentes económicos en la capacidad de las autoridades monetarias de mantener el tipo de cambio nominal. El éxito depende también de la relación resultante entre el tipo de cambio nominal y la inflación. Frente a componentes inerciales de la inflación o rezagos en el ajuste de

las importaciones —lo que puede causar que la base monetaria sobrepase los niveles deseables o que los precios de rubros importables se mantengan “altos”— el uso del tipo de cambio como ancla para estabilizar los precios internos puede causar acentuadas revaluaciones del tipo de cambio real, tendencias hacia excesos del gasto agregado y cambios en la composición del gasto, sesgadas contra la producción de rubros comerciables. Depender de manera excesiva de este enfoque para combatir la inflación es sin duda una estrategia de alto riesgo; si llegan a surgir desequilibrios importantes, las opciones de las autoridades a menudo se reducen a una grave recesión o a medidas correctivas abruptas y desestabilizadoras. En verdad, hay quienes aconsejarían la alternativa de acción directa sobre la inflación mediante la aplicación de activas políticas fiscales, de ingresos y monetarias. Como ha comentado el profesor Peter Kenen (1993), “ningún marino sensato tira el ancla antes de que el barco deje de moverse”.

Mientras que en la práctica los países de la región han usado diferentes combinaciones de políticas, se puede singularizar a Chile en 1979-82 y a Argentina en el decenio de 1990 entre los países que han estado más cerca de la forma más pura de esta alternativa de anclaje. Las compensaciones entre pros y contras (*trade-offs*) en Argentina últimamente, al menos para el plazo mediano, han sido bastante considerables (Fanelli y Machinea, 1995). La inflación ha disminuido considerablemente y la economía ha experimentado una fuerte recuperación de la actividad económica y parcialmente en materia de inversiones. Por el contrario, la apreciación del tipo de cambio, junto con la liberalización de las importaciones, ha contribuido a un acentuado deterioro de la balanza comercial y del déficit en cuenta corriente, haciendo al país vulnerable a caídas de ingresos de capital, en tanto que el ahorro interno y el nacional han mostrado una tendencia a bajar.⁶ Puesto que el ahorro externo estimula desproporcionadamente la actividad interna, la trayectoria de la economía depende en gran medida de la sustentabilidad de los flujos de capital.

— —

ii) *Intervención esterilizada.*

Este enfoque supone una esterilización de los efectos monetarios de acumular reservas durante períodos de intensificación de las entradas de capital. El propósito es aislar la oferta monetaria de las fuertes fluctuaciones derivadas de la movilidad del capital (Reisen, 1993). Este tipo de esterilización, si es eficaz, impide que bajen las tasas internas reales de interés y limita la expansión de la demanda agregada. Este segundo nivel de intervención ha sido preferido por los países que ya han salido de situaciones recesivas y que han mantenido una política monetaria activa y, al mismo tiempo, una postura más cautelosa en lo que respecta a las entradas de capital. Refleja una preocupación por el desarrollo sostenido del sector de rubros comerciables y la canalización del capital extranjero hacia el ahorro y la inversión (preferiblemente en ese sector).

En las economías que ya han alcanzado un uso pleno de su capacidad productiva, la esterilización tiene la ventaja de ayudar a controlar el gasto e impedir una mayor apreciación

• • • • •
⁶ Los flujos de capitales también se superpusieron a un sistema de intermediación financiera interna anticuado y vulnerable.

cambiaría real. No obstante, con esta opción, si persisten las diferencias de las tasas de interés, se siguen estimulando las entradas de capital, lo que genera nuevas necesidades de esterilización; al mismo tiempo, la intervención puede ser una fuente de déficit cuasifiscales, puesto que el Banco Central coloca papeles en el mercado interno a tasas de interés más altas que las que obtiene sobre sus reservas internacionales.⁷

De ese modo, la alternativa de intervención esterilizada no está exenta de problemas. Surgen conflictos con mayor intensidad cuando hay muy poca flexibilidad en el sistema tributario para que las autoridades económicas nacionales puedan usar esta política con el fin de contrarrestar los *shocks* internos o externos. Lo que sucede en estos casos es que los otros instrumentos de política suelen quedar excesivamente comprometidos; en efecto, las autoridades deben depender exclusivamente de instrumentos monetarios y cambiarios para moderar el gasto agregado o estimular la actividad económica. Un sistema tributario más flexible permitiría una mejor combinación de políticas, y tipos de interés y de cambio más estables. Es también importante que se pueda mantener un nivel de gasto social e inversión pública en concordancia con los objetivos de desarrollo nacional.

En la práctica, la alternativa de intervención esterilizada se ha combinado con otras medidas de política en tres niveles de intervención. En el primer nivel, orientado a influir en el mercado cambiario: i) aumentar la demanda de divisas mediante incentivos para la salida de capital durante períodos de superávit; ello se puede hacer relajando las reglas que rigen las inversiones de nacionales en el exterior y la repatriación de la IED, y autorizando a deudores a hacer prepagos; ii) estimular inversiones intensivas en bienes de capital e insumos importados y; iii) establecer mecanismos que estimulen el aumento de la productividad de conformidad con el nivel de apreciación cambiaria.

En el segundo nivel de intervención, dirigido a controlar el efecto sobre la demanda agregada: i) adoptar mecanismos para regular los sistemas financieros con el fin de evitar distorsiones, completar mercados en el sector y remediar los puntos débiles en la supervisión prudencial y reglamentación consolidadas (véase CEPAL, 1998c, caps. VII y XII; y Rojas-Suárez y Weisbrod, 1996); ii) imponer disciplina fiscal, compatible con las necesidades de desarrollo de mediano plazo, y establecer tasas de recaudación flexibles compensadoras de *shocks*, para estabilizar las presiones sobre la demanda, y iii) complementar las políticas cambiarias con contratos sociales relacionados con los precios y salarios (como en la Europa de posguerra).

En el tercer nivel de la intervención, orientado a modificar el monto y la composición de los movimientos de capital: i) aplicar medidas cambiarias indirectas destinadas a desalentar la

7 Si el flujo neto de capital es muy elevado sólo transitoriamente, ese eventual costo financiero tendería a ser compensado por futuras ventas de divisas del Banco Central, a precios mayores que aquéllos a los cuales efectuó sus compras. Véase Reisen (1993) y French-Davis, Agosin y Uthoff (1995).

afluencia (y aumentar el egreso) de capital de corto plazo introduciendo cierta incertidumbre respecto a la evolución del tipo de cambio de corto plazo, y ii) adoptar medidas directas que impongan restricciones a la afluencia de capital, que pueden consistir en reservas obligatorias, sin interés, respecto a depósitos bancarios u otros créditos del exterior, y diversos tipos de controles cuantitativos (requisitos en cuanto a períodos mínimos de vencimiento, volúmenes mínimos para las emisiones de bonos, y reglas para la participación del capital extranjero en el mercado de valores). Todas estas medidas contribuyen a hacer más eficaces y sostenibles las intervenciones en los dos primeros niveles.

Entre los países que han optado por la intervención activa, Chile lo ha hecho con la mayor persistencia, convirtiéndose de este modo en una buena ilustración de un país que despliega una serie de políticas en los tres niveles, hasta la fecha con excelentes resultados en lo que atañe al crecimiento, a la estabilidad de los flujos, al aumento del ahorro interno y a la inversión (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995; Eichengreen y Wyplosz, 1996). Las autoridades chilenas optaron por la intervención porque querían regular la demanda agregada por medio de una política monetaria activa y también respaldar el dinamismo de las exportaciones, puestas en marcha con mucho esfuerzo, influyendo en la determinación del tipo de cambio real en el corto plazo sobre la base de dos supuestos: i) la autoridad monetaria tiene una mejor idea de las tendencias macroeconómicas futuras en la balanza de pagos y sus efectos a largo plazo en la economía, y ii) de modo más fundamental, sus objetivos son de más largo plazo que los de los agentes que operan en los mercados de corto plazo (Zahler, 1992). Por consiguiente, frente a una intensa afluencia de capital, las autoridades, interpretando que parte de ella tendría un carácter permanente, permitieron cierto nivel de revaluación cambiaria. Sin embargo, moderaron en forma sustancial su magnitud, con una intervención activa y bastante integral, principalmente a través del uso de varias regulaciones sobre el capital de corto plazo.

México es un caso intermedio entre Chile y Argentina. Dio atención prioritaria a la convergencia de la inflación interna con la de los Estados Unidos. Sin embargo, ha estado lejos del extremo de fijar el tipo de cambio nominal, como lo ha hecho Argentina. No obstante, hubo una considerable revaluación real. El resultado fue el logro de una tasa de inflación de un dígito, pero a costa de un déficit en cuenta corriente cada vez más grande, y que llegó a ser insostenible.

Era evidente que debía constituir causa de preocupación el que incluso con una tasa de crecimiento extremadamente baja (0,5 por ciento del PIB en 1993), el déficit en cuenta corriente mexicano fuera muy alto en ese año y siguiera elevándose significativamente en 1994. Aunque la aprobación del NAFTA abriese nuevas posibilidades para la economía mexicana, el alto nivel del déficit en cuenta corriente tornaba al país muy dependiente de la afluencia de capital extranjero, vulnerable ante cualquier disminución importante de aquellos flujos. No obstante, las entidades privadas especializadas en la calificación de la solidez financiera de países emisores de papeles catalogaban a México como muy solvente aun a fines de 1994.

c. Políticas para la estabilidad y el crecimiento sostenido

Desde el punto de vista de las políticas públicas, la forma ideal de evaluar una respuesta al resurgimiento de los flujos de capital sería separar sus componentes permanentes de los temporales. Si hay un flujo adicional permanente, fenómenos asociados como la revaluación cambiaria, el aumento del déficit en cuenta corriente y el mayor consumo podrían interpretarse como ajustes estabilizadores y, por lo tanto, económicamente eficientes. Si los grandes flujos de capital son temporales, como parece ocurrir casi siempre en gran parte de los PALs, los movimientos mencionados de las variables claves son distorsionantes, puesto que crean desequilibrios económicos y la probabilidad de ajustes futuros perturbadores con costos muy altos. Esta distinción entre permanente y transitorio es, por supuesto, muy difícil de realizar-se en la práctica. Pero hay medidas de política económica que pueden tener un efecto diferenciado entre los flujos de capital de corto y largo plazo o en los flujos de inversiones productivas en comparación con flujos puramente financieros (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).

Las externalidades y otras imperfecciones importantes de los mercados de capital internacionales dan lugar, entre otras cosas, a ciclos frecuentes de abundancia y escasez de recursos y a crisis sistémicas, con el resultado de que incluso los flujos potencialmente permanentes pueden desaparecer de la noche a la mañana (Guttentag y Herring, 1984). En consecuencia, es siempre aconsejable que los gobiernos ejerzan cierto grado de precaución en lo que respecta a los flujos de capital, con el fin de promover una situación en la que su monto total y los principales componentes sean compatibles con la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento. Especialmente si el tamaño y composición de los flujos de capital no concuerdan con esos parámetros, tarde o temprano su sustentabilidad se verá amenazada, haciendo necesario recurrir a ajustes nacionales socialmente costosos. Este problema del nivel y calidad de la capacidad interna de absorción se agrava por los riesgos inherentes a los *shocks* externos de corto plazo en los mercados financieros internacionales.

Como los flujos de capital pueden afectar las variables macroeconómicas nacionales, así como ser afectados por ellas, los gobiernos deben ejercer cautela en dos frentes. En primer lugar, deben evitar una situación en la que los flujos de capital creen valores atípicos (*outliers*) o distorsiones importantes en indicadores macroeconómicos fundamentales, como las tasas de interés y los tipos de cambio reales, el endeudamiento sectorial y nacional, la inflación (incluidos los precios de los activos), el consumo, la inversión y la producción de transables.

En segundo lugar, los gobiernos deben evitar usar las entradas de capital como su instrumento principal para alcanzar un objetivo rígido o extremo respecto de una sola variable económica interna, especialmente durante un período prolongado; un caso frecuente es el de pretender frenar la inflación vía una apreciación cambiaria. Si lo hacen, generalmente desequilibran otras variables importantes, afectando de ese modo al propio instrumento que trataron de usar, vale decir, los flujos de capital.

Los flujos de capital no siempre son consistentes con los objetivos de estabilidad macroeconómica en su sentido amplio, con el crecimiento económico sostenido y la equidad social; se justifica por lo tanto cierto grado de “manejo” público directo o indirecto para así influir en el volumen y composición de esos flujos. Ha habido numerosas experiencias pasadas, con éxito y sin éxito, en la aplicación de este enfoque. Lo que constituye un grado adecuado de liberalización de la cuenta de capital podría variar con el tiempo, según las condiciones locales e internacionales de corto plazo y el nivel y necesidades de desarrollo nacional.

Con respecto a la velocidad a la que debería liberalizarse la cuenta de capital, el proceso debe adaptarse también a la capacidad de la economía de absorber y asignar eficientemente los recursos externos.

La liberalización de la cuenta de capital en los países industrializados ha sido bastante lenta y gradual, acelerándose sólo en los últimos 10 años a medida que se han internacionalizado los mercados de capital. Es interesante señalar que España, Portugal e Irlanda introdujeron ciertas restricciones a los movimientos de capital en 1992 para combatir la inestabilidad del tipo de cambio. Una vez que se alcanzaron los objetivos de estabilidad, se suprimieron las restricciones. Ello realza la importancia de usar instrumentos flexibles que, según las circunstancias, permitan imponer limitaciones temporales a los movimientos de capital para apoyar los esfuerzos hacia la estabilidad macroeconómica.

En los períodos en que los recursos son escasos, como es el período a partir de 1995, habría justificación para buscar formas específicas y más generales de atraer flujos de capital y erigir ciertas barreras para desalentar las salidas de capital. La disminución de los flujos hacia gran parte de América Latina, experimentada en 1995 como consecuencia del “efecto tequila”, ilustra claramente la forma en que los flujos externos pueden agotarse y cuán importante es, en circunstancias como éstas, que los gobiernos hagan esfuerzos especiales para atraer flujos de capital. Correspondería lo contrario en los casos de una evidente abundancia de capital en los mercados, como sucedió en el período 1990-93 en muchos países de América Latina; parece deseable en una coyuntura como ésa que se restrinjan ciertos tipos de afluencia de capital y se fomenten algunos canales para las salidas de capital.

Hay diversas maneras de administrar los flujos de capital. Mientras más urgente sea la necesidad de administración, y más escaso sea el desarrollo de las políticas fiscales y monetarias, mayor probabilidad habrá de que se justifique el uso de regulaciones directas aplicadas a ciertos tipos de capital externo, aunque sólo sea temporalmente. A menudo los controles de cualquier tipo se consideran ineficientes y susceptibles de ser eludidos por operaciones cada vez más complejas de los mercados de capitales. Sin embargo, como lo señala Williamson (1992, p. 189), “las afirmaciones acerca de la ineficacia de los controles de capital son sumamente exageradas”. Según se mencionó anteriormente, el uso de dichos instrumentos naturalmente supone costos. Es evidente que mecanismos mal diseñados pueden llevar a una situación de desequilibrio, ineficiencia y corrupción. En este sentido, hay dos puntos que deseamos destacar. Primero, el mecanismo usado para regular los flujos de capitales debe ser preferiblemen-

te un instrumento de mercado. Por ejemplo, tasas de encaje o impuestos flexibles sobre los flujos (como los usados en Chile durante los años noventa), dirigidos a ayudar al mercado a seguir las tendencias de largo plazo del tipo de cambio y de la demanda agregada. Segundo, es un hecho que la liberalización indiscriminada de los movimientos de capital trae consigo problemas de lavado de dinero y evasión de impuestos, y la consiguiente corrupción e inequidad del sistema tributario local. Un subproducto de un mecanismo de regulación de los flujos de capitales, integral y bien diseñado, es que su acción puede contribuir a desalentar el lavado de dinero y la evasión tributaria asociada a una liberalización indiscriminada y a los capitales volátiles.

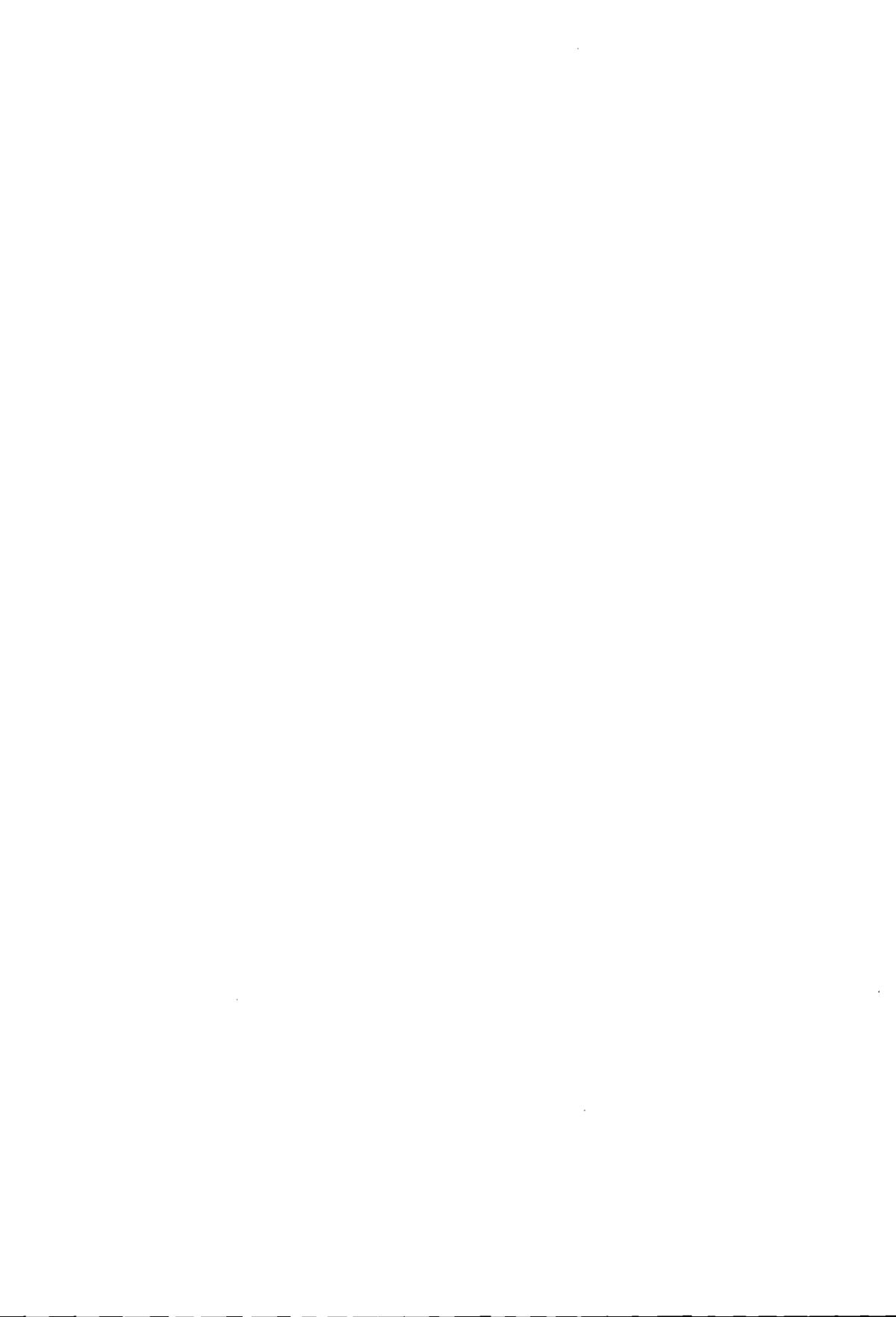
En todo caso, los costos derivados del control de los flujos de capital deben compararse con los beneficios sociales generales desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento, así como con la factibilidad y confiabilidad de otras formas posibles de alcanzar el mismo objetivo. Como sostiene Zahler (1992), los posibles costos microeconómicos de regular los movimientos de capital pueden ser más que compensados por los beneficios resultantes de una mayor estabilidad macroeconómica. La experiencia reciente ha demostrado dramáticamente que dejar que sea siempre el mercado el que determine el volumen y composición de dichos flujos, puede entrañar costos notablemente mayores respecto de la sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y de la fortaleza de la formación de capital y crecimiento futuros.

La reorganización de los sistemas financieros, incluida la apertura de la cuenta de capital, debe dar prioridad a encauzar los recursos hacia el ahorro y la inversión. Por lo tanto, también debe considerarse detenidamente la relación entre el sistema financiero interno y los procesos de ahorro e inversión, y entre el sistema financiero interno y los externos. El desempeño de América Latina al respecto ha sido, en general, muy deficiente.

En lo que incumbe a la relación entre los mercados financieros y la formación de capital para el desarrollo, se necesita un marco institucional para completar o perfeccionar los mercados. Se debe reconocer que, en los países con mercados de valores emergentes, la liberalización financiera de la cuenta de capital, consistente en abrirla a las inversiones internacionales de cartera, corre el riesgo de crear un sobreendeudamiento externo y fluctuaciones excesivas en los mercados de valores y de los tipos de cambio. Las entradas de capital extranjero en gran escala pueden desencadenar “burbujas” en el mercado de valores interno y, al mismo tiempo, la revaluación de la moneda nacional. La consiguiente baja de los precios en el mercado de valores puede, a su vez, causar grandes salidas de capital, la depreciación de la moneda e inestabilidad general.

La preocupación con respecto a los riesgos asociados con los mercados financieros, como la generación de “burbujas” especulativas, implica la necesidad de adoptar mecanismos reguladores y de supervisión para asegurar la estabilidad de las instituciones que operan en los mercados de capital. Esos mecanismos son particularmente fundamentales en las economías abiertas, de libre mercado. El fortalecimiento de la supervisión y regulación puede aminorar

los riesgos mencionados y contribuir a que el proceso de atracción de inversiones de cartera del exterior sea más ordenado y estable (CEPAL, 1998c, cap. XII). Naturalmente, una regulación eficaz exigirá que los países mejoren sus sistemas de seguimiento de los flujos de capital. Ello debe realizarse, en el caso de las instituciones financieras, no sólo en el plano microeconómico, sino también en el macroeconómico para asegurar que el nivel y la composición de los flujos de capital sean compatibles con la estabilidad económica.



VI POLÍTICAS MACROECONÓMICAS PARA EL CRECIMIENTO*

.....

INTRODUCCIÓN

Los equilibrios macroeconómicos no constituyen un objetivo *per se*. En cambio, sí son un insumo esencial para lograr un desarrollo más dinámico y equitativo. Por esto tiene tanta importancia la forma como se logren, cuán sostenibles e integrales resulten y cuál sea su grado de compatibilidad con los equilibrios macrosociales.

Varios países de América Latina han sido víctimas de hiperinflaciones, fenómeno que tiende a ser tan dominante que la política antiinflacionaria suele convertirse en el objetivo absoluto y conductor del programa económico puesto en marcha. Este capítulo se ubica más allá de esa situación u otros eventos catastróficos. Nos interesa, en particular, la interrelación de la macroeconomía con el crecimiento.

Desde el punto de vista productivo, unas políticas macroeconómicas eficientes deben contribuir a: i) elevar la tasa de uso de la capacidad productiva, del trabajo y del capital de manera sostenible; ii) estimular la formación bruta de capital, y iii) aumentar la productividad, alentando mejoras en la calidad de los factores y en la eficiencia de su asignación. Estos son los tres ingredientes fundamentales que generan un crecimiento endógeno y determinan la tasa de crecimiento económico en la transición hacia un nuevo estado estacionario.¹ El récord de los países de América Latina y el Caribe (PALs), en estas tres dimensiones, ha sido deficiente en los últimos tiempos.

La adecuación entre el nivel de la demanda y el de la oferta agregada, su composición entre bienes transables y no transables, y los precios relativos macroeconómicos, tales como tasas de interés y tipo de cambio, son variables determinantes para alcanzar aquellos objetivos de las políticas macroeconómicas.

.....

* Publicado en *Revista de la CEPAL*, N° 60, diciembre de 1996. El autor agradece los valiosos comentarios de Oscar Altimir, André Hofman y Joseph Ramos.

¹ Análisis recientes relacionados con estos tópicos se encuentran en Agénor y Montiel (1996), Corbo y Fischer (1995), Easterly, Loayza y Montiel (1997) y Elbadawy y Schmidt-Hebbel (1998).

Para que la contribución de las políticas macroeconómicas al desarrollo sea más eficaz, se requiere generar una visión de conjunto, más integral en la dimensión económica propiamente tal, de manera que considere sistemáticamente sus efectos sobre el desarrollo productivo; que con un enfoque también integrado concilie los equilibrios macroeconómicos con los macrosociales, y que las tendencias producidas resulten sostenibles en el tiempo. La formación de capital y su productividad efectiva dependen decisivamente de la calidad de esos equilibrios.

En este capítulo se analiza la interrelación de la macroeconomía con el desarrollo. En la sección 1 se presenta un recuento del escenario macroeconómico reciente, sus progresos y deficiencias. Se destacan los rasgos predominantes en los países de la región. La sección 2 examina las implicancias de la existencia de brechas entre la capacidad productiva y su utilización o demanda efectiva, y analiza cómo una brecha persistente afecta la velocidad de desplazamiento de la frontera, lo que se ilustra con eventos de los años ochenta y noventa. La sección 3 pasa revista a políticas económicas que inciden en el grado de cercanía que se alcance entre la frontera productiva y la demanda efectiva. Se abordan, en especial, casos de políticas anti-inflacionarias y de *shocks* externos. El capítulo termina con una serie de consideraciones y recomendaciones de política macroeconómica y el nivel "correcto" de los precios macroeconómicos, y subraya la necesidad de fomentar de manera eficaz la inversión en la gente y de cautelar que el ingreso de fondos externos se dirija hacia inversiones productivas.

1. EL ESCENARIO MACROECONÓMICO RECIENTE

a. Los logros

América Latina ha mejorado significativamente sus políticas macroeconómicas, pues ha logrado corregir varios de los desequilibrios que más distorsiones causaron en los años ochenta.

Hacia fines de 1994, las hiperinflaciones habían desaparecido, y muchos países de la región exhibían tasas de inflación de sólo un dígito, con presupuestos más equilibrados y mayor ahorro fiscal (CEPAL, 1995, cuadro A.6). La expansión monetaria por emisiones en favor del sector público perdía fuerza o desaparecía. El volumen de las exportaciones se expandía aceleradamente (el promedio anual en la región se elevó por sobre 7 por ciento en 1990-94) y muchos países acumulaban significativas reservas internacionales (equivalentes a 6,5 por ciento del PIB anual de la región en el trienio 1991-93).

Asimismo, se generalizaba el reconocimiento de la importancia de lograr equilibrios macroeconómicos. Sin embargo, tres tipos de problemas se iban gestando. Primero, la obtención de ciertos equilibrios se había logrado a expensas de desequilibrios en algunas otras variables macroeconómicas (como la tasa de uso de la capacidad instalada) o en aspectos mesoeconómicos (descuidando ámbitos relevantes para la competitividad y la equidad, tales como inversión en infraestructura y salarios de los profesores). Segundo, lo que pudo constituir una política apropiada en determinada coyuntura, deja de serlo a medida que ésta evoluciona.

Por lo tanto, la naturaleza de la política macroeconómica debe adecuarse progresiva y oportunamente a esa evolución. Tercero, al margen de la masiva adhesión ciudadana que ha concitado la derrota de las hiperinflaciones y de casos de anarquía económica, el insuficiente o inadecuado balance alcanzado entre los diversos objetivos de la sociedad involucra una significativa insatisfacción de amplios sectores de la población con las políticas públicas en vigencia y con sus resultados distributivos en términos de ingreso y participación. A nuestro juicio, esta insatisfacción tiene que ver, en parte, con las deficiencias manifestadas en los dos primeros frentes.

b. Desequilibrios rebeldes o emergentes

En el decenio de los ochenta, las devaluaciones cambiarias alimentaron los auges inflacionarios. En los noventa, el éxito en la reducción de la inflación se conquistó, en varios casos, con el apoyo de apreciaciones cambiarias; en efecto, la gran mayoría de los países revaluó sus tipos de cambio reales entre 1990 y 1994, alcanzando un promedio ponderado de 24 por ciento. La recuperación del acceso al financiamiento externo permitió o estimuló sucesivas revaluaciones reales, que sirvieron de ancla a los precios internos de los productos transables (cuadro VI.1). Además, a comienzos de los años noventa, muchos países exhibían elevadas tasas de subutilización de su capacidad productiva. Este hecho, unido a la recuperación del acceso a financiamiento externo y a las revaluaciones cambiarias, hizo posible que varios países lograsen incrementar la tasa de uso de los recursos junto con una reducción de la inflación.

Las primeras revaluaciones partieron de niveles cambiarios muy depreciados, resultantes de la generalizada crisis de la deuda externa de los años ochenta. Sin embargo, con el transcurso del tiempo se fueron acumulando niveles muy significativos de apreciaciones cambiarias. Estas ayudaron a frenar persistentemente la inflación, pero también contribuyeron a crecientes déficit en cuenta corriente en los noventa. Cifras de 18 PALs muestran que el déficit se elevó desde un promedio de US\$ 9.000 millones anuales en 1983-90 a US\$ 53.000 millones en 1994 (cuadros VIII.4 y VIII.5). Las apreciaciones cambiarias implicaron que, en combinación con la liberalización comercial (CEPAL, 1998c, cap. V), la recuperación de la demanda agregada, tanto por personas naturales como por empresas, fuese crecientemente intensiva en rubros importados. Por ejemplo, entre 1990 y 1994 el PIB regional se expandió 15 por ciento, en tanto que las importaciones de bienes y servicios crecieron 69 por ciento. De hecho, el cuántum de las importaciones se expandió 15 por ciento promedio anual entre 1990 y 1994; esto es, mucho más rápidamente que el 7 por ciento de las exportaciones. Con ello, las importaciones pasaron de un nivel reprimido por la recesión, a un nivel sobreexpandido, particularmente en bienes de consumo.

En los países que se adentraron más en el terreno de la apreciación, con déficit externos más fuertes y acelerados, inducidos o sostenidos por flujos financieros, la estabilización del nivel de precios tendió a ser más rápida. Pero también se tornaron más vulnerables, a medida que la brecha entre el gasto interno y la frontera productiva se acrecentaba y al mismo tiempo el *stock* de pasivos externos se acumulaba aceleradamente. Como consecuencia previsible, los acreedores externos se tornaron crecientemente más sensibles a las “malas noticias” políticas y económicas.

Cuadro VI.1 ARGENTINA-MÉXICO: EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS RELATIVOS, 1980-96
(cocientes de índices de precios x 100)

| Años | Argentina | | México |
|------|---------------------------|----------------------------------|--|
| | Mayoristas/ minoristas | Industria/ servicios privados | Bienes comerciables/ bienes no comerciables |
| 1980 | 87,1 | 90,2 | 67,7 |
| 1981 | 88,3 | 90,5 | 66,4 |
| 1982 | 116,9 | 139,4 | 69,9 |
| 1983 | 126,1 | 146,3 | 81,5 |
| 1984 | 119,0 | 131,7 | 89,8 |
| 1985 | 114,6 | 120,0 | 90,1 |
| 1986 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 1987 | 94,9 | 99,7 | 116,5 |
| 1988 | 109,6 | 126,7 | 95,4 |
| 1989 | 124,3 | 155,1 | 73,2 |
| 1990 | 94,6 | 85,9 | 58,6 |
| 1991 | 67,6 | 61,0 | 55,8 |
| 1992 | 58,0 | 47,4 | 52,7 |
| 1993 | 52,5 | 37,0 | 50,3 |
| 1994 | 51,5 | 34,4 | 48,5 |
| 1995 | 53,0 | 35,3 | 51,9 |
| 1996 | 53,6 | 35,3 | 55,3 |

Fuente: Para Argentina, Fanelli y Machinea (1995) y el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC). Para México, Gurría (1995) e información de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

Así, algunos países tendieron a enfrentar retrocesos traumáticos en la lucha antiinflacionaria (como en México), o situaciones recesivas (como en el mismo México y en Argentina). No obstante, cuando las correcciones se hicieron oportunamente, los ajustes se llevaron a cabo sin mayores traumas (en cierto grado, como en Brasil durante 1995).

Durante las situaciones de emergencia de la crisis de la deuda, en muchos países los gastos públicos se redujeron de manera generalizada. Estos recortes no sólo afectaron gastos redundantes y burocráticos, sino también rubros en los que los desembolsos eran ya insuficientes; ello involucró disminuciones en gastos esenciales para una transformación productiva con equidad. En aquellas áreas como infraestructura, educación, capacitación laboral, e inversión (ya sea pública o privada) los presupuestos suelen ser muy inferiores a los montos adecuados para economías que experimentan importantes procesos de transformación.

La reducción excesiva durante muchos años de esos gastos esenciales debilita los esfuerzos por mejorar la calidad de los factores productivos y dificulta la plena utilización de la capacidad instalada, haciendo así menos eficientes las transformaciones productivas que experimenta la región. En consecuencia, las economías operan con fronteras productivas menos dinámicas y en posiciones efectivas marcadamente por debajo de la frontera. Es decir, la capacidad productiva se subutiliza y tiende a expandirse más lentamente debido al menor nivel de inversión, con el correspondiente impacto negativo sobre la productividad efectiva, el empleo y la rentabilidad.

c. Evolución de la coyuntura y el necesario ajuste en las políticas macroeconómicas

El resurgimiento de la afluencia de capitales hacia inicios de los noventa proporcionó el

financiamiento necesario para aprovechar con mayor intensidad las capacidades productivas disponibles en cada país y alivió la presión que involucraban las negociaciones periódicas de la deuda externa, que distraían la atención y energías de la tarea de resolver problemas más estructurales. Sin embargo, al mismo tiempo planteó el desafío de garantizar la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos.

La afluencia neta de capital repuntó a partir de 1990, alcanzando un promedio anual de alrededor de US\$ 62.000 millones en 1992-94. La reactivación de la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano: removió la restricción externa dominante, lo que permitió que progresivamente se usara más plenamente la capacidad productiva y, con ello, que se recuperara parcialmente la inversión, como se anota más adelante. La supresión de la restricción externa entre 1990 y 1994 contribuyó a la reanudación del crecimiento económico, cuya tasa anual aumentó de 1,6 por ciento en 1983-90 a 3,6 por ciento en 1991-94 (cuadro VI.2, línea 15).

Cuadro VI.2 AMÉRICA LATINA: INDICADORES MACROECONÓMICOS, 1976-97
(en miles de millones de US\$ y como porcentaje del PIB)

| | Miles de millones de US\$ de 1980 | | | | Porcentajes del PIB | | | |
|--|-----------------------------------|---------|---------|----------------------|---------------------|---------|---------|----------------------|
| | 1976-81 | 1983-90 | 1991-94 | 1995-97 ^a | 1976-81 | 1983-90 | 1991-94 | 1995-97 ^a |
| 1. Afluencia neta de capitales | 32,7 | 9,0 | 43,8 | 48,2 ^f | 4,9 | 1,2 | 4,9 | 4,8 ^f |
| 2. Cambio en las reservas | 6,6 | 1,3 | 13,6 | 11,4 | 1,0 | 0,2 | 1,5 | 1,1 |
| 3. Ahorro externo (1-2)=8 | 26,1 | 7,7 | 30,2 | 36,8 | 3,9 | 1,0 | 3,3 | 3,7 |
| 4. Efecto en los términos del intercambio ^a | 5,5 | 30,0 | 51,1 | 52,5 | 0,8 | 3,8 | 5,7 | 5,3 |
| 5. Déficit comercial | 4,3 | -53,7 | -42,4 | -40,3 | 0,6 | -6,9 | -4,7 | -4,1 |
| 6. Servicios de factores | 16,9 | 34,6 | 28,7 | 33,7 | 2,5 | 4,4 | 3,2 | 3,4 |
| 7. Transferencias unilaterales ^b | 0,6 | 3,2 | 7,3 | 9,1 | 0,1 | 0,4 | 0,8 | 0,9 |
| 8. Déficit en cuenta corriente (4+5+6-7)=3 | 26,1 | 7,7 | 30,2 | 36,8 | 3,9 | 1,0 | 3,3 | 3,7 |
| 9. PIB | 671,3 | 782,6 | 900,4 | 996,5 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 10. INB (Y=9-4-6+7) ^c | 649,5 | 721,2 | 827,8 | 919,4 | 96,8 | 92,2 | 91,9 | 92,3 |
| 11. Consumo | 514,4 | 598,5 | 697,4 | 773,5 | 76,6 | 76,5 | 77,5 | 77,6 |
| 12. Inversión | 161,2 | 130,4 | 160,5 | 182,7 | 24,0 | 16,7 | 17,8 | 18,3 |
| 13. Exceso de gasto con respecto al PIB (11+12-9)=5 | 4,3 | -53,7 | -42,4 | -40,3 | 0,6 | -6,9 | -4,7 | -4,1 |
| 14. Exceso de gasto con respecto al ingreso (11+12-10)=3 | 26,1 | 7,7 | 30,2 | 36,8 | 3,9 | 1,0 | 3,3 | 3,7 |
| 15. Tasa anual de crecimiento PIB (%) | 4,6 | 1,6 | 3,6 | 3,1 | | | | |
| 16. Tasa anual de crecimiento de las exportaciones de bienes y % del PIB | 4,2 ^d | 5,5 | 6,8 | 11,2 | 12,2 | 15,9 | 19,3 | 23,8 |
| 17. Tasa anual de crecimiento de las importaciones de bienes y % del PIB | 5,1 ^d | 2,3 | 14,8 | 12,2 | 11,8 | 9,6 | 14,8 | 19,1 |

Fuente: Cálculos del autor, en base a cifras de la balanza de pagos y las cuentas nacionales de 19 países procesadas por CEPAL.

^a Recursos necesarios para cubrir la pérdida resultante del aumento del precio de los bienes importados en comparación con los precios de las exportaciones, a precios de 1980. ^b Corresponde a los flujos en forma de donaciones privadas y otras operaciones no oficiales registradas. ^c INB = Ingreso Nacional Bruto. ^d Corresponde a las tasas de crecimiento anual entre 1981 y los promedios de 1973-75. ^e 1995-97 fue calculado sobre la base de tasas de variación en dólares constantes de 1990. ^f Incluye el financiamiento excepcional a Argentina y México, lo que explica el grueso de las diferencias con el cuadro V.1.

La acrecentada disponibilidad de ahorro externo hizo posible financiar las mayores importaciones asociadas a un aumento de la demanda agregada y del uso de la capacidad productiva existente. El efecto expansivo se generalizó en toda la región, y fue especialmente vigoroso en algunos países, como Argentina, Chile, Perú y Venezuela. Sin embargo, hubo excepciones. México, por ejemplo, si bien experimentó una afluencia especialmente cuantiosa de capital privado, no tuvo una recuperación importante del crecimiento durante el período. La explicación es que hacia fines de los años ochenta, México estaba operando cerca de su frontera productiva; la inversión fue sólo moderada en 1990 y 1994, y el atraso cambiario llevó a cierta subutilización de la capacidad de producción de transables. Así, éstos pudieron responder presuntamente ante la recesión con maxidevaluación de 1995.

El grado en que la afluencia de fondos externos se traduce en crecimiento del PIB está fuertemente influido por: i) la brecha que haya inicialmente entre el PIB efectivo y la frontera productiva; ii) la naturaleza de las políticas económicas internas implementadas, particularmente las macroeconómicas; iii) las expectativas de los agentes económicos; iv) los acontecimientos políticos, y v) factores externos tales como el comportamiento de los términos del intercambio.

La celeridad con que la afluencia de capital removió la restricción externa y generó un superávit de fondos, se tradujo en una tendencia a la apreciación del tipo de cambio, a la rápida reducción de los superávits comerciales y al incremento del déficit en cuenta corriente (CEPAL, 1998c, cap. XI): el gasto interno se elevó más que la producción interna y el ingreso nacional, y apareció un déficit comercial a precios corrientes a partir de 1992, el primero para la región desde 1981. Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles "normales" de demanda agregada, de importaciones y del tipo de cambio real, todos los cuales habían estado reprimidos por la restricción externa dominante durante el período precedente. Sin embargo, la continua abundancia de capital prolongó esas tendencias a lo largo del tiempo y tendió a generar desequilibrios insostenibles, pues el ahorro nacional resultó desplazado por el ahorro externo, como se refleja en el hecho de que el incremento de la inversión total fue inferior al del ahorro externo. Si se compara 1983-90 con el bienio 1993-94, se ve que mientras el ahorro externo utilizado (los flujos netos de capital menos la acumulación de reservas) se elevó en más de tres puntos porcentuales del PIB, el coeficiente de inversión creció en menos de dos puntos².

La tasa de inversión subió recién en 1992 a un nivel superior al promedio de 1983-90. Debe añadirse que sólo en algunos de los países de la región, que han recibido cuantiosas entradas de capital (como el caso de Chile), dicha afluencia ha estado asociada con aumentos apreciables de la tasa de inversión.

² Cifras expresadas en dólares de 1980. En las series de cuentas nacionales preparadas por la CEPAL en dólares de 1990, los coeficientes de inversión de la mayoría de los países de la región son más elevados, aunque sus inflexiones son similares. Por lo tanto, sus tasas de inversión tanto en los años ochenta como en los noventa siguen siendo muy inferiores a las de los setenta.

En un proceso de esta naturaleza no es sorprendente que el ahorro nacional resulte perjudicado, como aconteció en esta ocasión, en particular en los PALs con mayores revaluaciones, como Argentina y México. En estos países el ahorro externo tendió a desplazar al ahorro interno al estimular fuertemente el gasto de consumo, especialmente en los productos importados, cuyos precios habían experimentado reducciones por las apreciaciones cambiarias y las liberalizaciones comerciales. Como es sabido, en general las liberalizaciones arancelarias y paraarancelarias fueron mucho más intensas en rubros de consumo elaborados, los que habían estado fuertemente protegidos anteriormente.

El mencionado exceso de gasto por sobre la producción o ingresos se concentró en el sector privado. De hecho, los sectores públicos de muchos países mejoraron ostensiblemente en este aspecto, presentando un marcado progreso en su balance fiscal entre 1983-90 y 1990-94. En cambio, los excedentes privados se redujeron o sus déficits se incrementaron. En consecuencia, el empeoramiento de los déficits en cuenta corriente respondió a un aumento de los gastos netos del sector privado en el período 1991-94.

Los países contaban con varias opciones de política para enfrentar esa situación de vulnerabilidad (cap. V; y CEPAL, 1998c, cap. XI). No obstante, la mayoría de ellos optó por una política permisiva ante el abultado ingreso de capitales del exterior.³ Ello tendió a generar desequilibrios insostenibles, pues el tipo de cambio se apreció en exceso y los déficits externos se acrecentaron en demasía: con el transcurso del tiempo, además, el *stock* de pasivos externos de corto plazo también se elevó notoriamente. Estas variables deberían regularse de manera que reflejen las condiciones de equilibrio de mediano plazo de los mercados internos de bienes y monetarios, así como la disponibilidad sostenible de ahorro externo.

En la etapa de reactivación registrada entre 1990 y 1994, liderada entonces principalmente por la desaparición de la restricción externa dominante, el manejo de la política macroeconómica enfrentaba menores exigencias que cuando se llega a la frontera productiva. En efecto, una política pasiva puede dar un resultado neto positivo en esa coyuntura. El ingreso exógeno de capitales eleva la capacidad de gasto interno, directamente en economías dolarizadas, o a través de su monetización en economías con patrón dólar o “cajas de conversión”, o vía apreciación cambiaria. La demanda agregada de bienes nacionales e importados se expande, en un contexto de mejores expectativas empujadas por el acceso a fondos externos. La oferta de bienes y servicios nacionales es capaz de responder ante la mayor demanda gracias a la capacidad instalada disponible, mientras que las mayores importaciones resultantes son cubiertas por el ingreso de capitales.

Al completarse la reactivación, alcanzándose la frontera productiva, cualquier demanda agregada adicional requerirá nueva capacidad productiva para satisfacerla y, por consiguiente,

³ Véase Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) sobre el origen del aumento de la oferta de fondos hacia América Latina. Un análisis de los principales mercados proveedores -Estados Unidos, Europa y Japón- se presenta en French-Davis y Griffith-Jones (1995).

de nueva inversión que la respalde. Por lo tanto, aun para sostener las tasas moderadas de crecimiento de América Latina en la primera mitad de los años noventa (4,1 por ciento en 1991-94), se requiere una inversión superior a la actual.⁴ Para retomar el crecimiento promedio de 5,5 por ciento logrado por la región entre 1950 y 1980, se requerirían varias decenas de miles de millones de dólares de inversión adicional por año, por sobre los algo más de US\$ 300 mil millones de formación interna bruta de capital de 1994. Nótese que el creciente flujo de inversión extranjera directa hacia la región alcanzó sólo a unos 18 mil millones de dólares anuales en 1993-94 (aproximadamente un cuarto del flujo neto total de capitales), lo que subraya la magnitud del desafío de elevar la formación de capital en América Latina.

El otro punto sobresaliente es que, al llegar a la frontera productiva se requieren políticas más activas de regulación de la demanda agregada. Resulta entonces imprescindible graduar la velocidad de expansión de la demanda al aumento de la capacidad productiva (más el financiamiento externo sostenible). De lo contrario, si se adoptan políticas macroeconómicas pasivas ante *shocks* positivos de origen externo (bajas de tasas de interés, mejora de términos del intercambio o aumento de la disponibilidad de capital) o de origen interno (auge de la construcción o del consumo de durables o bursátiles en algunos países), la economía se verá sometida a presiones inflacionarias y/o a una creciente brecha entre gasto y producto; en cualquier caso, se estaría generando la necesidad de un ajuste futuro en el sentido opuesto.

América Latina debiera poder dejar atrás los años de recesión generalizada. Por consiguiente, al acercarse a la frontera productiva, evidentemente enfrentaría mayores exigencias de calidad y actividad de las políticas macroeconómicas. En efecto, ésa resultó ser la situación en 1994 y 1995 en un número creciente de naciones, sin que muchos de esos países adaptasen oportunamente sus políticas a la nueva coyuntura.

Los efectos negativos de esa inadecuación sobre la productividad y el volumen de inversión implican generar un menor bienestar social y menor empleo productivo (y/o salarios inferiores). Desde una perspectiva histórica, equivale al contraste en el mundo industrializado, por ejemplo, entre los ajustes automáticos del siglo XIX y de los años veinte de este siglo versus el de los años 1950-80. En este último lapso, la tasa de uso de la capacidad instalada (o cercanía a la frontera productiva) fue muy superior, así como también el coeficiente de inversión (Ffrench-Davis, Muñoz y Palma, 1997). La consecuencia fue un crecimiento del PIB per cápita 2 a 3 veces mayor en 1950-80 que en los otros períodos (al igual que la expansión del bienestar social).

En las nuevas circunstancias de América Latina, se precisa perfeccionar la capacidad de implementar políticas macroeconómicas, de manera que se concilie la proximidad de la economía a la frontera productiva con sustentabilidad y con estabilidad de precios.

4 Luego de las fuertes caídas del PIB de Argentina y México en 1995 y el primer trimestre de 1996, se extendió la brecha entre uso y capacidad. En consecuencia, en 1996-98 resultaba viable un mayor aumento del PIB efectivo hasta que se agote la subutilización.

2. EFECTOS DE POSICIONARSE EN LA FRONTERA PRODUCTIVA

La magnitud de la brecha entre demanda efectiva y capacidad productiva tiene importantes efectos estáticos y dinámicos.

El mayor uso de la capacidad instalada incrementa la productividad efectiva o *ex-post* de los recursos disponibles. La tasa de utilización está estrechamente asociada a variables macroeconómicas: precios “correctos” de la moneda extranjera (tipo de cambio) y del capital (tasas de interés), y de la predictibilidad de la demanda agregada y efectiva. Con ello la rentabilidad del capital y/o el ingreso del trabajo se acrecientan.

En su dimensión dinámica, la mayor tasa de uso y su consiguiente aumento de la productividad efectiva tienden a estimular la inversión en nueva capacidad (Servén y Solimano, 1993; Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996). Para que la oferta de inversiones se expanda efectivamente, es preciso que los agentes inversionistas perciban una mejora real en el corto plazo y que prevean que esa mejora será sostenible en el futuro. Este efecto dinámico será más significativo en la medida que se logre generar una sólida expectativa entre los actores económicos de que se aplicarán políticas públicas con las que la demanda efectiva se mantendrá cerca de la frontera productiva.

La adecuación entre el nivel de la demanda y de la oferta agregada, y su composición entre transables y no transables —ambos asociados a los precios relativos macroeconómicos, tales como tasas de interés y tipo de cambio, y a la predictibilidad de la demanda efectiva—, representan variables determinantes en la obtención de los objetivos de las políticas macroeconómicas.

Uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales se refiere a la tasa de uso de la capacidad productiva. En economías con inflexibilidades de precios e inmovilidades y mercados de factores incompletos, tanto *shocks* positivos como negativos provocan sucesivos ajustes. Consecuencias de esto son una mayor desadecuación entre la oferta y la demanda agregada y la consiguiente brecha entre capacidad productiva potencial y uso de ella. Otra consecuencia es la tendencia a resultados negativos para la equidad debido a que los sectores de menores ingresos, con menor capital humano, y las PYMEs tienen menor capacidad de reacción frente a cambios continuos e inestables; en efecto, marchan más lento en los casos de auge y enfrentan menores oportunidades de reconversión en los casos de contracción. La inestabilidad es una significativa fuente de inequidad y de premios a la especulación a expensas de las actividades productivas.

Una demanda inestable, en un escenario de aceleraciones y frenadas (*stop and go*), ineludiblemente implica un uso neto promedio de la capacidad productiva menor y una productividad efectiva en promedio inferior que en un escenario de demanda establemente cercana a la frontera. Todas estas variables inciden en la calidad de la evaluación de proyectos y en la productividad y rentabilidad *ex-post* de aquellos ya implementados.

La mayor tasa de uso del capital equivale a que el nivel promedio de empleo sea más alto y que la masa laboral se combine con un *stock* de capital físico superior al actualmente en uso. La distribución entre trabajo y capital de los frutos de la mayor productividad depende de diversos factores. No obstante, la mayor productividad efectiva implica que el bienestar potencial (las remuneraciones y la rentabilidad) de ambos factores puede mejorar en el presente y su crecimiento futuro elevarse.

Como también la inversión privada estaría positivamente asociada a las expectativas sobre estabilidad dinámica de la demanda agregada y de los precios macroeconómicos, su cercanía a niveles de equilibrio sostenible acrecentaría la capacidad productiva y se facilitaría la entrada a un círculo virtuoso, que puede conducir a la competitividad sistémica.

Como se ha mostrado ya, la tasa de utilización de los recursos productivos disponibles declinó en forma aguda con la crisis de la deuda de los ochenta. Al mismo tiempo, el marco recesivo y las políticas de ajuste interno que se adoptaron (basadas principalmente en la restricción de la demanda agregada y en débiles políticas reasignadoras) desalentaron la inversión. Como consecuencia, entonces, la formación de capital disminuyó en toda la región en la década de los ochenta y su capacidad instalada fue subutilizada.

Esto comprueba la importancia que, en la economía real, poseen las inflexibilidades de precios, las inmovilidades de factores, los mercados incompletos y las fallas de información durante los procesos de ajuste. Ellos impiden que estos se hagan sobre la frontera productiva.

En un proceso de ajuste “ideal”, en una economía perfectamente flexible y bien informada, un exceso de demanda agregada se elimina sin una caída en la producción (o más precisamente, en la tasa de utilización de la capacidad). Por otra parte, en una economía con subutilización de la capacidad de producción de transables, un ajuste con una dosis conveniente de políticas reasignadoras del gasto y de la producción puede causar un aumento de esta última. Finalmente, en el marco típico de una economía con inflexibilidad de precios y movilidad imperfecta de los factores, la aplicación de políticas “neutrales” de reducción de la demanda puede originar una caída significativa de la producción, porque disminuye la demanda tanto de transables como de no transables, generando entonces desocupación en estos últimos.

En el mundo real, en procesos de ajuste reductores de la demanda, usualmente tiende a haber una baja en la producción. Ello da lugar a una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y a una formación de capital deprimida. La adición de políticas reasignadoras que actúan sobre la composición de la producción y del gasto puede amortiguar los efectos reductores de la actividad económica. Estas políticas reasignadoras ya son selectivas en sí, pero pueden ser globales como el tipo de cambio o profundizar la selectividad. Los países de Asia Oriental ofrecen casos muy diversos de variados niveles de éxito en políticas extremadamente selectivas, y procesos de ajuste notablemente eficaces (Amsden, 1993; Bradford, 1992; Reisen, 1993). Una buena combinación de políticas reductoras del gasto y reasignadoras debería tender a

permitir un resultado más cercano a una tasa elevada y estable de utilización del PIB potencial (Ffrench-Davis y Marfán, 1988).

En síntesis, tanto el marco interno recesivo como la notable incertidumbre y las restricciones que obstaculizaban la capacidad de gestión e inversión pública y privada contribuyeron a un descenso de la formación de capital. La represión de la demanda efectiva llevó a una subutilización sustancial de la capacidad instalada, lo que naturalmente reforzó la depresión de las inversiones.

Como se ha señalado, durante los años noventa, liderada por la afluencia de capitales, la demanda agregada se reactivó e indujo a un aumento de la actividad económica, mientras la brecha entre uso y capacidad disminuyó sistemáticamente. Puede estimarse que aproximadamente un tercio del aumento del PIB en 1990-94 correspondió a un mayor uso de la capacidad disponible, y la creación de nueva capacidad tendió a ser utilizada plenamente. En particular, el fenómeno fue muy intenso en países como Argentina y Perú. De este modo, con un movimiento progresivo hacia la frontera de la producción, se revirtió el generalizado ambiente negativo para la formación de capital del decenio anterior.

El efecto fue notablemente fuerte en Chile, especialmente desde 1993 en adelante. Sin embargo, para la región en general, la recuperación de la tasa de inversión fue muy modesta. Existen cuatro estilos de hacer reformas que podrían ser determinantes de ese mal desempeño de la tasa de inversión, y que son examinadas en este volumen. La primera es el efecto de las reformas comerciales de estilo neoliberal; los impulsos negativos parecen notablemente mayores durante el período analizado. Adicionalmente, la tasa de cambio real se apreció, aumentando así la capacidad de inversión de un volumen determinado del ahorro nacional; sin embargo, el impacto en la producción de transables es negativo, lo que tiende a desalentar el uso de los fondos externos en inversión productiva. En segundo término, las reformas financieras han desarrollado en forma intensiva los segmentos de corto plazo de los mercados de capitales, con un segmento de largo plazo extremadamente débil y con tasas de interés muy elevadas. En tercer lugar, el resurgimiento abrupto de flujos de capitales financieros tiende a fomentar más el consumo que la inversión. Por último, la mayoría de los PALs han estado operando por debajo de la frontera productiva (véase Ffrench-Davis y Reisen, 1998).

3. POLÍTICAS ECONÓMICAS QUE INCIDEN EN EL GRADO DE CERCANÍA A LA FRONTERA PRODUCTIVA

Como se ha reiterado, uno de los equilibrios macroeconómicos fundamentales se refiere a la tasa de uso de la capacidad productiva. América Latina se caracterizó por estar situada muy por debajo de la frontera productiva durante los años ochenta, debido a la restricción externa dominante. La forma como se aborden los programas antiinflacionarios también puede afectar significativamente aquel equilibrio macroeconómico. Las políticas antiinflacionarias y de ajuste frente a *shocks* externos inciden sobre el marco macroeconómico y la tasa de utilización de los

recursos disponibles. A su vez, ésta afecta la tasa de rentabilidad y la formación de nueva capacidad productiva (Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996).

Los mercados cíclicos, en contraste con los más estables, tienden a provocar resultados negativos en las variables mencionadas. Los enfoques tradicionales antiinflacionarios y de ajuste automático tienden a causar comportamientos procíclicos (Ramos, 1993). Las características esenciales del enfoque en cuestión son: i) el uso de una o pocas variables para enfrentar cada problema; ii) su aplicación en todos los países y coyunturas por igual; iii) uniforme más que selectiva, y iv) lineal (siempre más de lo mismo, al margen de la coyuntura que se enfrente).

En presencia de prolongados *shocks* externos recesivos —como es el caso de la crisis de la deuda—, el enfoque del ajuste automático se ha caracterizado por multiplicar internamente los efectos de la recesión externa. En otros términos, a la baja del ingreso nacional gestada en el exterior, por el deterioro de los términos de intercambio y el menor acceso a los mercados reales y financieros, el ajuste automático le agrega un deterioro de la producción interna; es indudable que este ajuste resulta muy efectivo en reducir la brecha externa, pero con graves ineficiencias macroeconómicas: baja tasa de uso de la capacidad productiva y reducida formación de nuevo capital.

Para evitar esa multiplicación destructiva causada por el ajuste automático, se requieren políticas monetarias, crediticias, fiscales y comerciales activas, así como una política específica de desarrollo productivo. Se trata básicamente de la coordinación entre el programa de desarrollo y las políticas de corto plazo, con el propósito de impulsar un cambio de la estructura del gasto y de la producción, a fin de mantener una mayor tasa de utilización de la capacidad productiva local y de fortalecer en vez de debilitar la formación de capital.

Para lograr esos objetivos, cabe utilizar políticas públicas, directas e indirectas, que regulen el nivel global de la demanda agregada y que afecten la composición del gasto y de la producción, a través de instrumentos selectivos para reasignar recursos y desarrollar mercados incompletos o inexistentes (CEPAL, 1992, y 1998c, caps. VII y VIII).

a. Políticas antiinflacionarias

La combinación de políticas que se utilice puede quitar trabas al desarrollo sostenible, pero también puede adicionar distorsiones o trabas. Esto último no es inusual, en particular en los casos en que se prioriza la estabilidad del nivel de precios *per se* o se la asume como el principal ingrediente para el crecimiento económico espontáneo. Como consecuencia de enfoques de esta naturaleza, donde la estabilización se logra a “cualquier costo”, puede resultar una estabilización con estagnación o una estabilización por un corto tiempo seguida luego de inestabilidad.

Las políticas convencionales de estabilización del nivel de precios descansan ya sea en

la restricción deliberada de la demanda global (en su variante de monetarismo de economía cerrada, al estilo Friedman), o en la congelación del tipo de cambio y una política monetaria pasiva (ligada a la disponibilidad de reservas internacionales, en el llamado enfoque monetario de la balanza de pagos o de cajas de conversión). Como es sabido, este último enfoque equivale al ajuste automático del patrón oro, el que apunta a que los precios externos de los productos comerciables internacionalmente determinen el comportamiento del nivel de precios interno. Efectivamente pueden hacerlo, pero con significativos rezagos y perdiéndose la política cambiaria como instrumento activo de ajuste de precios relativos. Por ello, por lo general, en los procesos de ajuste automático suelen resultar tasas sustanciales de subutilización de los recursos disponibles.

Para que los programas de estabilización sean de efectos duraderos y contribuyan al desarrollo (que sin duda lo hacen de manera muy significativa cuando se diseñan bien), deben tener permanentemente en cuenta la histéresis del proceso de ajuste: cómo van evolucionando y cómo se manejan los componentes básicos del crecimiento (inversión, capacitación, innovación tecnológica, etc.) y cómo afectan la capacidad y las oportunidades de los diferentes sectores sociales. Los programas de estabilización pueden dejar huellas progresivas o huellas regresivas, según cuál sea su especificidad.

i) Programas de unianclaje.

Los programas que descansan en una variable única como líder del proceso de estabilización (programas de unianclaje) suelen generar resultados procíclicos: son de corta vida y generan escaso crecimiento de la capacidad productiva. Los dos unianclajes más típicos son aquellos basados en la fijación del tipo de cambio y en el control aislado de la oferta de dinero.

La fijación del tipo de cambio nominal evidentemente contribuye a frenar la inflación en el corto plazo. En determinadas circunstancias puede jugar un papel insustituible de regulador de expectativas desestabilizadoras o anárquicas. No obstante esa función tan positiva, su efecto estabilizador se concreta con más fuerza y rapidez en los productos transables, mientras que los precios de los no transables reaccionan con rezagos (cuadro VI.1). El resultado típico es una apreciación cambiaria significativa, como se observó en Argentina y Chile en 1978-81 y en Argentina y México en 1991-94. Estos países lograron reducir la inflación; incluso registraron tasas negativas (Argentina en algunos meses de 1995 y 1996, y Chile en algunos meses de 1982), pero con una distorsión insostenible en el sector externo.

Por razones coyunturales o políticas, a veces puede resultar inevitable la generación de desequilibrios como los mencionados. La clave entonces es que se debe estar consciente de ellos y abrir camino a una salida eficiente antes que la corrección resulte tardía y traumática.

Algo similar acontece con el anclaje en la cantidad de dinero. Salvo en casos de inflaciones incipientes y en economías sin un historial de indización, el descanso exclusivo en la restricción monetaria como medio para reducir la tendencia de la inflación suele generar una prolongada subutilización de la capacidad productiva, aun cuando la tasa de uso sea baja ini-

cialmente.⁵ Fue en parte el caso de Chile entre 1974 y 1976 cuando una gran recesión convivió con la persistencia de una elevada inflación. En estos casos, el componente de inflación inercial, comprendido en la oferta agregada, continúa empujando el nivel de precios hacia arriba por algún tiempo, al margen de que surja una creciente desocupación y subutilización de la capacidad productiva interna (Fanelli y Frenkel, 1994; Ramos, 1993).

Descansar exclusivamente o en exceso en una sola variable monetaria suele conducir a tasas de interés real muy altas. Ello premia en exceso la dimensión financiera a expensas de la producción, y tiende a situar a la economía por debajo de la frontera productiva. Por ambas razones, desalienta la formación de capital y la generación de empleos productivos.

ii) *Programas de multianclaje.*

Para lograr éxito —esto es, estabilidad sostenible con alta tasa de utilización y crecimiento con equidad— es preciso coordinar un conjunto de variables o precios; así se torna más viable evitar que algunas variables importantes se queden atrás o se adelanten en exceso: salarios públicos y privados, tipo de cambio, tarifas de servicios públicos, oferta monetaria, tasas de interés, balance fiscal y las expectativas de los fijadores de precios privados. Esfuerzos de concertación social entre los principales actores económicos,⁶ aunque sean de alcance limitado, pueden resultar funcionales para, dentro de un conjunto coherente de políticas, alcanzar equilibrios más sostenibles y con una productividad efectiva mayor, asociada a un funcionamiento más cercano a la frontera productiva.

Naturalmente, no es necesario que todas las variables importantes estén coordinadas. Si se logra una masa crítica concertada y armónica, el resto tenderá a seguir su evolución promedio oportunamente. La clave es romper el componente inercial. Esto difícilmente se logra, sin embargo, con el unianclaje o algo cercano a éste, con lo cual la o las variables utilizadas en esa función (ya sea el tipo de cambio, los salarios públicos o privados, o la demanda efectiva), tenderán a atrasarse más allá de los ajustes equilibradores que puedan requerirse.

El uso coordinado de un set de políticas ayuda a reducir la incertidumbre de los inversionistas y a evitar la aparición de precios significativamente fuera de “equilibrio” (*outliers*).⁷

• • • • •
⁵ Incluso en esos casos de inflación “nueva”, se pueden requerir más instrumentos que la cantidad de dinero, como medio de modificar expectativas (para un análisis sobre el rol de la tasa de interés nominal en Costa Rica a comienzos de los años ochenta, véase Castillo, 1986).

⁶ Como en Israel en 1985 (Bruno y Piterman, 1988), en México desde 1987 y en Chile desde 1990 (con acuerdos para los reajustes de salarios mínimos y para reformas tributarias).

⁷ Nótese que esta propuesta de multianclaje es consistente, en vez de contrapuesta, con la opción secuencial de reformas estructurales. A este respecto, véase, por ejemplo, Dewatripont y Roland (1995).

b. *Shocks* externos

En economías con rigideces de precios, inflexibilidad en la movilidad de recursos y mercados de factores incompletos, tanto *shocks* positivos como negativos provocan problemas de ajuste. Como consecuencia, se produce una mayor disparidad entre la oferta y la demanda agregada, con la consiguiente brecha entre la frontera productiva potencial y la tasa de uso efectivo de ella.

Las fluctuaciones de los términos del intercambio, no obstante la diversificación experimentada por el comercio de los países de la región, continúan jugando un papel significativo. Como se indicó más arriba, el deterioro de los precios de exportación de los años ochenta representó el equivalente a 40 por ciento de la suma de los tres *shocks* negativos que afectaron a América Latina en ese decenio.⁸

Frente a la aplicación de políticas económicas pasivas, un *shock* positivo se expresa en un aumento de los ingresos y, por consiguiente, del gasto interno. La actividad económica puede responder en la medida que haya disponibilidad de capacidad instalada. Es lo que sucedió en Chile entre 1986 y 1989, asociado a una mejora espectacular del precio del cobre. Sin embargo, una vez que la frontera productiva ya se alcanzó, la persistencia del *shock* lleva a presiones de demanda que generan alzas de precios internos y/o aumentos en el déficit externo. Como una parte significativa de las variaciones de los precios externos es transitoria, el uso y el acostumbramiento a la abundancia provocan luego ajustes traumáticos. Las lecciones de sus respectivas economías llevaron a Colombia y a Chile a establecer fondos de estabilización, del café y del cobre, respectivamente, en los que se esterilizan las alzas de precios juzgadas como transitorias y se liberan posteriormente cuando el precio desciende (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Así se procura reducir la fuerza de los efectos desestabilizadores de los *shocks* transitorios de términos del intercambio sobre la demanda agregada.

Otra fuente de *shocks* externos corresponde a variaciones de las tasas de interés internacionales. Ellas inciden de alguna manera sobre las tasas internas, y así sus efectos se transmiten vía precios relativos sobre la demanda agregada. También afectan el volumen de movimientos de capitales netos, el ingreso nacional —un alza (baja) de las tasas de interés externas reduce (aumenta) el ingreso nacional de un país deudor neto—, y además la disponibilidad de moneda extranjera, con el correspondiente impacto en el mercado cambiario.

Finalmente, una tercera fuente de *shocks* externos, que ha tenido gran influencia en la inestabilidad macroeconómica de América Latina desde los años setenta, son las severas fluctuaciones en los movimientos de capitales, las que hemos examinado en el capítulo V. En particular, destacan por su volatilidad los flujos de capital privado distintos de la inversión extranjera directa. La gran afluencia de capitales externos, muchos de corto plazo, registrada por un gran número de PALs en los años recientes, ocultaba con un manto de sobreoptimismo

⁸ Afortunadamente para la región, el *shock* financiero negativo de 1994-95 coincidió con un significativo *shock* positivo de los términos del intercambio.

las debilidades que persistían en la economía real: poca inversión productiva, baja tasa de ahorro, calidad de la educación deteriorada, amplios sectores en extrema pobreza y déficit externos crecientes.

Como lo demuestra la experiencia de los países que superaron eficazmente la reciente crisis financiera, desatada a partir de fines de 1994 en México, aquí se requieren esfuerzos sistemáticos para que el volumen de fondos recibidos se pueda absorber de manera eficiente, para que su composición sea de recursos asociados al proceso de inversión productiva y para que la correspondiente inversión se dirija en proporción apropiada a la producción de transables. Todo ello involucra políticas cambiarias activas, un estricto régimen de supervisión prudencial del sistema financiero y regulaciones sobre los movimientos de capitales, en particular de los flujos de corto plazo (capítulo VIII.C; y CEPAL, 1998c, caps. IX a XIII).

La política fiscal también podría contribuir mejor a la regulación de la demanda agregada. En particular, podría incorporar impuestos compensatorios. Estos tributos se elevarían en los períodos de auge o de buenos precios de exportación, y lo recaudado se esterilizaría temporalmente; los mismos impuestos se reducirían en los períodos recesivos para estimular al sector privado, y el sector público podría recurrir a los fondos acumulados en el lapso expansivo.

4. CONCLUSIONES Y LECCIONES PRINCIPALES

Las reformas dirigidas a aumentar el crecimiento económico han sido intensas en la mayoría de los PALs. Sin embargo, es un hecho que el crecimiento del PIB de los PALs ha sido, en general, muy limitado en los años noventa.

Aunque algunos países han exhibido un crecimiento alto en uno o en varios años, ello ha tendido a estar asociado a la gran brecha entre el PIB efectivo y el potencial que prevalecía a inicios de los noventa en muchos países de la región. Del 4,1 por ciento de crecimiento promedio de la región en 1991-94, cerca de un tercio correspondió a un mayor uso de capacidad productiva. Esto tiene una estrecha relación con el ingreso de capitales, que se recupera y acelera en ese lapso. El crecimiento de la capacidad se situaría, entonces, en sólo cerca de 2,5 por ciento anual.

¿Cuál es el motivo de estos resultados tan poco satisfactorios? Para comenzar, la tasa de inversión ha sido muy baja. El esfuerzo de inversión se ha estado recuperando, pero sólo lentamente, desde niveles muy deprimidos. El coeficiente para 1983-90, medido en moneda de 1980, fue de apenas 17 por ciento, lo que es notablemente bajo comparado con el 24 por ciento registrado en 1976-81.⁹

• • • • •
⁹ Nótese las diferencias entre cifras en valores corrientes y constantes en dólares de 1980 y 1990 (véase la nota 2 de pie de página).

No es viable alcanzar un alto crecimiento económico con una tasa de inversión baja. Se requiere tanto inversión elevada como mejoras de productividad; ambas se refuerzan mutuamente.

Puede concluirse, dada la disparidad entre objetivos y logros, que los efectos de las reformas por lo menos son lentos en cuanto se refieren a la recuperación de la formación bruta de capital (FBC) y del crecimiento. ¿Por qué? Es una interrogante que no debe evadirse. Una respuesta es que los efectos toman tiempo en manifestarse. Con ello, no puede olvidarse que el tiempo tiene un alto valor en economía. El valor presente de los efectos de cualquier política económica es el relevante, y no sólo su flujo al final del proceso de ajuste.

Otra lectura posible es que las reformas han sido muy simplistas, en un contexto de mercados segmentados e incompletos. Nuestra lectura es que estas dos interpretaciones son correctas, y que la simpleza contribuyó a rezagos mayores de los efectos. Un ejemplo decidor fue el largo proceso de ajuste en Chile, con bajas tasas de inversión promedio entre 1974 y 1989, con un crecimiento promedio inferior al 3 por ciento (entre 2,5 por ciento y 2,9 por ciento, según las fuentes que se usen), y un salario promedio real que recién en 1992 recuperó el nivel de 1970.

Una serie de variables explican el débil desempeño de la inversión en América Latina y el Caribe. Durante los años ochenta hubo una elevada tasa de subutilización de los recursos productivos disponibles. Los PALs operaron, en su mayoría, muy por debajo de su frontera productiva. Ello desalentó la FBC en los sectores no exportadores; esto es, en los cuatro quintos de la producción de la región.

La recuperación de la actividad entre 1990 y 1994 involucró una aproximación a la frontera (unos 5 puntos de PIB, que representan un mayor nivel de unos US\$70 mil millones en la producción anual en 1994, en comparación con 1990). Pero, en general, el acercamiento a la frontera productiva es muy reciente, luego de muchos años de una amplia brecha. La FBC reacciona ante este acercamiento a la frontera productiva con rezago y sólo lo hace cuando existen expectativas de que esa cercanía sea sostenible en el sector de cada respectivo productor. Ello podría explicar la aún insuficiente recuperación de la FBC, pero también la progresiva recuperación observada hasta 1994, la que procede a medida que diversos sectores productivos se sitúan en sus respectivas fronteras.

Los eventos en Argentina y México en 1995 y los más recientes asociados a la crisis asiática, indican que las recuperaciones pueden ser transitorias. Esa percepción lleva a los agentes económicos a extender los rezagos y tiende a deteriorar las expectativas de los inversionistas productivos.

La excepción principal, Chile, ha logrado mantenerse en las cercanías de su frontera productiva en los años noventa. La tasa de FBC fue recuperándose desde 1988, con ciertos altibajos. La tasa se aceleró en 1993, y en 1993-98 ha sido significativamente más alta que en cualquier año desde 1971 y ha superado el promedio de los años sesenta (aunque siguió siendo inferior al nivel de Asia Oriental). Este progreso ostensible de Chile está asociado, aparte de la

capacidad que ha exhibido para concertar acuerdos sociales y políticos, a un cambio sustancial en sus políticas macroeconómicas, las que se tornaron deliberadamente activas en materia de política monetaria, intervención esterilizadora, manejo cambiario, supervisión prudencial y regulación de los movimientos de capitales.

De este conjunto de reflexiones, se pueden derivar las siguientes conclusiones:

La débil recuperación de la formación bruta de capital en la mayoría de los PALs obedece, en primer lugar, a la distancia que aún persiste entre el PIB efectivo y la frontera productiva, o a la expectativa de que si se ha logrado la cercanía ésta no se percibe en el mercado como sostenible. Esto es función de la calidad de la política macroeconómica.

En segundo lugar, obedece a precios macroeconómicos “incorrectos”, función también de la calidad de la respectiva política y del tipo de desarrollo del mercado interno de capitales y cambiario. El tipo de cambio, estimulante eficaz de la producción de exportables, desde los inicios de los años noventa empezó a apreciarse notoriamente. Entre 1990 y 1994 lo hizo en países que representan el 93 por ciento del PIB de la región, en tanto los déficit en cuenta corriente se elevaban de manera acelerada. Es evidente que la evolución del nivel del tipo de cambio no respondía a la de la economía real. Así, en la medida que el inversor veía que la economía se acercaba a la frontera, constataba que el tipo de cambio se atrasaba; en varios PALs, además, se conformaba una inoportuna inconsistencia: contra toda recomendación pragmática, una acelerada liberalización de las importaciones debía convivir con esa apreciación cambiaria. En general, la apreciación desalienta la producción de transables, y, en la mencionada coyuntura en particular, desalienta la de importables. Ello debilita los impulsos positivos para la FBC (véase el capítulo IV). La lección es que no se debe renunciar a hacer política cambiaria, amarrándose las manos con un tipo de cambio nominal fijo.

El otro precio macroeconómico, la tasa de interés, también ha tenido un desempeño desestimulante de la FBC. Aunque en muchos casos esta tasa no ha sido tan alta como durante la crisis de la deuda de los años ochenta, predominan tasas reales muy elevadas (CEPAL, 1998c, cuadro IX.14). Esto no es un resultado intrínseco del mercado, sino más bien de la manera de efectuar las reformas financieras.

Tasas muy altas de interés real, un mercado cortoplacista y acceso limitado de la PYME e incluso de empresas grandes, constituyen un verdadero obstáculo para el desarrollo productivo. Esto indica que las reformas financieras han sido muy deficientes, propensas a carteras riesgosas¹⁰ y a tasas de interés “fuera de línea”. Hay que hacer un gran esfuerzo para reformar las reformas, y de este modo crear, replicar o simular los mercados de largo plazo para la PYME, la tecnología y el capital humano.

¹⁰ Paradójicamente, la cartera ha resultado riesgosa a pesar del bajo acceso de la PYME. El origen del problema reside en abundancia de créditos relacionados, tasas de interés excesivas y selección adversa de prestatarios, e inestabilidad de la demanda agregada (CEPAL, 1998c, cap XII; y Held, 1994).

Es preciso cautelar que el ingreso de fondos externos se dirija hacia la inversión productiva; las filtraciones excesivas hacia la inversión puramente bursátil y el consumo importado conducen a burbujas y desequilibrios insostenibles.

Que las exportaciones crezcan rápido no es garantía de sostenibilidad. Un aumento persistente de las importaciones a mayor velocidad que las exportaciones debe ser causa de preocupación, y debe corregirse oportunamente; así se evitará una acumulación de deuda y otros pasivos externos que resulten insostenibles.

La apertura indiscriminada de la cuenta de capitales en las economías emergentes puede ser muy perjudicial para el desarrollo productivo y para el bienestar de la mayoría de la gente. La inestabilidad cambiaria y macroeconómica, habitualmente asociada a una apertura irrestricta, es siempre muy costosa para los sectores productivos y para la equidad. Sin embargo, hemos visto que una regulación de los flujos de capitales eficaz y eficiente es perfectamente posible; Chile y Colombia lo han demostrado en los años recientes (capítulo V; y Folkers-Landau, et al., 1995). La aplicación de adecuadas políticas cambiarias y monetarias y una supervisión prudencial estricta del sistema financiero es un paso esencial, aunque obviamente insuficiente. Para una gestión macroeconómica eficaz, se requiere una regulación eficiente del movimiento de capitales y un manejo estabilizador de la demanda agregada. En estos ámbitos ha habido avances interesantes en varios países de la región, particularmente en Chile y Colombia (CEPAL, 1998c, cap. XI).

Por último, para generar un desarrollo económico y social sostenible, además, se requiere fomentar eficazmente la inversión en la gente. Un manejo macroeconómico y de los flujos de capital pragmático facilita esa tarea. Educación, salud, capacitación laboral son ingredientes ineludibles, tal como lo demuestran los planteamientos de la CEPAL sobre transformación productiva con equidad. Los procesos de ajuste deben evitar sacrificar tales inversiones, pues son esenciales para construir un mejor futuro de crecimiento con equidad. Subsisten, sin embargo, deficiencias mesoeconómicas que obstaculizan las acciones microeconómicas. La inversión en infraestructura se ha debilitado y permanece relativamente deprimida. Los segmentos de largo plazo del mercado de capitales son menguados. Los esfuerzos de calificación laboral son muy escasos y, frecuentemente, anticuados. En fin, con frecuencia, los ajustes macroeconómicos, de calidad deficiente y escaso pragmatismo, han sacrificado equilibrios que son sumamente importantes a largo plazo, como el de una cuenta corriente equilibrada y un tipo de cambio competitivo, y han reprimido la acción mesoeconómica. Su resultado tiende a ser una combinación de equilibrios no sostenibles y de crecimiento limitado.

VII
**LOGROS MACROECONÓMICOS
EN LA TRANSICIÓN DEMOCRÁTICA
EN CHILE***

.....

INTRODUCCIÓN

Chile se ha convertido en la economía más vigorosa de Latinoamérica en los años noventa. Los indicadores macroeconómicos claves evidencian una mejoría notoria, promediando un crecimiento cercano al 7 por ciento en este decenio. La aceleración en la tasa de crecimiento del producto ha venido junto con un aumento en los coeficientes de ahorro e inversión; con una reducción en la inflación y en la tasa de desempleo, y con un fortalecimiento de la posición externa, reduciéndose así su vulnerabilidad ante *shocks*, los que han constituido en el pasado la fuente principal de inestabilidad macroeconómica.

Como resultado de este desempeño económico, Chile ha atraído gran interés internacional y ha llevado a que se le mencione frecuentemente como ejemplo de modelo de reestructuración, liberalización y estabilización para otros países de la región, así como también para las economías en transición de Europa del Este. El interés internacional en la economía chilena se ha visto reforzado a partir de 1990, cuando Chile emerge, después de 16 años de régimen autoritario, con una transición a la democracia, que a diferencia del pasado ha privilegiado los consensos por sobre la confrontación en la organización de su economía y sociedad.

Las dos administraciones democráticas de este decenio, con el apoyo de distintos sectores sociales y políticos, han puesto énfasis en una estrategia de desarrollo de mediano plazo basada en la expansión de las exportaciones y en la importancia de lograr equilibrios macroeconómicos *sostenibles*; y han dado prioridad a la tarea de reducir los altos índices de pobreza y de mejorar la distribución del ingreso; ambos, requisitos esenciales para alcanzar un desarrollo integral.

Se ha intentado derivar varias lecciones de política de este experimento de reestructuración, liberalización y estabilización económica, y realizar un balance sobre su grado de éxito. La convicción casi absoluta observada últimamente de que el modelo chileno resulta ser un para-

.....
* Coautor Raúl Labán. Publicado en C. Pizarro, D. Raczynski y J. Vial (eds.), *Políticas económicas y sociales en el Chile democrático*, CIEPLAN/UNICEF, 1995, Santiago.

digma en reforma económica es algo sorprendente. De hecho, varias de las reformas fueron implementadas en los setenta, con enormes costos tangibles por un prolongado tiempo, e incluso, a mediados de los años ochenta, las evaluaciones de esta experiencia parecían concluir que había fallado en alcanzar sus objetivos centrales (Edwards y Cox-Edwards, 1987; Foxley, 1983).

Asimismo, existe abundante evidencia de que este proceso estuvo asociado a importantes costos en bienestar, los cuales repercutieron de forma desproporcionada sobre los sectores más pobres de la población, aumentando, con ello, los niveles de pobreza y empeorando la distribución del ingreso. La evidencia, también, sugiere que se cometieron graves errores de política económica y social, los que aumentaron artificialmente la duración y magnitud del período de ajuste y los costos en bienestar asociados a éste.

Por otra parte, la opinión más favorable que existe sobre el experimento chileno de transformación y estabilización económica es el resultado de los desarrollos que se dieron en el campo económico en los últimos años del gobierno de Pinochet, en los que se llevó a cabo una conducción macroeconómica más pragmática. Sin embargo, aún existe controversia en torno a la pregunta de por qué el período de ajuste fue tan profundo y duradero. Evidentemente, hay maneras muy diversas de efectuar reformas, e ignorar esta diversidad puede resultar muy costoso. De hecho, el régimen de Pinochet incluye dos subperíodos bastante diferentes. Luego, a contar de 1990, se inicia un tercer subperíodo en el que se introdujeron significativas *reformas a las reformas* en las políticas macroeconómicas y sociales. Nuestro planteamiento es que induce profundamente al error propugnado “reformas como en Chile” sin efectuar una clara demarcación entre los tres subperíodos.

Chile ha avanzado significativamente en completar su proceso de transformación y estabilización macroeconómica en los años noventa, a la vez que ha progresado en restablecer un sistema democrático; no obstante, enfrenta hoy variados desafíos en el campo económico-social y político, que se deben superar para alcanzar un estado de desarrollo sostenible. Este capítulo presenta los logros alcanzados en materia macroeconómica en Chile durante el gobierno del presidente Aylwin (1990-94) y los inicios del período del presidente Frei, y los principales desafíos que se enfrentan.

1. CONDICIONES INICIALES:

LA HERENCIA DEL RÉGIMEN MILITAR, 1973-89¹

a. Los cambios radicales de los setenta

Inmediatamente después del golpe de Estado en septiembre de 1973, Chile comenzó su transición a una economía de libre mercado implementando una serie de reformas económicas e

1 Para un análisis más detallado del desempeño económico durante el régimen militar, véase, entre otros, Ffrench-Davis (1991); Ffrench-Davis y Muñoz (1990); Fontaine (1989); y Meller (1991). Para una interesante interpretación de la economía política detrás del proceso chileno de restructuración, véase Velasco (1994).

institucionales de importancia para alcanzar dos objetivos inmediatos (estabilización y privatización) y uno más gradual (liberalización de mercados).

Durante los años setenta, el esfuerzo de estabilización se concentró en distintos objetivos: la corrección de distorsiones en los mercados de bienes, inducida por exceso de intervención estatal, y de los desequilibrios fiscales; la reducción del déficit externo resultante primero de un severo *shock* de términos de intercambio (1974-75), y luego del control de la inflación, llegando a fijar el tipo de cambio nominal en 1979, sin que con ello la inflación convergiera rápidamente a niveles internacionales, debido a una amplia indexación de los precios nominales y a un exceso de gasto agregado sobre producto. Como resultado, se produjo una fuerte apreciación del tipo de cambio real y, con ello, una importante pérdida de competitividad del sector transable (Ffrench-Davis, 1986).

En 1974-78, como parte del programa de reestructuración del sector público, se privatizó la casi totalidad de los activos que habían sido transferidos al Estado durante la Unidad Popular (1970-73). En 1980, sólo 43 (incluyendo un banco comercial), de más de 500 empresas bajo control estatal en el gobierno del presidente Allende, quedaban en manos del sector público. Las fallas fundamentales de este proceso fueron la rapidez y poca transparencia con la cual se llevó a cabo, la escasa atención que se prestó a sus efectos sobre la competencia y la falta de un marco regulatorio adecuado.

Se liberalizó, a fines de 1973, gran parte de los numerosos precios bajo control; se desregularon abruptamente los mercados financieros internos en 1975, y se inició un programa intenso de reforma comercial (véase el cap. III). Hacia fines de los años setenta, la liberalización se extendió a las finanzas internacionales. En estas áreas tampoco la autoridad prestó importancia a la necesidad de contar con un marco regulatorio adecuado y con las medidas necesarias de supervisión prudencial.

En los años setenta el desempeño económico experimentó fluctuaciones notables. Como resultado de la implementación del programa de ajuste estructural y estabilización macroeconómica, acompañado por un severo *shock* de términos de intercambio, la economía experimentó una fuerte contracción durante 1974-75, con una caída de 13 por ciento en el producto (1975); un aumento de la tasa de desempleo a 20 por ciento (1975-76), y una abrupta caída del 19 por ciento en salarios reales (1974-75).

Debido a que esta recesión fue seguida por varios años de expansión económica acelerada —con un aumento promedio del PIB de 7,5 por ciento en 1977-81 (ó 6,7 por ciento en las cifras revisadas por Marcel y Meller, 1986)—, se llegó a proclamar, de forma prematura, el éxito del programa económico del gobierno militar, a pesar del alto nivel en el cual se mantuvo la tasa de desempleo —con un promedio de 18 por ciento de la fuerza laboral (1976-81), comparado a una cifra menor al 6 por ciento para los años sesenta—, de que el salario real era en promedio un 7 por ciento inferior durante 1980-81 que el nivel alcanzado en 1970, de un déficit en cuenta corriente de 17 por ciento del PIB en 1981, de

una reducción fuerte del ahorro nacional y de una tasa promedio baja de inversión. Cabe destacar que el desequilibrio externo coexistió con un significativo superávit fiscal hasta 1981.

b. De la crisis a la recuperación económica en los ochenta

Esta euforia terminó abruptamente en 1982, con el colapso de la economía como respuesta a una acumulación insostenible de deuda externa y a varios *shocks* de magnitud: la desaparición del financiamiento externo voluntario; la fuerte caída de los términos de intercambio, y el aumento significativo en las tasas de interés internacionales.

Sin embargo, esta situación fue agravada por errores serios de conducción de política económica, que incluyeron: la mantención de un tipo de cambio fijo junto a la indexación salarial generalizada (tanto legal o informal) al 100 por ciento de la inflación oficial pasada²; la rápida liberalización de los mercados financieros internos, sin contar con un marco regulatorio y medidas de precaución adecuadas; la apertura radical de la cuenta de capitales durante el “boom”; y la convicción de que, a través del mecanismo de ajuste automático, el mercado generaría un ajuste inmediato de la economía a la nueva realidad recesiva (Meller, 1991).

Durante 1982-83, la autoridad enfrentó la crisis externa con una política de contracción del gasto para reducir la brecha gasto-producto, y con una devaluación del tipo de cambio en junio de 1982, sin una clara definición de la política cambiaria a seguir a futuro. Chile experimentó, entonces, la peor crisis económica desde los treinta y la mayor caída del PIB en América Latina en 1982, con una reducción acumulada del 16 por ciento en 1982-83; un aumento de la tasa de desempleo a 30 por ciento (incluyendo los programas de empleo de emergencia), y una caída en el salario real de 11 por ciento entre 1981 y 1983. En respuesta al ajuste, el desequilibrio externo se redujo, principalmente a través de una contracción de las importaciones a la mitad de su nivel de 1981, sin una respuesta aún significativa de las exportaciones al programa de ajuste.

Para ajustar el gasto a la producción interna, en 1984 se devaluó nuevamente el peso y se aumentó en dos tramos, de 10 por ciento a 35 por ciento, el arancel uniforme a las importaciones. Desde 1985, se implementó una política macroeconómica más pragmática, orientada a la expansión de las exportaciones no tradicionales; al aumento del ahorro interno, y al fortalecimiento del sector financiero y corporativo. De hecho, hubo un reconocimiento de fallas o limitaciones de algunos mercados claves, como el de exportaciones y el financiero. Para inducir un aumento en el volumen y diversificación de las exportaciones, se implementaron varias medidas: mejora en competitividad del sector transable, a través de una serie de devaluaciones estimuladas por la aguda restricción del financiamiento externo, junto a un gasto restrictivo, seguida por la estabilización del tipo de cambio real en un “nivel competitivo”; reducciones de los aranceles a las importaciones desde 35 por ciento a 15 por ciento, aunque sin retornar al

2 Hasta 1978 hubo una subestimación sistemática del IPC oficial (Cortázar y Marshall, 1980). En promedio, la inflación medida por el IPC oficial en el trienio 1976-78 equivalió a sólo el 78 por ciento de la inflación real.

10 por ciento vigente en 1979-82; y adopción de incentivos, incluyendo un sistema de “draw-back” y uno de reintegro simplificado del 10 por ciento para las exportaciones menores.

Al tornarse restringido el financiamiento externo, era fundamental un aumento del ahorro interno (que había descendido a un 1,6 por ciento del PIB en 1982) para financiar una mayor inversión. Para incentivar un mayor ahorro privado se implementó en 1984 una reforma tributaria. Se enfrentó el debilitamiento de las finanzas públicas³ implementando varias medidas, entre las cuales cabe mencionar la fijación de reajustes salariales del sector público por debajo de la inflación, y la reducción en varias categorías del gasto público, incluyendo las del área social. Como resultado, el déficit fiscal pasó desde un 4,3 por ciento del PIB a una situación balanceada en 1988 (Corbo y Fischer, 1994).

En cuanto a las empresas privadas no-financieras, a partir de 1982, la mayoría de ellas se vio afectada negativamente por las altas tasas de interés reales, la contracción económica, y el efecto de la devaluación en el endeudamiento en moneda extranjera. Esto, junto a prácticas bancarias poco transparentes y un marco regulatorio permisivo, sentó las bases para una crisis financiera de magnitud en 1983, llevando al gobierno a intervenir varias empresas financieras con problemas, incluyendo los dos mayores bancos comerciales privados.

El gobierno reaccionó ante la crisis financiera con un programa de ayuda a bancos y deudores locales, con un costo estimado en 35 por ciento del PIB de 1986, el que incluía, entre otras medidas, un tipo de cambio preferencial para deudas en dólares; líneas de crédito a tasas subsidiadas para el sector financiero, y la compra, por parte del Banco Central, de la cartera morosa o vencida de los bancos con un compromiso de éstos de recompra. Posteriormente, se fortaleció muy significativamente la regulación bancaria y los poderes de la Superintendencia de Bancos.

A mediados de los años ochenta, una segunda ronda de privatizaciones se llevó a cabo, con 46 firmas —incluyendo instituciones financieras intervenidas— que fueron traspasadas al sector privado, de manera muy rápida.

A partir de 1986, la economía chilena experimentó varios años de fuerte recuperación económica, acompañada de una mejoría en las cuentas externas. Ciertamente, contribuyeron a este proceso la fuerte expansión de las exportaciones (más de 10 por ciento anual), la reducción en las tasas de interés internacionales, una mejora notable en los términos de intercambio desde fines de 1987, y una política más expansiva hacia fines de los ochenta por razones electorales. Esta expansión económica se logró con bajas tasas de inversión y se basó en la reactivación de la capacidad productiva subutilizada —generada por la crisis de 1982—, la cual se estima quedó plenamente agotada en 1989 (Marfán, 1992). Con todo, la expansión promedio del PIB fue comparativamente baja en 1974-89, alcanzando a menos del 3 por ciento anual.⁴ Es notable

³ Esto se debió tanto al costo fiscal de la reforma a la seguridad social lanzada en 1981, como a una actividad económica e importaciones deprimidas.

⁴ Si se utilizan las cifras corregidas de Marcel y Meller (1986), el aumento promedio del PIB entre 1974 y 1981 fue de 2,6 por ciento anual. Cifras revisadas por el Banco Central dan también 2,6 por ciento entre 1981 y 1989. En los años sesenta, la economía chilena creció en promedio 4,9 por ciento anual.

cómo el predominio de visiones cortoplacistas en el mundo actual lleva a sobredimensionar la significación de la situación coyuntural sin sopesar cuánto es simple *recuperación* de algunos indicadores y cuánto es *sostenible*.

Otros indicadores muestran que la inflación promedio anual se redujo a 19,9 por ciento (aunque se elevó bruscamente a más de 30 por ciento a fines de 1989); que la tasa de desempleo cayó en forma constante y los salarios reales se recuperaron parcialmente, a pesar de lo cual en 1989 todavía eran menores que el nivel alcanzado en 1981 y estaban por debajo aún del registrado en 1970, y que el sector público no financiero arrojó un excedente de 1 por ciento del PIB en 1989. Sin embargo, la distribución desigual del ingreso y los altos niveles de pobreza, los aún reducidos niveles de ahorro e inversión y la considerable vulnerabilidad a *shocks* externos (con la consiguiente inestabilidad macroeconómica) evidencian que, hacia fines del régimen militar, Chile estaba todavía lejos de alcanzar un crecimiento sostenido, estable y equitativo (Ffrench-Davis y Muñoz, 1990).

c. Balance social: distribución y pobreza en el régimen militar

La evidencia indica que, hacia fines de los sesenta, Chile se encontraba entre los países con mayor desarrollo social y mejor situación distributiva de América Latina. Mientras algunos indicadores sociales siguieron mejorando durante el gobierno militar, otros se deterioraron y dieron un balance global negativo (Marcel y Solimano, 1994).

El gobierno militar logró una mejor focalización de algunos programas (por ejemplo, el programa de cuidado de madres embarazadas y niños lactantes) en ciertos grupos objetivos. Asimismo, exhibió una mejora en algunos índices, tales como de mortalidad general e infantil, analfabetismo y de expectativa de vida, a una velocidad superior a la de la tendencia mundial de estos indicadores (CEPAL, 1998b).

Sin embargo, el desempeño en distribución del ingreso y consumo fue negativo tanto durante el proceso de reestructuración y estabilización de los setenta, como durante la mayor parte del proceso de ajuste estructural de los ochenta. Esto no resulta sorprendente si consideramos las dos depresiones de magnitud que experimentó Chile durante este período y los dolorosos y prolongados ajustes que les siguieron. En ambos episodios, el desempleo aumentó y los salarios reales cayeron significativamente.

Varias medidas de distribución confirman esta tendencia. El coeficiente de Gini aumentó desde 0,50 en 1970 a más de 0,54 en 1982-84. Cifras para Santiago, que abarcan el 40 por ciento de la población, indican que la participación en el consumo del quintil más alto subió desde 44,5 por ciento en 1969, a 51 por ciento en 1978, y a 54,9 por ciento en 1988. La participación de los dos quintiles más bajos cayó desde 19,4 por ciento en 1969 a sólo 12,6 por ciento en 1988, a pesar de la enérgica recuperación de la actividad económica en ese año.

Más aún, se observa una importante caída en el gasto social *per cápita* en salud, vivienda y educación que promedió 20 por ciento entre 1970 y 1989 (Ffrench-Davis y Raczynski, 1990). Sólo aumentó el gasto en seguridad social, asociado al número de pensionados.

precedentes, caracterizada por su naturaleza refundacional. Para lograr este objetivo, el gobierno tuvo que obtener el apoyo de los sindicatos e incorporar a los trabajadores en el proceso de toma de decisiones en el tema macrosocial. Este fue dirigido a beneficiar a aquellos grupos más perjudicados por los efectos del largo período de ajuste en los años ochenta, incluyendo, entre otros, a los trabajadores afectos al salario mínimo (el salario mínimo real era un tercio menor que el máximo alcanzado en 1981), a los que perciben asignación familiar (la que había disminuido 65 por ciento desde 1981); al trabajador promedio (con un salario real menor en un 5 por ciento al de 1981); a los pensionados del sector público (cuyas pensiones reales habían caído en un 10 por ciento desde 1984); a las familias en extrema pobreza (cuyos subsidios se redujeron en términos reales un 50 por ciento desde 1981); y, en general, a los receptores del gasto social (que en educación, salud y vivienda había disminuido un 20 por ciento *per cápita*).

a. Demandas sociales y los equilibrios macroeconómicos

Al asumir, el nuevo gobierno democrático enfrentaba presiones de distintos grupos de interés. Sin embargo, como lo demuestra la experiencia de Argentina, Brasil y Perú, intentar atender de inmediato todas las demandas que surgen con la restauración de la democracia sólo genera beneficios de corto plazo a expensas de sacrificar la estabilidad macroeconómica y, así, el crecimiento futuro y la equidad.

Existía amplio consenso político en que una condición indispensable para reducir con persistencia los problemas sociales y la pobreza era a través del crecimiento sostenido, y en que negar el acceso a una parte importante de la población a los beneficios del crecimiento —aparte de consideraciones éticas— puede ser políticamente insostenible en democracia, creándose presiones para cambios reiterados en las políticas públicas. Si así era percibido por los inversionistas, habría entonces una respuesta débil a los incentivos a la inversión, aún en presencia de fundamentos atractivos, hasta que al menos parte de la incertidumbre sobre la permanencia en el tiempo de las actuales condiciones se hubiera despejado. Esto, a su vez, posterga la inversión y progreso social, erosionando el apoyo político a la continuidad de las políticas implementadas.

Se ha argumentado que la estabilidad y credibilidad en las políticas e instituciones económicas pueden ser más relevantes para estimular la inversión productiva que los incentivos tributarios y las bajas tasas de interés. Así, un costo importante asociado a la inestabilidad política es su impacto negativo sobre la acumulación de capital físico, y con ello sobre el crecimiento económico (Dornbusch, 1989; Pindyck, 1991). En el mismo sentido opera la inestabilidad macroeconómica, que acorta el horizonte del evaluador de proyectos y reduce la rentabilidad esperada al generar una brecha entre productividad potencial y efectiva. Todo ello desalienta la inversión (capítulo II; Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Servén y Solimano, 1993).

Por otra parte, el gobierno planteó que para lograr un crecimiento sostenible era necesario además incrementar progresivamente la capacidad de la gente de generar ingresos y aumentar su productividad. De ahí la propuesta de “invertir en la gente”. Por ello, una parte significativa de la

En 1990, se logró también un acuerdo nacional tripartito, entre el gobierno, los representantes de los trabajadores sindicalizados y los de los empresarios, que permitió un aumento del salario mínimo real de 24 por ciento entre 1989 y 1993¹⁰. En abril de 1991 se acordó que, después de esta fase de recuperación, cualquier aumento real a futuro del salario mínimo debía relacionarse a las ganancias en productividad laboral, y que se debería utilizar como criterio para su reajuste la inflación futura esperada en vez de la pasada¹¹. En estas negociaciones se acordó también aumentar la asignación familiar y el subsidio a familias en extrema pobreza, y aplicar un reajuste pendiente en la pensión mínima que se mantenía congelado desde su reducción en 1985.

En 1990 había algún espacio para aumentos en salarios reales, pero algunos factores sugerían cautela en esta área¹². En particular, las estimaciones disponibles indicaban que, hacia 1989, el país se estaba acercando a la frontera productiva, cerca del pleno empleo de la capacidad productiva y, así, un aumento en la formación de capital era imprescindible para mantener bajo el desempleo, conciliando los ajustes de salarios con mejoras en la productividad.

Las críticas a esta reforma, provenientes más que nada de economistas relacionados con el régimen de Pinochet, predecían que el impacto negativo de la reforma laboral, junto al supuesto impacto negativo de la reforma tributaria sobre los incentivos para invertir, reducirían la formación de capital y con ello la capacidad de la economía de generar empleos productivos, con lo que aumentaría la tasa "natural" de desempleo. Como veremos más adelante, ninguna de estas dos predicciones se dio en la práctica.

Durante el gobierno del presidente Aylwin el salario real y el salario mínimo real crecieron a tasas promedio anual de 3,7 por ciento y 5,6 por ciento, respectivamente; el empleo aumentó 3,5 por ciento anual y la tasa de desempleo bajó de 8 por ciento en 1989 a 6,5 por ciento en 1993. Por otro lado, la Ley de Presupuestos de 1993 contempló un gasto social per cápita un 40 por ciento mayor en términos reales que el presupuesto heredado del régimen de Pinochet para 1990. Como resultado de esto, los niveles de pobreza se redujeron significativamente, tal como queda demostrado en las cifras para 1996, que muestran un 23 por ciento en la población total, comparado con 39 por ciento en 1990 y 45 por ciento en 1987.

Estos resultados estuvieron fuertemente influidos por el vigoroso crecimiento experimentado en esta década. Además, el gasto social es altamente progresivo (con la excepción de las pensiones y la educación universitaria); alrededor de un 70 por ciento del gasto público en salud y educación beneficia al 40 por ciento más pobre. Por ello, la expansión del gasto en el gobierno de Aylwin contribuyó a reducir la pobreza y a invertir en la gente.

• • • • •
¹⁰ Sin embargo, el nivel alcanzado en 1993 aún era menor que el de 1981.

¹¹ Aun cuando el salario mínimo cubría sólo un 12 por ciento de la fuerza laboral y los salarios se determinan privadamente, su reajuste opera como una señal de las expectativas de inflación del gobierno.

¹² De acuerdo con la experiencia de otros países de la región, los aumentos en salarios reales que no han venido acompañados por ganancias en productividad han tenido poca duración y han sido seguidos por fuertes caídas, incluso a niveles inferiores que los iniciales (Dornbusch, 1989).

Los datos sobre la distribución del ingreso son más incompletos y confusos. Con el apoyo de factores “exógenos” tales como el aumento del salario mínimo real, subsidios monetarios y programas sociales, la distribución del ingreso había mejorado hacia 1992. Con ello parecía revertirse la tendencia regresiva del prolongado régimen anterior. Sin embargo, la información para 1994 y 1996 muestra avances significativos en la reducción de la pobreza, pero ciertos retrocesos parciales en la distribución del ingreso (véase De Gregorio y Landerretche, 1998). Una hipótesis que trata de explicar este retroceso tiene tres componentes: hay una tendencia regresiva mundial (asociada a la naturaleza del cambio tecnológico predominante desde los años ochenta); el modelo heredado por el gobierno democrático chileno ofrece escasas oportunidades a los sectores más desposeídos, y aún estaba vigente la tendencia hacia la concentración del ingreso (recordemos el deterioro en la distribución del consumo desde 1969 hasta 1978 y, luego, su profundización entre 1978 y 1988); finalmente, los cambios que se introdujeron desde 1990 y que se focalizan en la inversión en la gente, producirán la mayoría de sus efectos positivos en la próxima generación de fuerza laboral. Sin embargo, es evidente que queda aún mucho por hacer para alcanzar una sociedad más equitativa y consistente con la imagen de país moderno y desarrollado que se desea proyectar.

b. Conducción macroeconómica durante el período 1990-94

i) Política monetaria y alta movilidad de capitales.

La tasa de expansión acumulada del producto de un 18 por ciento y de la demanda agregada de 22 por ciento durante el bienio 1988-89 era insostenible; de hecho, dada la moderada tasa de inversión, estaba llevando a una aceleración en la tasa de inflación y al deterioro de las cuentas externas. En efecto, durante 1989 las importaciones crecieron en un 35 por ciento y en el último cuatrimestre de ese año la tasa anualizada de inflación superó un 30 por ciento, con una clara tendencia al alza.

Así, incluso antes de que asumiera el nuevo gobierno, el Banco Central implementó una fuerte contracción monetaria para controlar el gasto agregado y, a través de éste, las importaciones y la inflación. La tasa de interés real de los papeles a 10 años del Banco Central se aumentó desde 6,9 por ciento a fines de 1989 a 9,7 por ciento al principio de 1990, lo que indujo a un cambio en la composición de las carteras de inversión, trasladándose gran cantidad de recursos financieros desde instrumentos de corto plazo a los de más largo plazo. Con ello aumentó la tasa de interés real de corto plazo desde un 6 por ciento a principios de 1989 a un 13,3 por ciento en marzo de 1990, su nivel más alto desde 1981.

Este ajuste se vio ampliamente complicado por el exceso de entrada de capitales que ha experimentado Chile, al igual que otras economías de la región, desde principio de los noventa (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). La brecha entre tasas internas e internacionales de interés aumentó de forma significativa, lo que provocó una fuerte entrada de capitales especulativos de corto plazo, y una caída del tipo de cambio desde el techo al piso de su banda de fluctuación de 10 por ciento, en la segunda mitad de 1990. Aún más, el Banco Central se vio en la necesidad de comprar fuertes sumas de dólares para defender el piso de la banda.

El ajuste, que resultaba inevitable dado el desequilibrio macroeconómico generado en

1988-89, sirvió para detener enérgicamente el rebrote inflacionario de la segunda mitad de 1989 y el desequilibrio del sector externo. Con ello, también, la autoridad monetaria dio una clara señal de que estaba dispuesta a combatir una economía sobreexpandida, y, de esa forma, lograr equilibrios macroeconómicos sostenibles. Además, el impacto sobre otras variables económicas —salarios reales, tasa de desempleo e inversión— fue mucho menor y se revirtió rápidamente.

Durante los cuatro años de gobierno del presidente Aylwin, la fuerte entrada de capitales, tanto de corto como de mediano plazo, amenazaba con reducir en gran medida la capacidad de la autoridad para conducir su política monetaria de manera independiente de los acontecimientos externos, dado que se pretendía evitar fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real. La menor efectividad de la política monetaria —es decir, la capacidad de fijar simultáneamente la tasa de interés y el tipo de cambio—, es especialmente complicada cuando se cuenta con una política fiscal rígida en el corto plazo.

La mantención de un tipo de cambio real estable, debidamente ajustado por los cambios netos en la productividad, es esencial para alcanzar la estrategia de desarrollo de mediano plazo que ha elegido seguir el país, basada en la expansión de las exportaciones y sustitución eficiente de importaciones.

Existe abundante evidencia, tanto teórica como empírica, que indica que una inestabilidad excesiva del tipo de cambio real tiene un impacto depresivo sobre las exportaciones (Caballero y Corbo, 1990; Díaz-Alejandro, 1975) y sobre la inversión productiva privada (Serven y Solimano, 1993). Se ha sugerido aislar (parcialmente) al sector transable de los *shocks* macroeconómicos transitorios, dado el efecto más permanente que éstos tienen sobre el sector transable. En esta misma línea, se ha sugerido que fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio real y/o en las tasas reales de interés causadas por los flujos de capital especulativo de corto plazo tienen un impacto negativo sobre la inversión privada (Pindyck, 1991; Summers, 1988; Tobin, 1978) y sobre el crecimiento, recomendando, así, algún tipo de intervención para evitar “exceso” de volatilidad en estas variables.

Tanto la teoría como la evidencia internacional indican que un proceso sostenido de desarrollo económico tiende a ser acompañado por una apreciación de la moneda nacional (Balassa, 1981b; 1989). Esto, por supuesto, representa un movimiento equilibrador. De esta forma, puede resultar muy costoso intentar mantener el tipo de cambio real sobre su nivel de equilibrio de “largo plazo” por un período muy prolongado y no permitir que éste refleje dichos cambios estructurales. Por lo tanto, lo que se debe evitar son los cambios en la cotización de mercado inducidos por *shocks* transitorios en los flujos.

De esta forma, la autoridad económica enfrentó dos importantes dilemas de política, como lo fuera expresado por el mismo Banco Central. Por una parte, la necesidad de diferenciar entre las presiones revaloratorias permanentes, resultantes del cambio de productividad registrado en Chile y de la superación de la crisis de la deuda, y las presiones coyunturales. Reconocidas las primeras, se trató de evitar las segundas. Por otro lado, estaba el objetivo de

defender la competitividad del sector transable, lo que requiere que la tasa de interés interna no se desvíe “mucho” de la internacional para evitar que una entrada masiva de capitales de corto plazo aprecie el peso. Sin embargo, el objetivo de defender la estabilidad macroeconómica suele requerir tanto de una tasa real de interés sobre la tasa internacional (dada la relativa escasez en Chile del *stock* de capitales productivos) como de ajustes contracíclicos de la tasa real de interés (dependiendo de la etapa de los ciclos económicos internos), que permitan una evolución equilibrada entre demanda agregada y el producto potencial.

Como se pudo observar durante gran parte de este período, reconciliar estos dos objetivos de política no es una tarea fácil, principalmente dada la gran baja en las tasas internacionales de interés —en particular, la de los Estados Unidos durante 1990 y 1993—, la reducción en el premio de riesgo exigido por inversionistas para invertir en Chile, y la mayor integración financiera internacional.

Para intentar reconciliar estos dos objetivos, en presencia de una entrada masiva de capitales, la autoridad económica chilena implementó varias medidas, entre las que se pueden mencionar: sucesivas modificaciones de la regla cambiaria, que afectaron la tasa de interés de corto plazo e introdujeron “ruido” para los flujos especulativos; las operaciones de esterilización monetaria; la liberalización selectiva de la salida de capitales; el encaje a los préstamos externos y sus posteriores modificaciones, y la extensión de un impuesto, que anteriormente sólo gravaba los préstamos en moneda nacional, a los préstamos en moneda extranjera (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).

La justificación para introducir varias de estas medidas —con algunos costos microeconómicos en distorsión y financieros— se basa en dos argumentos diferentes pero a la vez complementarios. Uno es la convicción de que una serie de factores transitorios (tanto de cuenta corriente como de capitales) se escondían detrás de las presiones a la baja del tipo de cambio real. Entre éstos, cabe mencionar, tasas reales de interés insosteniblemente altas en Chile y anormalmente bajas en Estados Unidos durante 1990-93; un precio del cobre sobre el “normal”, y un estímulo a la entrada de capitales facilitado por las expectativas de persistentes aumentos de la moneda local.

El otro argumento sostiene que cuando los oferentes extranjeros de fondos “descubren un mercado emergente”, tratan de llegar rápidamente a un equilibrio en el *stock* de inversión deseado en el país receptor. Esto desencadena una entrada de capitales, que pone en marcha una escalada en el precio de los activos, lo que incentiva el ingreso de más capitales, produciendo un sesgo hacia arriba en el *stock* de inversión deseado por los ofertantes. Este proceso tiene dos rasgos muy negativos: tiende a superar la capacidad de absorción eficiente de fondos externos por parte de la economía nacional y, cuando se alcanza el (sesgado) *stock* deseado, se tiende a producir una salida de capitales, así como expectativas de devaluación, como parte de un movimiento equilibrador en la dirección opuesta a la vigente hasta entonces (véanse los capítulos V y VI; y Urrutia, 1996; Zahler, 1998).

Desde 1983, el tipo de cambio estaba amarrado al dólar dentro de una banda de fluctuación, cuya amplitud alcanzó un ± 5 por ciento en junio de 1989 y cuyo centro se ajustaba (generalmente) de forma mensual por la diferencia entre la inflación interna e internacional. Así, esta política buscaba mantener un tipo de cambio real competitivo y, a la vez, dar algún espacio para la política monetaria. Durante 1990, el tipo de cambio alcanzó el piso de esta banda y el Banco Central sólo pudo defenderlo con fuertes intervenciones. Después de una elevada acumulación de reservas durante 1990 y 1991, la banda fue ampliada a ± 10 por ciento en enero de 1992, convergiendo rápidamente el tipo de cambio al nuevo piso.

Con el propósito de desalentar los movimientos de capitales de corto plazo, a mediados de 1992 se reemplazó el dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas (constituida por el dólar, el marco alemán y el yen) como nuevo tipo de cambio de referencia. Estas medidas han tenido como objetivos hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso e introducir mayor incertidumbre cambiaria a operaciones financieras de corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. En cambio, la sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones. En efecto, a diferencia de las operaciones financieras que se denominan principalmente en dólares, el intercambio comercial está bastante más diversificado geográficamente, y, en la práctica, opera con una canasta diversificada de monedas.

Con el objetivo de reducir el ingreso de capitales volátiles y hacer espacio para la política monetaria, en junio de 1991, el Banco Central impuso un encaje no remunerado del 20 por ciento a los préstamos en moneda extranjera y extendió a éstos el impuesto de timbre y estampillas de 1,2 por ciento, el que anteriormente sólo gravaba los préstamos en moneda nacional. Estas medidas afectaban a todos los créditos, independientemente de sus plazos y condiciones, pero sólo durante su primer año. En enero de 1992, se extendió el encaje a los depósitos en moneda extranjera, y en mayo de ese año se aumentó a un 30 por ciento, cuando volvieron a bajar las tasas de interés en Estados Unidos y en Chile había poco espacio para una nueva reducción de tasas internas. Luego, en 1995, el encaje se extendió a los ingresos de capitales para la compra de acciones en la bolsa local (ADRs secundarios).

En Larraín, Labán y Chumacero (1997) se intenta estimar el impacto que sobre los capitales de corto plazo tuvieron estas medidas. Se encuentra que las restricciones vía precios (encaje) a los flujos de capital de corto plazo tienen un efecto disuasivo en su volumen, mientras que los flujos de largo plazo reaccionan a fundamentos de largo plazo y no son sensibles a condiciones de arbitraje de corto plazo. Agosin (1998), en una amplia y actualizada investigación, llega a resultados consistentes con el estudio anterior; además, encuentra que la regulación a los flujos ha contribuido a la estabilidad macroeconómica, lo que ha sido determinante en el fuerte aumento de la tasa de inversión desde 1992.

Las autoridades han mantenido controles sobre el ingreso de flujos, pero han suavizado los controles sobre la salida de capitales. De hecho, una serie de medidas se llevaron a cabo

para aumentar de forma selectiva y gradual la salida de capitales, aprovechando la posición sólida alcanzada en su cuenta de capitales y un déficit manejable en cuenta corriente. Pero, como lo ha argumentado Williamson (1992) y demostrado formalmente Labán y Larraín (1997), una mayor apertura a la salida de capitales puede, de hecho, incentivar una entrada neta de capitales, como ocurrió en Inglaterra en 1979 y en Yugoslavia en 1990. Así, en base a estos resultados teóricos y empíricos, una mayor apertura a la salida de capitales puede ser una medida incorrecta de política para defender la competitividad del sector exportador frente a una entrada masiva de capitales especulativos de corto plazo.

Aun así, flexibilizar la salida de algunos tipos de capitales debe potencialmente generar un aumento en el egreso de fondos. Entre estas medidas podemos mencionar: flexibilizar las restricciones para que inversionistas chilenos puedan invertir en el exterior o permitir, de forma anticipada, la repatriación de capital y utilidades de las inversiones realizadas a través de operaciones de conversión de deuda en el pasado.

Las políticas tuvieron éxito en el sentido de reducir la entrada de capitales de corto plazo y volátiles (Agosin y Ffrench-Davis, 1998). Pero la inversión extranjera directa (tanto el capital de riesgo exento del encaje, como los créditos asociados afectos al encaje) aumentó significativamente. El volumen de la IED fue estimulado por el atractivo de la economía chilena, debido a su riqueza en recursos naturales y la entrega casi gratuita de su renta económica a los inversionistas (falencia que demanda una corrección), a la mejor calidad de las políticas macroeconómicas, y a la percepción positiva de la transición a la democracia. Con el elevado nivel de flujos de IED se generó un amplio excedente en la cuenta de capital, mayor que el déficit en cuenta corriente.

Para evitar el impacto que las fuertes compras de reservas internacionales podrían ocasionar sobre la emisión, y luego sobre la demanda agregada, el déficit en cuenta corriente y/o la inflación, el Banco Central decidió esterilizarlas a través de operaciones de mercado abierto. Esto complicó su posición patrimonial, al colocar sus activos (reservas) a bajas tasas de interés externas y sus pasivos (bonos) a tasas más altas en pesos.

Es evidente que la esterilización tiende a mantener la diferencial de tasas de interés. Pero esto, más que ser un problema, contribuye al objetivo del equilibrio macroeconómico. El espacio resultante para la política monetaria, acrecentado con el manejo de los flujos de capital de corto plazo, permite que la demanda agregada se mantenga alineada con el PIB potencial.

Sin embargo, a pesar de todas estas medidas, la autoridad no pudo evitar una revaluación real de la moneda de 6 por ciento en 1991 y 8 por ciento en 1992. La menor revaluación alcanzada en 1993 (0,8 por ciento) puede deberse en parte al efecto rezagado de estas medidas, pero también es un reflejo de otras variables, tales como una variación negativa en los términos de intercambio y la prolongada recesión mundial. De forma adicional, a partir de 1994, las tasas de interés en Estados Unidos se han recuperado, justificando la percepción de que una parte de los factores que presionaban por una apreciación cambiaria era de carácter transitorio.

El conjunto de políticas, en particular las que afectan el ingreso de capitales de corto plazo, contribuyó a que los pasivos externos más volátiles no creciesen en exceso. De este modo, las autoridades económicas chilenas, a través de su esfuerzo para concebir una alternativa al enfoque neoliberal —como lo demostraría la crisis mexicana en 1995—, contribuyeron en forma significativa a la estabilidad macroeconómica, a la estrategia exportadora y al crecimiento en general (Dornbusch, 1997; Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Stiglitz, 1998b).

ii) *Política fiscal disciplinada.*

El manejo de la política fiscal ha sido altamente responsable durante este período, en particular, si es que se le compara con otras experiencias de transición política en la región. La nueva administración ha sido capaz de aumentar de forma significativa el gasto social y, a la vez, generar un superávit para el sector público no financiero consolidado en cada uno de los años de su período presidencial.

Los ingresos fiscales aumentaron significativamente entre 1990 y 1993, como resultado de la reforma tributaria de 1990, de una fuerte expansión de la actividad económica y de las importaciones, de un precio del cobre más alto de lo esperado, y de una reducción en la evasión tributaria. Esto, junto a una reducción en las tasas de interés mundiales, permitió al gobierno aumentar el gasto público y, en particular, el social y, a la vez, elevar el ahorro del sector público no financiero a casi 5 por ciento del PIB (cuadro VII.1).¹³ Este coeficiente de ahorro se compara favorablemente con un promedio de 2 por ciento durante los años ochenta. Este mayor ahorro no sólo financió la inversión pública, sino que generó en los cuatro años un superávit promedio de 1,5 por ciento del PIB. Asimismo, al comparar la ley de presupuesto heredada del régimen militar con la de 1993, el gasto social y la inversión del gobierno central aumentaron en un 43 por ciento y 36 por ciento en términos reales, respectivamente, con lo que la indebida represión de estos gastos se había moderado a fines del período.

Como ya se ha dicho, la reforma tributaria de 1990 tenía como objetivo central incrementar los recursos destinados al gasto social sin hacer peligrar el equilibrio de las finanzas públicas, en un contexto de importantes demandas sociales que habían sido postergadas por largo tiempo. La reforma efectivamente aprobada por el Congreso representaba alrededor de la mitad de los ingresos propuestos por el gobierno. Hay que recordar que el gobierno tenía amplia mayoría en las encuestas y en las elecciones parlamentarias, pero minoría en el Senado debido a varios senadores designados según la Constitución diseñada por el régimen de Pinochet, bajo la cual se ha efectuado la transición a la democracia.

Se estima que esta reforma tributaria permitió un aumento en los ingresos fiscales de 2 por ciento del PIB (generado, por partes iguales, por aumentos en el IVA e impuestos a las

¹³ Adicionalmente, el sector fiscal generó financiamiento para cubrir el déficit del sistema público de seguridad social. Bajo la reforma de seguridad social, el sector público continuó pagando las pensiones vigentes y se hizo cargo de financiar parte de las nuevas, mientras que los ingresos fueron traspasados al sistema privado. Las cifras no consideran el déficit cuasi-fiscal del Banco Central, que fue causado inicialmente por la intervención del gobierno para prevenir una quiebra masiva del sistema financiero nacional en 1983, y aumentado, luego, con las importantes pérdidas operativas de la esterilización para atenuar la caída del tipo de cambio real.

utilidades). Los recursos adicionales fueron utilizados por el gobierno en programas sociales. Un nuevo acuerdo político en 1993 permitió que varias de las modificaciones previamente transitorias, fueran aprobadas por un período más prolongado. La evidencia posterior rechaza la predicción de algunos críticos a la reforma, quienes argumentaban que ésta tendría un impacto negativo sobre la inversión productiva privada. Después de una caída en 1991 —atribuible al efecto rezagado del ajuste de 1990—, ésta volvió a incrementarse en 1992 y, desde 1993, alcanzó niveles sin precedentes. En 1994-97 esta tasa superó por 9 puntos la de 1974-89, siendo la principal variable explicativa detrás del notable aumento de la tasa de crecimiento del PIB, desde una inferior a 3 por ciento a otra superior al 7 por ciento.

Hay varias razones para pensar que este aumento en impuestos pueda haber tenido un impacto positivo sobre la inversión privada: a) el aumento fue moderado y aún deja a Chile con una de las menores tasas corporativas del mundo; b) el gobierno se comprometió a no elevar nuevamente las tasas de impuestos durante su mandato; c) un aumento en el gasto en educación, alimentación y salud, también es una forma de inversión a mediano plazo en capital humano, recurso que se había convertido en una limitante muy importante al crecimiento económico, y d) el mayor gasto social, si es manejado en forma eficiente, permite una mayor equidad y que un número más elevado de la población se beneficie del proceso de crecimiento, y con ello, fortalezca la base de apoyo popular a las políticas económicas implementadas.

También se argumentaba que el aumento en el impuesto al valor agregado (IVA), incluido en esta reforma, tendría un efecto regresivo, pues las familias de menores ingresos consumen un porcentaje más alto de sus rentas. Sin embargo, una comparación coherente también debe considerar que los mayores recursos serían transferidos principalmente a estas familias a través del aumento del gasto social que esta reforma permite. El efecto neto resulta evidentemente progresivo.

iii) *Desempeño macroeconómico: 1990-94.*

El aumento de tasas de interés durante 1990 tuvo un impacto contractivo de magnitud sobre el producto, el cual después de haberse expandido a una tasa del 10,6 por ciento el año anterior, creció sólo un 3,7 por ciento en 1990. Sin embargo, la tasa de inflación alcanzó 27 por ciento en 1990, la cual estuvo fuertemente influida por la guerra del Golfo y el aumento del precio del petróleo, así como también por los efectos inerciales asociados a la sobreexpansión de la actividad económica durante 1988-89 y al consiguiente rebrote inflacionario. Después de altas tasas durante septiembre y octubre de 1990¹⁴, la tasa de inflación se redujo en forma considerable en los últimos dos meses de ese año, alcanzando un 19 por ciento en 1991.

Esta rápida desaceleración inflacionaria tomó por sorpresa a gran parte de los especialistas. Estos, utilizando distintos modelos de inflación y la experiencia sobre su comportamiento



¹⁴ La tasa anualizada de inflación para el tercer trimestre de 1990 fue de 40,1 por ciento, comparada con 23,5 por ciento para la primera mitad de 1990. Esta cayó abruptamente en el último trimestre a 22,9 por ciento.

en el pasado, y considerando el alto grado de indexación de nuestra economía —en la cual el efecto de los *shocks* tiende a perdurar en el tiempo—, anticiparon una reducción mucho más gradual en la inflación. Incluso, algunos proyectaban una tasa de inflación en torno al 40 por ciento para gran parte de 1991, y recomendaban tomar medidas drásticas para enfrentar este *shock* de precios externos. La baja capacidad que tuvieron los modelos y especialistas para predecir tan rápida desaceleración es difícil de comprender, si es que no se introduce al análisis el impacto en credibilidad que tuvo el anuncio por parte de la autoridad de su firme intención de combatir con energía este rebrote inflacionario y su compromiso con la mantención de los equilibrios macroeconómicos. Contribuyeron a hacer creíble este anuncio el decidido programa de ajuste implementado a principios de 1990, y el compromiso adquirido por el gobierno y los parlamentarios de reducir en un 5 por ciento el gasto público no social.

Durante 1990-93, el crecimiento del PIB alcanzó 7,7 por ciento. Además, si se compara el crecimiento alcanzado en este período con el de otros años de buen desempeño en los tres decenios precedentes (1966, 1971, 1981 y 1989), se podrá observar que, a diferencia de las ocasiones anteriores, éste se ha dado en un contexto de equilibrio macroeconómico, con una elevada inversión productiva, sin presiones inflacionarias o sobre las cuentas externas de importancia y con una situación fiscal ordenada. Tanto en 1966 como en 1991-93 esta fuerte expansión del producto se logró sin causar presiones de importancia sobre la tasa de inflación ni las cuentas externas, pero en 1966 el crecimiento del PIB se sustentó en una fuerte expansión del gasto corriente del sector público, mientras que en 1991-93 éste fue impulsado por la expansión de las exportaciones y por la inversión productiva. En los otros tres episodios de fuerte expansión (1971, 1981 y 1989), se produjeron desequilibrios de importancia. En 1971 y 1989 se puso fuerte presión sobre la capacidad productiva interna con un impacto inflacionario; en 1989 también se observó un importante aumento en el déficit de cuenta corriente, mientras que en 1981 se causó un desequilibrio externo de magnitud equivalente a 17 por ciento del PIB. Después de cada uno de estos años de fuerte expansión, fue necesario llevar a cabo un programa de ajuste con importantes costos en bienestar.

El impacto del programa de ajuste sobre otras variables económicas fue menos severo y se revirtió rápidamente. De hecho, el nivel de la formación de capital fijo (en pesos de 1986)¹⁵ disminuyó levemente en 1990, y sufrió una caída adicional en 1991 (siendo, de todas maneras, la tercera tasa más elevada desde 1970). En gran medida la baja fue causada por el impacto rezagado del menor crecimiento del producto en 1990 y por una actitud de espera cautelosa de los inversionistas, dada la irreversibilidad de la inversión. La inversión se recuperó rápidamente en 1992, alcanzando un nivel récord en 1993. Posteriormente, como se señaló recién, se han registrado coeficientes muy superiores a los de los dos decenios anteriores (cuadros VII.1 y VII.2).¹⁶

¹⁵ Se utilizan pesos constantes, ya que miden mejor la contribución de la inversión a la capacidad productiva. En el cuadro VII.1 se usan cifras en pesos corrientes para medir el esfuerzo de ahorro por sector.

¹⁶ También ha contribuido a este aumento de la tasa de inversión, presumiblemente de manera muy significativa, el hecho de que la economía ha estado operando, por varios años consecutivos, cercana a su máxima capacidad instalada (Agosin, 1998; Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996).

Cuadro VII.1. AHORRO E INVERSIÓN BRUTOS, 1985-97
(Porcentajes del PIB a precios corrientes)

| Años | Tasa de inversión fija | Cambio en las reservas | Tasa de ahorro | | | | |
|---------|------------------------|------------------------|----------------|----------|------|------|-------|
| | | | Externo | Nacional | SPNF | FEC | Otros |
| 1985-89 | 19,4 | 1,8 | 4,8 | 16,4 | 2,0 | 1,5 | 13,0 |
| 1990-93 | 22,6 | 1,9 | 2,5 | 22,0 | 4,0 | 0,8 | 17,2 |
| 1994-97 | 24,3 | 1,6 | 4,1 | 21,8 | 5,4 | 0,4 | 16,0 |
| 1989 | 23,6 | 1,6 | 1,8 | 23,3 | 3,1 | 3,8 | 16,4 |
| 1990 | 23,1 | 2,0 | 1,9 | 23,2 | 2,5 | 2,3 | 18,4 |
| 1991 | 19,9 | 2,6 | 0,3 | 22,3 | 3,6 | 0,7 | 18,0 |
| 1992 | 22,4 | 1,4 | 2,3 | 21,5 | 5,0 | 0,3 | 16,2 |
| 1993 | 24,9 | 1,6 | 5,6 | 20,9 | 4,9 | -0,2 | 16,2 |
| 1994 | 23,3 | 0,8 | 3,0 | 21,1 | 4,9 | 0,2 | 16,0 |
| 1995 | 23,9 | 1,9 | 2,0 | 23,8 | 5,4 | 1,1 | 17,3 |
| 1996 | 24,8 | 1,8 | 5,8 | 20,8 | 5,8 | 0,3 | 14,7 |
| 1997 | 25,2 | 1,7 | 5,5 | 21,4 | 5,5 | 0,1 | 15,8 |

Fuente: Cálculos basados en información del Banco Central. Las cifras para el Sector Público no Financiero (SPNF) incluyen al Gobierno General y utilidades netas de las empresas públicas, principalmente de CODELCO (la empresa productora estatal de cobre) recaudadas por la Tesorería. FEC corresponde al Fondo de Estabilización del Cobre, depositado por CODELCO en una cuenta especial de la Tesorería en el Banco Central. Otros incluye ahorros netos privados más el saldo del Banco Central, utilidades de empresas públicas no transferidas a la Tesorería y capitalizadas por estas empresas, y reservas de depreciación de todas las empresas públicas y privadas.

Por otra parte, durante el primer gobierno democrático, la tasa de ahorro nacional alcanzó un promedio de 22 por ciento (a precios corrientes), la más alta en los últimos tres decenios, y mucho más elevada que el 16,4 por ciento obtenido en 1985-89. Con ello se logró financiar cerca de un 90 por ciento de la inversión fija, comparada con sólo un 77 por ciento (sobre una menor tasa de inversión) en la segunda mitad de los años ochenta. La alta tasa de ahorro pareciera estar asociada al estimulante entorno macroeconómico que han tenido las empresas, lo que conduce a una elevada utilización de la capacidad instalada y a mayores tasas de utilidades y niveles de reinversión (capítulo VI; y Agosin, 1998).

La capacidad de ahorro es afectada fuertemente por los términos de intercambio. Estos continúan siendo extremadamente inestables para Chile. Por ejemplo, el alto precio del cobre en 1989 significó entradas equivalentes a 3,8 por ciento del PIB al fondo de estabilización del cobre. Esto corresponde sólo a una parte de las utilidades acumuladas durante el año por CODELCO (la gran empresa pública), por concepto de sobreprecio del producto. Por el contrario, en 1993 el fondo des acumuló el equivalente a 0,2 por ciento del PIB. Una diferencia neta de 4 por ciento debiera utilizarse para ajustar las cifras brutas del ahorro interno en el cuadro VII.1, y así comparar mejor el esfuerzo efectivo de ahorro en cada año.

Las cuentas externas también tuvieron un desempeño muy sólido durante este período. En cada año del período 1990-93 la balanza de pagos alcanzó un superávit, que en promedio se situó en torno a US\$ 1.700 millones. Ese resultado se explica principalmente por un superávit de la cuenta de capitales, debido a un aumento importante pero sostenible en la entrada neta de capitales de largo plazo, en la forma de créditos e inversión directa. Sin embargo, en 1993 el

país alcanzó el primer déficit comercial desde 1981, elevando el déficit de cuenta corriente a 5 por ciento del PIB de ese año, el más alto desde 1984 (a pesar de un superávit fiscal y tasas de interés internas altas). El déficit fue rápidamente corregido en 1994. Estos significativos cambios reflejan, en el frente externo, la inestabilidad de los términos de intercambio, y en el frente interno, la gran vulnerabilidad del equilibrio externo a variaciones de la demanda agregada, en particular cuando la economía se encuentra operando cerca de la frontera productiva.

Durante este cuatrienio, las exportaciones de bienes y servicios crecieron, en términos reales, en un 44 por ciento, comparado con una expansión acumulada del PIB real de Chile de 34 por ciento y de sólo 18 por ciento del comercio mundial. De este modo, tanto las exportaciones como la inversión (que aumentó 50 por ciento en este período) han sido la fuerza conductora del crecimiento económico, aumentando los vínculos externos de la economía chilena¹⁷ y su potencial para un crecimiento sostenido.

El cuadro VII.2 presenta una comparación entre el desempeño económico durante el gobierno del presidente Aylwin, con el de los cuatro gobiernos anteriores. La administración Aylwin se compara favorablemente en términos de expansión del PIB, inflación, nivel de los salarios reales y superávit fiscal. Es interesante destacar que el desempeño de la inversión y el ahorro, así como la generación de nueva capacidad productiva, fue notablemente superior. La tendencia a la mejora de los indicadores se mantenía en la Administración Frei (hasta 1998 inclusive). Sólo en lo que respecta a la tasa de desempleo, aunque no alcanza a la mitad de la tasa promedio del régimen de Pinochet, no se ha logrado recuperar los niveles de los años sesenta.¹⁸ Por otra parte, el sector externo mostró en 1998 un inquietante déficit.

Cuadro VII.2 COMPARACIÓN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS CLAVES, 1959-97^a

| Variable | Durante el Gobierno de: | | | | | |
|---|-------------------------|------------------|--------------------|---------------------|-------------------|----------------------|
| | Alessandri 1959-64 | Frei: 1965-70 | Allende 1971-73 | Pinochet 1974-89 | Aylwin 1990-93 | Frei R-T. 1994-97 |
| Crecimiento del PIB ^b | 3,9 | 4,1 | 1,1 | 2,9 | 7,7 | 7,7 |
| Crecimiento de las exportaciones ^c | 6,2 | 2,3 | -4,2 | 10,6 | 9,6 | 10,6 |
| Tasa de inflación ^d | 26,6 | 26,3 | 293,8 | 79,9 | 17,7 | 7,4 |
| Tasa de desempleo | 5,2 | 5,9 | 4,7 | 18,1 | 7,3 | 6,9 |
| Salario real (1970=100) | 62,2 | 84,2 | 90,0 | 82,2 | 100,2 | 117,8 |
| Inversión fija (% del PIB) | | | | | | |
| En pesos de 1986 | - | - | - | 18,7 | 24,6 | 30,5 |
| En pesos de 1977 | 20,7 | 19,3 | 15,9 | 15,5 | 19,9 | 24,5 |
| Superávit sector público (% del PIB) | -4,7 | -2,1 | -16,1 | -0,5 | 1,5 | 1,6 |

Fuente: Banco Central de Chile; Marcel y Solimano (1994); Meller (1991).

^a Tasas acumulativas de crecimiento del PIB y exportaciones; tasas anuales promedio en inflación y desempleo. ^b Para 1970-74, en pesos de 1977; para 1975-97, en pesos de 1986. ^c Exportaciones de bienes y servicios en pesos de 1977 para 1959-85, y en pesos de 1986 para 1986-97. ^d Diciembre a diciembre.

¹⁷ En 1993 las exportaciones de bienes y servicios representaron 34 por ciento del PIB real (a precios de 1986), es decir, 10 puntos porcentuales más que en 1980. La cifra en precios corrientes es de 28 por ciento; 5 puntos más alta que en 1980.

¹⁸ La menor tasa de desempleo se registró durante el gobierno del presidente Allende. Sin embargo, como es sabido, detrás de esta tasa había mucho empleo en el sector público de baja productividad y se escondían enormes desequilibrios macroeconómicos, los cuales la hacían insostenible.

c. Vulnerabilidad del crecimiento económico ante *shocks* externos

Para alcanzar una senda de crecimiento estable, la economía chilena también necesitará reducir su vulnerabilidad a *shocks* externos en los mercados de bienes y servicios.

Es bien reconocido que son los grupos de menores ingresos los que más se ven perjudicados por esta inestabilidad: períodos de expansión excesiva seguidos por períodos, a veces prolongados, de ajuste a esta expansión, y así sucesivamente. Durante las etapas expansivas, normalmente se observa una aceleración de la tasa de inflación, y son precisamente los pobres los que tienen más problemas para proteger sus activos e ingresos del “impuesto inflación”. El período de ajuste viene normalmente acompañado de caídas en salarios y empleo y, así, tiene un impacto negativo sobre el consumo de los grupos de menores ingresos. Estos tienen un acceso menos fluido al mercado de capitales donde poder suavizar el impacto negativo sobre sus posibilidades de consumo. La recuperación tiende a alcanzar con mayor rezago a los grupos de menor que a los de mayor ingreso. De esta forma, se debiera esperar un comportamiento procíclico de la participación del consumo de estos grupos sobre el consumo total, pero con un sesgo regresivo bajo la inestabilidad económica (Morley, 1995).

Durante el gobierno del presidente Aylwin se ha observado un progreso notorio en la dirección de alcanzar equilibrios macroeconómicos sostenibles. Se ha llevado a cabo una política activa para enfrentar los *shocks* externos y evitar, con ello, la propagación de sus efectos sobre la economía interna.

La deuda externa del sector público disminuyó considerablemente, lo que permitió entonces un mayor espacio para el endeudamiento del sector privado y, a la vez, también seguir reduciendo la carga de endeudamiento total. En promedio, durante 1992-94 la razón deuda externa a PIB alcanzó un 42 por ciento, la más baja en los últimos 10 años y la mitad del 90 por ciento promedio alcanzado en los ochenta. Al mismo tiempo, el ingreso de inversión extranjera directa ha aumentado significativamente, alcanzando en promedio un 4 por ciento del PIB durante 1990-94. Aun cuando no existe una medida precisa del *stock* de capital interno en manos de no residentes, las importantes ganancias de capital en el mercado bursátil y la reinversión de utilidades sugiere que esta forma de pasivo externo ha aumentado de forma significativa (véanse las cifras en French-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Sin embargo, la inversión extranjera directa parece tener mejores propiedades en el ciclo económico que los créditos externos y otros pasivos tales como la inversión bursátil (Larraín y Velasco, 1990).

La vulnerabilidad de la economía chilena ante *shocks* externos ha disminuido como consecuencia de un incremento en la diversificación de las exportaciones, tanto en términos de productos y servicios, como de mercados de destino. Las exportaciones no cobre representaban un 37 por ciento y 54 por ciento de las exportaciones totales en los años setenta y ochenta, respectivamente; a mediados de los noventa, éstas cubren un 60 por ciento. La distribución geográfica también se ha diversificado.

Una mayor disponibilidad de reservas internacionales en el Banco Central también contribuye a protegerse de mejor forma ante *shocks* externos. En 1994 estas reservas representaban cerca de un año de importaciones, alcanzando a 26 por ciento del PIB anual.¹⁹

Chile también ha aumentado su grado de integración a los mercados financieros internacionales. Una mayor integración a estos mercados internacionales puede permitir una mejor diversificación del riesgo en mercados financieros bajo condiciones “normales”. Pero, también, impone nuevos desafíos para una pequeña economía abierta como la chilena, al enfrentar episodios de sobreoptimismo y sobrepesimismo en los segmentos volátiles de los mercados de capitales (véase el capítulo V). Una mayor movilidad de capital impone una importante restricción a la política de estabilización macroeconómica de corto plazo, si es que se quieren evitar inestabilidades excesivas en el tipo de cambio real, debido al papel central que éste juega en la estrategia de mediano plazo basada en la expansión de las exportaciones y sustitución eficiente de importaciones.

Chile, al igual que varias economías de la región, ha tenido problemas para manejar sus políticas de estabilización de corto plazo en un contexto de una mayor movilidad de capitales y de tasas internacionales de interés extremadamente bajas (Calvo et al, 1993). Según lo señalado anteriormente, la respuesta de Chile fue la de suavizar y diversificar oportunamente las fuentes de financiamiento externo, especialmente con un encaje que desestimulaba los ingresos a corto plazo. Como se mencionó, esta política ha sido eficaz, particularmente hasta 1994 (véase el capítulo VIII.C). Sin embargo, ha habido una apreciación cambiaria (muy moderada si se compara con la de otros PALs, como se observa en el cuadro VIII.5), auge en los mercados bursátiles, un deterioro de la balanza comercial, una acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central en un esfuerzo de evitar una apreciación mayor, y una forzada esterilización para evitar el impacto inflacionario de estas operaciones de cambio. Estas dos últimas medidas han llevado al Banco Central a incurrir en importantes pérdidas operacionales.

Así, esta mayor integración financiera con el resto del mundo trae consigo beneficios potenciales para economías como la chilena, pero, a la vez, introduce nuevas fuentes de inestabilidad macroeconómica, tanto de corto como de largo plazo, amenaza ante la cual el gobierno de Chile ha decidido intervenir con el fin de poder mantener algún grado de autonomía en la conducción de su política de estabilización de corto plazo —basada, principalmente, en la política monetaria, dada la rigidez de corto plazo del instrumento fiscal— y, a la vez, defender la competitividad del sector transable (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).²⁰

¹⁹ En este análisis sólo se argumenta que el país está mejor preparado para enfrentar *shocks* externos, pero no se evalúa si los instrumentos de protección y los montos involucrados son o no óptimos.

²⁰ Un debilitamiento o reversión, registrado en 1997, de la política activamente estabilizadora del sector externo y del nivel de actividad, para en cambio privilegiar, aparentemente, la reducción del IPC, se presenta en Agosin y Ffrench-Davis, 1998.

3. LOS DESAFÍOS: EQUIDAD SOCIAL Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

La economía ha crecido vigorosamente durante esta nueva fase democrática, más aún considerando el bajo desempeño que ha tenido la economía mundial en términos de expansión del producto y del comercio. La tasa de desempleo ha alcanzado niveles muy bajos, si es que se la compara con tasas históricas para Chile y con aquellas observadas en otros países, tanto en vías de desarrollo como industrializados, durante este período. Las tasas de inversión han aumentado significativamente en la misma época, lo que ha permitido sostener una tasa de crecimiento potencial del producto en torno al 7 por ciento anual, sin presiones inflacionarias y con una contribución del ahorro externo consistente con la mantención de un sector transable competitivo.

Chile ha avanzado mucho, pero aún queda un gran número de desafíos que debe superar si es que pretende ser una sociedad desarrollada y equitativa. Aquí quisiéramos poner énfasis en dos elementos relacionados con el crecimiento sostenible que proporcionan un vínculo con la equidad. Primero, es necesario atender a que en Chile, igual que en varias otras naciones en el mundo, se puede observar un aumento de la brecha salarial que atenta contra los objetivos de justicia y tranquilidad social (conviene recordar que el salario mínimo real recién en 1996 superó al de comienzos de los ochenta, y que sólo a partir de 1992 el salario promedio sobrepasó su nivel de 1970). Para enfrentar ese desafío, debe realizarse un esfuerzo de gran magnitud, que permita mejorar la calidad de la educación de los futuros integrantes de la fuerza laboral y desarrollar un sistema nacional de entrenamiento para aquellos trabajadores que ya dejaron el sistema de educación formal. Un segundo elemento clave es no abandonar el actual proceso de crecimiento, el más vigoroso y sostenido de la historia del país. En ese sentido, la reducción de la vulnerabilidad ante *shocks* externos es una tarea fundamental. Un serio riesgo es transformarse en víctima del éxito y recibir más capitales externos que los que la economía puede absorber eficiente y sostenidamente, tal como sucedió en 1997. Chile enfrenta el enorme desafío de asegurar que su integración a los mercados externos sea en el grado y la forma adecuados para su contribución al desarrollo y a la estabilidad. Chile no es inmune a los *shocks* externos y a las tentaciones de “neopopulismo”; es decir, de reducir la inflación con apreciaciones cambiarias y una apertura excesiva de la cuenta de capital a los flujos volátiles.

Como ya se ha argumentado, el crecimiento vigoroso y estable es imprescindible para superar de manera permanente la pobreza. Sin embargo, a pesar de los logros de los años noventa, hacia 1996 todavía la pobreza afectaba a cerca de una cuarta parte de la población. Una mejor distribución del ingreso y del consumo son tareas altamente prioritarias a futuro.

VIII.A

EL COMERCIO INTRALATINOAMERICANO EN LOS AÑOS NOVENTA Y SU BASE ANALÍTICA *

.....

1. BASE ANALÍTICA PARA LOS ACUERDOS COMERCIALES PREFERENCIALES

En América Latina se han emprendido profundas reformas comerciales como parte de un amplio proceso de cambios en que la competitividad internacional y las exportaciones juegan un papel protagónico. La mayoría de los países procuran alcanzar un desarrollo liderado por las exportaciones. Sin embargo, contrariamente a lo que sucedió en los países del este de Asia, el principal mecanismo de la reforma comercial ha sido la liberalización relativamente indiscriminada y acelerada de las importaciones (véase el capítulo III; y CEPAL, 1998c, cap. V). La mayoría de los países latinoamericanos introdujeron reformas que podrían considerarse drásticas y repentinas. En general, la protección arancelaria vigente en la actualidad difiere notablemente de los niveles anteriores a la reforma, y la dispersión de las tasas de protección efectiva se ha reducido considerablemente. Por ejemplo, el promedio simple del arancel externo se rebajó desde 45 por ciento a mediados de los ochenta, a 13 por ciento actualmente. Sin embargo, hasta ahora, ningún país ha adoptado una tasa arancelaria cero. Estas tendencias regionales de la política comercial se han complementado con la aplicación de convenios bilaterales o multilaterales de libre comercio, que abarcan una extensa gama de productos. El hecho de que los aranceles sean distintos de cero pero tengan niveles moderados, da lugar a preferencias arancelarias recíprocas pero a una desviación de comercio notablemente más limitada que en los programas anteriores de integración comercial.

Los escritos tradicionales sobre los costos y beneficios de la integración económica se centran en las preferencias arancelarias dentro de un marco de equilibrio competitivo óptimo. Convencionalmente, se trabaja con el supuesto de que la única desviación respecto de este equilibrio es la presencia de restricciones a las importaciones. En este marco, la integración sólo es beneficiosa si entraña un avance hacia el libre comercio. En otras palabras, si los efectos de la creación de comercio (el desplazamiento hacia fuentes de abastecimiento más económicas) son superiores a aquéllos de la desviación del comercio (desplazamiento hacia

.....

* Extractado de "Trends in regional cooperation in Latin America: the crucial role of intra-regional trade", en J.J. Teunissen (ed.), *Regionalism and the global economy*, FONDAD, La Haya, 1995.

fuentes de abastecimiento más costosas). No obstante, lo esencial es la forma como se miden los costos; de acuerdo con el sistema convencional, éstos se cuantifican a los precios de mercado netos de aranceles, ignorando los costos de transición y la presencia de mercados incompletos, así como la capacidad de adquirir competitividad. El supuesto lleva a la obvia conclusión de que la política nacional óptima, en vez de cualquier integración regional, es la liberalización general unilateral.

Entonces, ¿cuál es la razón por la que tantos países quieren participar en procesos de integración, aun en estos tiempos en que está de moda el libre comercio unilateral? La integración regional se sustenta en consideraciones estratégicas originadas en la existencia de mercados incompletos e imperfectos, internos o externos, que ponen trabas a la captación y difusión de las ganancias de eficiencia y al desarrollo de nuevos patrones productivos con niveles progresivamente más elevados de conocimiento y valor agregado. Los cinco puntos que se mencionan a continuación están relacionados con el comercio de bienes y servicios. Ellos proporcionan las bases analíticas para fundamentar acuerdos de integración regionales con regímenes de importación preferenciales. Asumimos que la integración regional tiene lugar en un marco definido de regionalismo abierto, con aranceles externos “moderados”.

a) Primero, los mercados mundiales no son totalmente abiertos y estables. Sin embargo, son amplios, han crecido 50 por ciento más rápido que el PIB en los últimos cincuenta años, alcanzando un quinto del PIB mundial. Sin embargo, las exportaciones de los PALs se concentran en recursos naturales primarios y semielaborados. En consecuencia, estén participando o no en acuerdos comerciales preferenciales (ACPs), los mercados mundiales han sido y seguirán siendo decisivos para las exportaciones tradicionales de los PALs; en los mercados de esos rubros predomina la inestabilidad, pero se relaciona más bien con los precios que con el acceso (de volumen). No obstante, en el caso de muchos productos no tradicionales (incluyendo recursos naturales no tradicionales), el acceso a los mercados es más limitado e inestable. Es en estos productos en que los ACPs adquieren especial importancia.

b) Segundo, en vista de las distorsiones en el acceso a los mercados mundiales, para un país emergente es más difícil aprovechar las economías de escala y de especialización. El mejoramiento del acceso a los mercados externos ayuda a aprovechar esas economías y, de hecho, este logro ha sido la meta principal de los responsables de las políticas y una fuerza estimulante para los ACPs regionales. En consecuencia, frente a economías de escala, lo que de otra forma podría ser una desviación de comercio ineficiente, puede convertirse en una desviación de comercio reductora de costos e incrementadora del bienestar.¹

c) Tercero, los mercados internos de factores son incompletos o distorsionados. La capacitación de la mano de obra, la tecnología y el capital de largo plazo escasean, y sus respec-

• • • • •
¹ La geometría de las economías de escala y sus implicancias para el signo de bienestar de la desviación de comercio se tratan en Corden (1972) y se expanden a otras situaciones en French-Davis (1980). Un buen recuento sobre evaluación de ACPs se presenta en Winters (1998).

tivos mercados son inexistentes o incipientes en los PALs. Estas fallas del mercado son más importantes para las exportaciones no tradicionales de productos diferenciados, ya se trate de recursos naturales, manufacturas o servicios exportables. Si se mejora el acceso de estos productos a los mercados externos, puede fortalecerse la eficacia de los esfuerzos para completar mercados y diluir su segmentación.

d) Cuarto, en los países en desarrollo, la infraestructura, el financiamiento del comercio y el conocimiento de los mercados (canales de comercialización, transporte organizado, normas, etc.) tienen frecuentemente un sesgo contra el comercio intrarregional. Generalmente, todos estos “factores” del comercio se han desarrollado más en el caso de negocios con el “centro”, mientras que son inexistentes o más rudimentarios en el caso del comercio entre PALs vecinos. Esta es una de las variables importantes que explican por qué en los países latinoamericanos el comercio intrarregional ha sido menor a lo que podría indicar la gravitación de la geografía.

e) Quinto, en las economías que están reformando la política comercial, el abandono de la protección excesiva y arbitraria para los sustitutos de importaciones y los insumos de exportables, tiende a producir importantes costos de transición. Estos aumentan si la reforma es abrupta y si se revalúa el tipo de cambio durante el proceso, como ha sido el caso de la mayoría de los países latinoamericanos en los años noventa.

En los años sesenta y setenta, los países del este de Asia minimizaron los costos de transición mediante una estrategia basada en la apertura de sus exportaciones hacia la economía mundial (véase el capítulo III). Así, países como Japón, la República de Corea y Taiwán, en sus procesos de apertura pusieron mayor énfasis en la promoción de exportaciones que en la liberalización de importaciones, generando de este modo un balance de *impulsos* netos positivos a la producción interna de comerciables (estimulando el uso de la capacidad, y la inversión para aumentar ese potencial). En vista de que los países latinoamericanos optaron por una reforma liderada por las importaciones, un proceso paralelo de acuerdos comerciales preferenciales se torna más atractivo, con el fin de aumentar la eficiencia de la transformación productiva (CEPAL, 1998c). En realidad, estos acuerdos agregan un elemento compensatorio a la liberalización unilateral de las importaciones (más aún si el tipo de cambio se ha revaluado en el proceso), estimulando exportaciones recíprocas en paralelo con las importaciones recíprocas. En consecuencia, en presencia de ACPs, los *impulsos* positivos y negativos a la actividad económica y a la inversión exhiben un mejor balance que en los casos de liberalización unilateral pura de las importaciones.

Estos cinco puntos comprenden graves restricciones impuestas al desarrollo de la producción y al comercio de bienes y servicios, intensivos en conocimiento y aprendizaje difundibles, factores que ahora se reconocen como componentes claves del proceso de crecimiento. La integración regional puede ser un arma estratégica para superar parcialmente estos obstáculos (Devlin y Ffrench-Davis, 1998):

- Expandiendo el tamaño del mercado para facilitar una mayor especialización e industrialización, a través de las economías de escala y de la posibilidad de explotar economías asociadas con la aglomeración de la actividad productiva.

- Fortaleciendo el impulso de la competencia, al ampliar el mercado con acceso recíproco estable, e intensificando la especificidad de los flujos de información, todos los cuales, a su vez, estimulan nuevas inversiones internas y permiten atraer IED eficiente.

Creando acceso más seguro a los mercados subregionales y aprovechando la familiaridad con los países vecinos, se acelera el surgimiento de nuevos productores y comercializadores de exportaciones no tradicionales. En efecto, la curva de aprendizaje asociada a la experiencia exportadora intraregional puede servir de plataforma para nuevas exportaciones internacionales, adquiriendo entonces ventajas comparativas dinámicas en la ruta de su convergencia con la productividad de los países industrializados. La mayor competitividad internacional que se espera de la integración regional debiera contribuir a que los países se preparen mejor para la globalización y posteriores avances en la liberalización multilateral.

El examen del perfil de las exportaciones intrarregionales permite apreciar la dimensión estratégica del proceso de integración. Las exportaciones intra y extrarregionales de América Latina muestran marcadas diferencias en cuanto a su estructura de productos y de contenido tecnológico, captando las manufacturas una participación mucho mayor en el comercio intrarregional (véanse los cuadros VIII.1 y VIII.2).

2. EL COMERCIO INTRARREGIONAL Y LA CALIDAD DE LAS EXPORTACIONES

El valor de las exportaciones intrarregionales más que se triplicó entre 1990 y 1997. Al principio, se trató más que nada de un repunte a partir de la caída profunda que había registrado en los años ochenta. Sin embargo, ya en 1992 se registró un cifra récord, con un aumento adicional en 1993-94. Posteriormente, debido al "efecto tequila", se redujo la participación de las exportaciones intrarregionales, en especial aquellas dirigidas a los mercados de Argentina y México, seguido por una recuperación en 1997. No obstante, el MERCOSUR registra un aumento persistente del comercio recíproco entre países asociados, con un incremento de su participación desde 9 por ciento en 1990 a 24 por ciento en 1997 (cuadro VIII.1).

Cuadro VIII.1. EXPORTACIONES INTRARREGIONALES Y TOTALES, 1990-97
(Miles de millones de US\$ y participación porcentual)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Grupo Andino | | | | | | | | |
| -Intrarregional | 1,3 | 1,8 | 2,2 | 2,9 | 3,5 | 4,8 | 4,7 | 5,6 |
| -Mundo | 30,8 | 28,6 | 28,3 | 29,8 | 34,8 | 40,2 | 44,7 | 48,7 |
| Grupo Andino/Mundo (%) | 4,1 | 6,2 | 7,8 | 9,7 | 10,1 | 11,9 | 10,5 | 11,5 |
| MERCOSUR | | | | | | | | |
| -Intrarregional | 4,1 | 5,1 | 7,2 | 10,0 | 12,0 | 14,4 | 17,0 | 20,2 |
| -Mundo | 46,4 | 45,9 | 50,5 | 54,2 | 62,1 | 70,3 | 75,0 | 82,4 |
| MERCOSUR/Mundo (%) | 8,9 | 11,1 | 14,3 | 18,5 | 19,3 | 20,5 | 22,7 | 24,4 |
| MCCA | | | | | | | | |
| -Intrarregional | 0,7 | 0,7 | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 1,5 | 1,6 | 1,8 |
| -Mundo | 4,0 | 4,0 | 4,7 | 5,1 | 5,5 | 6,9 | 7,3 | 8,2 |
| MCCA/Mundo (%) | 17,3 | 17,4 | 19,8 | 22,4 | 21,8 | 21,1 | 21,2 | 22,2 |
| CARICOM* | | | | | | | | |
| -Intrarregional | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | - |
| -Mundo | 3,6 | 3,4 | 3,4 | 3,3 | 3,8 | 4,4 | 4,6 | - |
| CARICOM/Mundo (%) | 7,1 | 6,5 | 6,5 | 9,0 | 8,8 | 10,0 | 10,6 | - |
| América Latina y el Caribe^b | | | | | | | | |
| -Intrarregional | 16,1 | 19,4 | 24,4 | 29,1 | 35,4 | 42,2 | 45,6 | 53,7 |
| -Mundo | 122,7 | 121,0 | 126,5 | 133,9 | 154,6 | 189,0 | 209,5 | 230,7 |
| LAC/Mundo (%) | 13,1 | 16,0 | 19,3 | 21,7 | 22,9 | 22,4 | 21,8 | 23,3 |

Fuente: Elaboraciones del autor, sobre la base de cifras oficiales procesadas por CEPAL; exportaciones de bienes, excluyendo la maquila mexicana. Las cifras de 1997 son muy provisionales.

* Incluye sólo a Barbados, Guyana, Jamaica y Trinidad y Tabago. ^b Incluye ALADI, MCCA, Bahamas, Barbados, Belice, Guyana, Haití, Jamaica, Panamá, República Dominicana, Suriname y Trinidad y Tabago.

Es interesante hacer una comparación entre el crecimiento del PIB, el total de las exportaciones y las exportaciones intrarregionales (todos en términos reales). El PIB de América Latina creció 22 por ciento entre 1990 y 1996, mientras que el total de las exportaciones aumentó 59 por ciento. Dentro de éstas, las exportaciones intrarregionales se expandieron 160 por ciento, mientras que hacia mercados extrarregionales aumentaron 44 por ciento; es decir, más rápidamente que el comercio mundial, con una elasticidad bruta de 2 respecto del PIB. Esta información sustenta la hipótesis del regionalismo abierto, con un rápido crecimiento del comercio hacia todos los mercados, pero con una proporción en alza de aquel destinado a los socios comerciales.

a. Las fuentes de la expansión del comercio intrarregional

Algunos factores que influyen significativamente en la tendencia observada son: la geografía, la reducción de la restricción externa dominante al inicio de los noventa, una apreciación del tipo de cambio real y la implementación de los ACPs.

Geografía. Aquellas áreas contiguas, densas en población y capital, generalmente tienden a interactuar en forma natural, y a comerciar relativamente con más intensidad y mayor especialización. Entre los factores económicos imputables están las externalidades asociadas a

localización y aglomeración. La similitud de niveles de ingreso, culturales, gustos e idiomas, como sucede en América Latina, y la subsistencia de diferenciales en el costo de transporte entre países vecinos y no vecinos pueden aumentar más aún esta tendencia. En concordancia con este criterio, parecieran existir en América Latina extensas áreas geográficas naturales de integración económica: en el Cono Sur, Venezuela-Colombia-Ecuador, Centroamérica y Norteamérica para México. De hecho, el auge del comercio intrarregional ha sido mayoritariamente entre países vecinos de la región (Devlin y Ffrench-Davis, 1998). El factor geográfico todavía gravita en forma preponderante.

Relajación de la restricción externa dominante. La disminución de las tasas de interés mundiales, el alivio de la deuda y el regreso de los flujos externos de capital en los noventa (véase el capítulo V; y CEPAL, 1998c, cap. IX) han aumentado en forma importante la capacidad para importar de la región, con la consiguiente reactivación de la actividad económica. En vista de que las importaciones intrarregionales son idénticas a las exportaciones intrarregionales, el auge generalizado de las importaciones se ha reflejado en un notorio crecimiento de las exportaciones intrarregionales.

Apreciación del tipo de cambio real. La conducta del tipo de cambio de los PALs también ha influido en el comportamiento del comercio externo de la región. La liberalización simultánea de la cuenta de capital en muchos países, unida a un repunte de la oferta de capital extranjero y a la utilización de anclas cambiarias en apoyo de los programas de estabilización, contribuyó a que se produjeran apreciaciones monetarias reales en un número importante de países (justo cuando lo necesario para facilitar un crecimiento liderado por las exportaciones era una depreciación real). Sin embargo, en vista de que en los años noventa la apreciación real del tipo de cambio con respecto al resto del mundo ha sido simultánea en un número significativo de los países de América Latina, naturalmente no hay “apreciación” entre ellos. Por consiguiente, los efectos negativos de la apreciación sobre las exportaciones han sido relativamente más potentes en el mercado extrarregional, estimulando a los exportadores a redirigir sus ventas hacia los mercados regionales.

Acuerdos comerciales subregionales. La explosión, en los noventa, de acuerdos comerciales subregionales y bilaterales ha estimulado el comercio intrarregional a través de varios efectos que se refuerzan recíprocamente, como por ejemplo:

- Las preferencias comerciales son parte integral de los acuerdos de integración y suministran incentivos importantes para el comercio intrarregional. El nivel absoluto de la preferencia en el tiempo dependerá de la evolución de las tasas arancelarias externas, dado que los aranceles internos de los ACPs han tendido rápidamente a su desaparición.
- Un flujo acrecentado de información y atención pública hacia las oportunidades comerciales en un mercado adyacente. El estímulo provisto por los ACPs ha sido asistido también por la liberalización comercial unilateral, que ha constituido un factor clave para exponer las oportunidades naturales de mercado para exportaciones a países vecinos, ocultas hasta los años

ochenta tras una fuerte protección nacional. Sin embargo, es importante señalar que la liberalización unilateral del comercio a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa, erosionó progresivamente muchas de las preferencias excesivas de los antiguos acuerdos comerciales en la región; no obstante, predomina el efecto de la reducción del nivel de los aranceles internos a los que ha estado afecto el intercambio recíproco.

- Los ACPs han dado al sector privado un acceso recíproco y legalmente obligatorio al mercado, que ha reducido (aunque no eliminado) los riesgos de reposición de barreras en los mercados asociados.

- Un acuerdo preferencial puede indicar el compromiso constante de las autoridades de gobierno con la expansión comercial. En acuerdos tales como el MERCOSUR, la liberalización comercial subregional está acompañada por un compromiso adicional que involucra un amplio mensaje político, gestado al más alto nivel oficial, de promover una profunda integración económica y cooperación política entre los países miembros. Esto, a su vez, aumenta la confianza del sector privado para que se materialicen inversiones productivas de naturaleza irreversible.

b. La composición del comercio recíproco y la intensidad tecnológica

El perfil de las exportaciones intrarregionales pone de manifiesto una modificación sustancial en la composición de las exportaciones de los PALs: el predominio de las exportaciones primarias fue parcialmente reemplazado por las manufacturas, que actualmente representan la mitad del comercio intrarregional. Este incremento notable de las exportaciones manufacturadas corresponde especialmente a las industrias nuevas, incluidas tanto actividades intensivas en mano de obra como en capital.

Las economías latinoamericanas ofrecen importantes y dinámicos mercados a las ventas de manufacturas de varios países latinoamericanos (CEPAL, 1998c, cap.III). En el caso de Chile, Colombia y Ecuador, éste es lejos el mercado principal de destino, ya sea de industrias tradicionales, insumos básicos o industrias nuevas. En el caso de Argentina, Paraguay y Uruguay, esta concentración no es tan marcada; el mercado de las industrias tradicionales de estos países es bastante diversificado y, en Argentina, también lo es el de la industria de insumos básicos. Sin embargo, América Latina sigue siendo prácticamente el único destino de las exportaciones de las industrias nuevas de estos países. Lo mismo sucede con su respectivo mercado subregional, en el caso de las nuevas industrias de Costa Rica y Guatemala. En cuanto a Brasil, el destino de sus exportaciones de manufacturas está muy diversificado; los Estados Unidos siguen siendo el principal comprador de sus productos tradicionales, seguido de Europa; en lo que respecta a los insumos básicos, otras regiones en desarrollo han desplazado a América Latina como destino principal, aunque en el caso de las industrias nuevas, la región es también el mercado más importante de Brasil. La excepción es México, donde el mercado regional tiene menos importancia relativa que los Estados Unidos. Es muy pertinente reiterar que el comercio fronterizo (con países ve-

cin) representa la mayor parte del comercio intrarregional, lo que prueba una vez más la importancia de la situación geográfica.

Los efectos dinámicos derivados del aprendizaje de tecnología dan impulso al desarrollo basado en la competitividad internacional creciente y sostenida. Las estrategias para mejorar las vinculaciones internacionales basadas en el desarrollo productivo ponen de relieve el papel que desempeña el comercio en el proceso de estimulación de las actividades que utilizan un alto coeficiente de conocimientos y tecnología.

En este sentido, generalmente se piensa que el comercio entre los países en desarrollo se caracteriza por concentrarse en productos que son más intensivos en tecnología que las exportaciones a los países industrializados.² El cuadro VIII.2 contiene información sobre los PALs, la que confirma la validez de esta hipótesis.

El cuadro VIII.2 muestra en qué medida las exportaciones intrarregionales tienen un contenido mayor de tecnología, en especial avanzando de un nivel bajo a uno mediano, que se prestan mejor a la etapa semiindustrializada en que se encuentra América Latina. La misma conclusión se desprende de un estudio de la CEPAL (1994, cap. II.A) que combina estadísticas sobre el comercio exterior y la producción. Las cifras revelan que los productos que exhiben una participación relativamente elevada de su demanda en el mercado regional, tienen características tecnológicas más avanzadas que las exportaciones que se canalizan hacia los mercados extrarregionales o internos. En consecuencia, tienden a aportar más externalidades a las economías internas.

Las investigaciones publicadas por la CEPAL (1994) permiten llegar a tres conclusiones, a saber:

i) La producción de bienes que dependen en mayor medida del comercio intrarregional tiene rasgos tecnológicos más sofisticados. Estos productos corresponden generalmente a los sectores de productos químicos, maquinaria no eléctrica y equipo de transporte. Asimismo, se trata de sectores en que la demanda internacional tiende a ser más dinámica. Sus precios suelen ser más estables y evolucionar de manera más positiva en el largo plazo que los precios de las exportaciones tradicionales.

² Otro enfoque, estático y basado en sólo dos factores, considera que el comercio de los países en desarrollo tiende a ser intensivo en capital, en oposición al comercio con naciones industrializadas. Esta línea de pensamiento presupone que para los países en desarrollo es más conveniente el comercio con países ricos.

Cuadro VIII.2 AMÉRICA LATINA (14 países)^a: COMPOSICIÓN DE LAS EXPORTACIONES
POR DESTINO, 1970-74 Y 1995
(En porcentajes)

| | Intra latinoamericano | | Mundo | |
|--|-----------------------|------------|------------|------------|
| | 1970-74 | 1995 | 1970-74 | 1995 |
| A. Productos primarios | 51,0 | 19,7 | 53,6 | 32,2 |
| 1. Agrícolas | 11,7 | 10,3 | 29,9 | 16,0 |
| 2. Mineros | 1,0 | 2,4 | 6,2 | 4,0 |
| 3. Energéticos | 38,3 | 7,0 | 17,6 | 12,2 |
| B. Productos industrializados | 48,8 | 79,7 | 46,0 | 65,6 |
| 1. Semimanufacturas | 23,3 | 29,9 | 33,6 | 30,5 |
| 1.1 Basadas en recursos agrícolas intensivos en mano de obra | 7,5 | 10,3 | 9,5 | 11,9 |
| 1.2 Basadas en recursos agrícolas intensivos en capital | 3,1 | 4,8 | 6,0 | 5,2 |
| 1.3 Basadas en recursos mineros | 6,4 | 8,4 | 9,2 | 9,1 |
| 1.4 Basadas en recursos energéticos | 6,2 | 6,5 | 8,9 | 4,4 |
| 2. Bienes manufacturados | 25,5 | 49,8 | 12,4 | 35,1 |
| 2.1 Industrias tradicionales | 7,2 | 12,4 | 5,2 | 8,4 |
| 2.2 Industrias de insumos básicos | 4,8 | 10,2 | 1,9 | 7,2 |
| 2.3 Industrias nuevas intensivas en mano de obra | 7,0 | 10,7 | 3,0 | 8,3 |
| a) contenido tecnológico medio | 4,1 | 6,3 | 1,6 | 4,5 |
| b) contenido tecnológico alto | 3,0 | 4,4 | 1,4 | 3,8 |
| 2.4 Industrias nuevas intensivas en capital | 6,5 | 16,6 | 2,3 | 11,2 |
| a) contenido tecnológico medio | 5,0 | 14,7 | 1,7 | 10,1 |
| b) contenido tecnológico alto | 1,5 | 2,0 | 0,6 | 1,2 |
| C. Otros | 0,2 | 0,5 | 0,4 | 2,2 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 |

Fuente: CEPAL (1998c), cuadro III.9, sobre la base de informaciones oficiales.

^a Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Honduras, México (excluye la maquila), Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Las exportaciones con contenido tecnológico bajo fueron sumadas a las industrias tradicionales.

ii) Los sectores que muestran un fuerte sesgo hacia la región también tienden, a veces con un rezago, a orientarse hacia los mercados extrarregionales, lo que sugiere que el fomento del comercio intrarregional complementa la promoción de las exportaciones extrarregionales.

iii) Estos son los mismos sectores en que la región tiene marcada dependencia de las importaciones intermedias extrarregionales; en consecuencia, el comercio intrarregional se beneficia del acceso a insumos y equipo que pueden importar de terceros países. Así pues, el relajamiento de las restricciones excesivas a las importaciones ha contribuido a estimular y mejorar las exportaciones.

En síntesis, las particulares características del comercio intrarregional, unidas a la proximidad geográfica y a la similitud de los niveles de desarrollo, complementan las vinculaciones de los países latinoamericanos con la economía mundial y ofrecen un marco dinámico de aprendizaje tecnológico, que conduce a una mayor competitividad internacional y a una modalidad de especialización más diversificada y equilibrada.

Más aún, dada la coyuntura macroeconómica a comienzos de los noventa, el comercio recíproco hizo una contribución tipo nekeynesiana a las economías de los PALs. En efecto, el

incentivo a las exportaciones intrarregionales ha aumentado la demanda de recursos internos y de inversión, lo que es beneficioso para el crecimiento y la eficiencia, en el marco de economías que operan bajo la frontera productiva y que llevan a cabo la liberalización de las importaciones. No hay duda alguna de que la reactivación de las economías latinoamericanas ha estado vinculada con el acceso renovado al financiamiento externo (CEPAL, 1998c, cap.XI). Sin embargo, el auge del comercio intrarregional ha contribuido a la contrapartida real del proceso de ajuste en curso. Los aranceles preferenciales, la eliminación de las restricciones recíprocas a las importaciones, y la creación de cauces adicionales para la salida de la producción interna (armonización de normas, transporte, mejoramiento de la infraestructura, canales de comercialización, inversiones recíprocas, etc.), han contribuido a aumentar la tasa de uso de los recursos y a estimular la inversión productiva.

c. Problemas que podría plantear el comercio en el futuro

La integración económica regional ofrece importantes beneficios económicos, a la vez que políticos, sociales y culturales a América Latina. Sin embargo, la transición puede acarrear grandes costos e incertidumbres.

En los primeros años del decenio la transición ha sido fácil. La integración se produjo en un ambiente de reactivación económica y luego de un sobreajuste recesivo de las importaciones intrarregionales. De esta manera, había margen para un amplio incremento no conflictivo del comercio recíproco. La región aprovechó bien esta oportunidad.

En la actualidad, la región está enfrentando un nuevo ajuste, asociado a la crisis asiática y a la necesidad de corregir déficit en cuenta corriente elevados. Indudablemente el comercio recíproco se verá sometido a tensiones en el proceso.

Asimismo, la convergencia de las más de dos decenas de acuerdos parciales exigirá soluciones imaginativas más bien pronto que tarde. El ALCA también podría dificultar la gestión, pero considerado sin apresuramiento y con madurez puede ser una presencia en el horizonte que estimule la tan necesaria convergencia dentro de América Latina.

Por otra parte, aumentará la demanda por mecanismos más eficaces de solución de controversias y de armonización de las políticas macroeconómicas. En efecto, en la medida que el comercio intrarregional acrecienta su importancia, crecen la interdependencia de las economías y los peligros de contagio de los *shocks*. Surge así la necesidad de hacer esfuerzos de coordinación macroeconómica que contribuyan a fortalecer el entorno para el desarrollo productivo con equidad.

VIII.B
**EL REGRESO DE LOS CAPITALES
PRIVADOS A AMÉRICA LATINA:
UNA PALABRA DE CAUTELA EN 1992
A LOS PAÍSES "EXITOSOS"***

.....

El pesimismo de ayer se ha convertido en optimismo, ante los adelantos registrados por Latinoamérica en los últimos años, sobre todo en 1991. Los presupuestos fiscales se han equilibrado, la emisión de moneda se ha moderado, la inflación se ha reducido y se ha perfeccionado la evaluación de los proyectos de inversión. Pero hay muchos problemas que aún persisten. El volumen de inversiones públicas y privadas es escaso y los sueldos de los empleados públicos son mucho más bajos que los de mercado. La pobreza y la concentración del ingreso siguen acentuándose en muchos países latinoamericanos, y alcanzan proporciones aún peores que antes de la crisis de la deuda de los años ochenta. Por lo tanto, pese a evidentes mejorías, hay problemas fundamentales que no se han superado.

A comienzos de los años noventa se han producido importantes cambios en el ámbito financiero. Muchos países latinoamericanos han visto ampliarse notablemente su acceso a los mercados internacionales de capitales, sobre todo a los nuevos segmentos. Ahora pueden acceder a un abundante ahorro externo.

Este fenómeno plantea dos preguntas, que pueden aplicarse tanto a los países desarrollados como subdesarrollados: Primero, ¿qué está pasando con el ahorro total, no sólo financiero, del mundo y de los países en desarrollo? Segundo, ¿cuánta capacidad productiva se está creando y qué pasa con la tasa de uso de la capacidad existente?

Estos son temas que deberían analizarse, en vista de que el desarrollo financiero no es un fin en sí mismo, sino un medio de facilitar y acelerar el crecimiento económico real de un país, es decir, de incrementar las inversiones y la productividad, elevar la capacidad de consumo y de aumentar los salarios, y crear empleos productivos en forma sostenible.

Lo ocurrido en América Latina en los decenios de 1970 y 1980 ofrece ejemplos de buenas y malas reformas financieras. En algunos casos, la ampliación de la actividad financiera

.....

* Estos comentarios se publicaron en junio de 1992, en Jan Joost Teunissen (compilador), John Williamson, et al., *Fragile Finance: rethinking the International Monetary System*, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD), La Haya, 1992. Hemos añadido dos frases sobre Chile.

aparece vinculada a una aceleración del crecimiento económico, y a mayores y mejores inversiones. En otros, la reforma financiera va unida a una contracción del ahorro nacional e incluso de la inversión, junto con una menor tasa de uso de la capacidad instalada; Chile fue un claro ejemplo de esta última situación en los años setenta. Durante gran parte de los años ochenta, varios países latinoamericanos se mantuvieron muy por debajo de la frontera de producción, lo que es evidentemente ineficiente (véase el capítulo VI) e implica que la productividad efectiva *ex post* es inferior a la potencial.

Me gustaría concentrarme en lo que, a mi juicio, son importantes características del año 1991 y los primeros meses de 1992.

El hecho de que América Latina no forme parte del área financiera europea, sino de los Estados Unidos, es muy significativo. Los mercados mundiales están cada vez más integrados, pero no plenamente en el sentido de tener un “precio único” y de que todos puedan acceder a ellos por igual. Con frecuencia, se observa una gran diferencia entre el precio del dinero en Europa y en América del Norte; de hecho, las tasas de interés son muy distintas y fluctuaciones *ex-post* del tipo de cambio no han eliminado esa diferencia. La tasa externa de interés con la que operan los países latinoamericanos no es la de 9,5 por ciento que prevalece en Europa, sino el 3,5 por ciento de la LIBOR en dólares de los EE.UU. Esta situación, unida a la baja demanda actual de fondos en Estados Unidos, tiene importantes consecuencias para los países latinoamericanos. En 1991, tanto la inversión como los préstamos de consumo fueron excepcionalmente bajos en Estados Unidos, por lo que un gran volumen de fondos quedó a disposición de América Latina y otras regiones.

Los cambios que se dieron en algunas economías latinoamericanas complementaron esta tendencia. Entre otros, se trata de privatizaciones, en varios casos con una alta tasa de rentabilidad de corto plazo, y el bajo costo de los fondos externos unido a las elevadas ganancias de capital logradas en las bolsas de comercio, que en 1991 ascendieron en promedio a alrededor de un 100 por ciento en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela. Estas diferencias de precios en las transacciones de activos, percibidas por los agentes económicos como una tendencia que se mantendría por cierto tiempo, junto con la baja demanda en Estados Unidos, provocaron una extraordinaria afluencia de fondos a América Latina.

¿Qué consecuencias ha tenido esto en el plano nacional? En primer lugar, la restricción dominante de divisas se redujo o desapareció. Hasta 1990, la falta de financiamiento externo fue el principal factor limitante de la actividad económica en varios países, y los mantuvo muy alejados de la frontera productiva.

Sin embargo, a partir de 1991 los países latinoamericanos estuvieron en condiciones de incrementar el PIB real a un ritmo mayor que la capacidad productiva, por tener capacidad subutilizada. Por lo tanto, la moderación de la escasez de divisas permitió que el PIB real se recuperara, pese al bajo nivel de inversión nacional. Algunos países presentan un incremento anual del PIB de hasta un 6 por ciento u 8 por ciento, a pesar de la baja inversión. De hecho, lo

que ocurrió no es que las escasas inversiones empezaran repentinamente a ser altamente productivas, sino simplemente que la capacidad anterior de generación de bienes y servicios se había visto restringida por la falta de divisas. Pero la afluencia de fondos externos en 1991 fue mucho más alta que el ahorro externo que absorbieron efectivamente las economías de los países latinoamericanos, por lo que alrededor de la mitad de la entrada neta de capital, de cerca de 40.000 millones de dólares, se destinó a la acumulación de reservas.

¿Qué significa esto? Significa que, aun cuando la capacidad de absorción de las economías era limitada, la entrada de capital no se interrumpió. Esto no se debió a que América Latina necesitara más capital con fines de equilibrio macroeconómico, sino que al amplio diferencial que presentaban las tasas de retorno en la región en comparación con las de los países de origen de los fondos, y a la percepción de quienes manejaban capital especulativo de que este diferencial se mantendría. Entonces, estas señales del mercado siguieron atrayendo capital a América Latina. La consiguiente acumulación de cuantiosas reservas induce entonces a las autoridades y/o al mercado a la apreciación cambiaria.

De este modo, en 15 de los 18 países latinoamericanos más grandes se observa que en 1991 la moneda registró una apreciación real de entre 1 por ciento a 20 por ciento, en comparación con el promedio del año anterior. En la mayoría de estos casos la moneda siguió apreciándose en el primer semestre de 1992, a pesar de los intentos de varios gobiernos por evitarlo, para así no afectar el aumento de las exportaciones basado en tipos de cambio altos (depreciados). No obstante, las medidas oficiales no lograron contrarrestar la presión de los mercados en favor de una apreciación.

Además de la influencia del mercado cambiario de corto plazo, hubo un comprensible interés por reducir la inflación. Cuando se produce una gran afluencia de dólares, y el funcionamiento diario del mercado presiona a favor de una apreciación, es difícil para las autoridades adoptar la decisión de contraponerse a esta tendencia de corto plazo del mercado, porque contribuye al objetivo de reducir la inflación. Sin embargo, la pregunta más importante es en qué medida esa apreciación representa una aproximación a un equilibrio sostenible o un alejamiento de éste.

Se podría decir que una parte de la apreciación está bien justificada. Evidentemente, la crisis de la deuda de los años ochenta se tradujo en pronunciadas depreciaciones reales, necesarias después de la apreciación de la década de 1970, período en que la moneda de la mayoría de los países latinoamericanos se valorizó debido a los abundantes y baratos préstamos bancarios. En los años ochenta esta tendencia se revirtió, lo que condujo a drásticas depreciaciones. Por ejemplo, en Chile el tipo de cambio real más que se duplicó entre 1982 y 1988. Al parecer, en ambas décadas se produjo una sobre-reacción (del ajuste) del tipo de cambio, desde una perspectiva de largo plazo, en respuesta a políticas impuestas por necesidades de corto plazo.

Por consiguiente, en 1991 había cierto espacio para una apreciación sin el peligro de que provocase desequilibrios, pero el espacio sin duda no es ilimitado. Concordando con Stephany Griffith-Jones y Mohamed El-Erian, hay que observar muy atentamente la evo-

lución en el futuro del déficit en cuenta corriente, el tipo de cambio real y la producción de transables.

La categoría de bienes y servicios transables no está integrada solamente por exportaciones, sino también por productos importables. En 1991, muchos países latinoamericanos redujeron las restricciones impuestas a las importaciones, por lo general correctamente. Pero para realizar una reestructuración eficiente, hay que tomar en consideración lo que está ocurriendo en la economía real. Si un país está apreciando el tipo de cambio junto con la reducción de las barreras a las importaciones, estará dando dos señales negativas a las actividades que compiten con los productos importados, y esto podría conducir a un ajuste neto negativo. Todas las economías hacen ajustes en respuesta a las señales del mercado, pero es esencial que éstos fomenten la creación de una mayor capacidad instalada, su utilización y el incremento de la productividad, y alienten a la población a invertir más y mejor. Si un país reduce los aranceles y realiza una apreciación cambiaria al mismo tiempo, corre el riesgo de que los incentivos positivos a las exportaciones sean inferiores a los incentivos negativos a las importaciones durante la transición hacia un nuevo equilibrio (véase el capítulo III). Esto no es algo ficticio, sino lo que ocurrió en los años setenta en los países que comenzaron a adoptar enérgicas políticas de liberalización de las importaciones, junto con una apreciación cambiaria. Chile y varios otros países latinoamericanos ofrecen claros ejemplos de la ineficiencia y de la tendencia desestabilizadora de esa combinación de políticas (Ffrench-Davis, 1983).

Por lo tanto, cuando se evalúan los efectos de las corrientes financieras en términos de bienestar, es muy importante examinar lo que ocurre en el mundo real, porque en último término lo que importa es lo que sucede allí, en el esfuerzo por producir más, con un mayor nivel de eficiencia y equidad (CEPAL, 1992). La existencia de mercados financieros eficientes es esencial para lograr esos fines, pero ¿qué se puede hacer cuando se reanuda la entrada de capital en un país o una región, pero este fenómeno se debe en parte a la recesión en Estados Unidos y a tasas de rendimiento anormalmente altas en América Latina? En tal caso, hay que manejar la corriente de capital o influir en ella de tal manera que contribuya a la estabilidad futura.

El manejo macroeconómico, y en particular la política cambiaria, son fundamentales para lograr una estabilidad sostenible. Esto explica por qué varios países latinoamericanos han estado tratando de influir en la composición del capital que ingresa, para vincularlo al proceso de inversión a largo plazo. Habría que privilegiar la entrada de capitales de largo plazo que se vinculen con actividades de inversión, como la inversión extranjera directa (IED) y la importación de bienes de capital. Primero, la IED es sólo uno de los componentes de los movimientos de capital. Dado su limitado volumen actual, se podría decir que no es el componente que determina la tendencia a la apreciación. Esta responde en mayor medida a las corrientes a corto plazo y de cartera, mucho más voluminosas, que se derivan de los diferenciales de tasas de interés o de retorno.

Un segundo elemento, que destacan Mohamed El-Erian y John Williamson, es la supervisión prudencial de los mercados financieros internos. Como la mayor parte de los fondos son

manejados por agentes privados, se podría pensar, como muchos lo hicieron erróneamente en los años setenta, que esto elimina la posibilidad de cometer errores. Pero la historia ha demostrado que tanto el sector público como el privado pueden provocar desequilibrios. Basta con observar, por ejemplo, lo sucedido en Chile en la década de 1970. A pesar de que Chile tenía un superávit presupuestario y estaba reduciendo la deuda pública, en 1981 el déficit de la cuenta corriente ascendió a un 17 por ciento del PIB. Dado que predominaba un superávit público, el sector privado tenía un déficit superior al 17 por ciento. Durante 1982-83 se produjo una grave crisis, que se caracterizó por el más brusco descenso del PIB en toda América Latina. Entre otras variables, esto se debió a la existencia de precios incorrectos (tipo de cambio excesivamente apreciado), una gran oferta externa de préstamos bancarios y una miopía generalizada de prestamistas y deudores; por supuesto, todo esto ocurrió antes de la crisis, en el período de bonanza, con abundante financiamiento externo.

Hay que reequilibrar la supervisión prudencial de los mercados internos de capital, y varias economías latinoamericanas deberían establecer un control mucho más riguroso, en el que se dé más importancia al monitoreo de la calidad de las carteras. Unos pocos países han tomado enérgicas medidas en este campo. En muchos otros, la tarea está pendiente.

Un tercer elemento es el manejo macroeconómico, es decir, qué hacer para que el volumen de las corrientes de capital no dificulte el funcionamiento de los sectores productivos, especialmente por su repercusión en el tipo de cambio y la demanda agregada. Yo diría que en este plano surge una disyuntiva inevitable, con efectos macroeconómicos y microeconómicos. Por una parte, está la opción de regular el tipo de cambio y ejercer cierto control sobre los movimientos de capital de corto plazo, con el propósito de lograr equilibrios macroeconómicos sostenibles. Alternativamente, con el propósito de mantener plena libertad para las decisiones de los agentes económicos, se puede optar por liberar la cuenta de capitales, con el riesgo probable de que la afluencia de capital se traduzca en valores atípicos (*outlier*) del tipo de cambio por cierto lapso y luego se sufran bruscas variaciones en la balanza de pagos y pronunciados ciclos macroeconómicos. Las crisis del pasado y lo que sucede actualmente dejan muy en claro la necesidad de optar entre estas dos alternativas. En 1991, Chile optó por la adopción de normas que desincentivan la afluencia de capital de corto plazo, y parece haber sido una decisión atinada.

VIII.C

EL "EFECTO TEQUILA", SUS ORÍGENES Y SU ALCANCE CONTAGIOSO *

.....

América Latina ha sido afectada de manera significativa por los cambios registrados en los flujos de capitales en los últimos veinte años. La región enfrentó una gran oferta de fondos en los años setenta; luego observó la gran escasez de los ochenta, período en el que se convirtió en exportadora neta de fondos. Enseguida, entre 1991 y 1994 volvió a ser receptora de elevados volúmenes de fondos, para sufrir una reducción brusca de algunos de los principales flujos entre fines de 1994 y 1995, y luego un renovado acceso a ellos en 1996-97. Al cierre de esta edición, América Latina sufre una nueva escasez de financiamiento externo, agravada por un generalizado deterioro de los términos de intercambio. Ahora ha sido una crisis centrada en países del Asia la causante de un nuevo ajuste macroeconómico en la región.

En todas estas ocasiones los cambios, expansivos primero y contractivos luego, se originaron en los mercados internacionales y ejercieron una notable influencia sobre las economías nacionales. Las exitosas economías emergentes de Asia parecían inmunes a la inestabilidad asociada a las corrientes financieras. Los acontecimientos recientes han demostrado que eso ya no es así. ¿Son acaso las causas comunes con aquéllas de América Latina?

1. FLUJOS DE CAPITAL HACIA AMÉRICA LATINA

En los años noventa, los ingresos de capitales contribuyeron a una recuperación de la actividad económica, a partir de una condición recesiva que aún predominaba hacia 1990 en la mayoría de los PALs. El aumento del PIB se elevó de 1,2 por ciento en los 80 a 4,1 por ciento entre 1990 y 1994 (véase el cuadro VIII.3). El cambio positivo fue, sin embargo, magro (cuadro II.1). Por una parte, la comparación con la "edad de oro" previa es impactante. A lo largo de las tres décadas comprendidas entre 1950 y 1980, América Latina había tenido un crecimiento anual del PIB de 5,5 por ciento; este dinámico crecimiento se prolongó más allá que el de los países industrializados, pues cubrió todos los años setenta; la inversión interna había tenido un rápido incremento, como fuente de ese vigoroso crecimiento. A continuación, en los ochenta hubo una

.....

* Actualización del artículo publicado en *Desarrollo Económico*, N° 146, julio-sept. 1997. El autor agradece los comentarios de Carlos Budnevich, Stephany Griffith-Jones y Christian Larraín, y el valioso apoyo estadístico de Guillermo Mundt. Actualizado con antecedentes de CEPAL (1998d).

brusca caída de la inversión de 7 puntos porcentuales del PIB, con una muy leve recuperación en los noventa. De hecho, el aumento de la inversión hasta 1998 inclusive fue mucho menor que el de los ingresos de capitales, lo cual implicó que la mayor parte de los flujos externos financiara un aumento del consumo.

Cuadro VIII.3 PRODUCTO INTERNO BRUTO, 1970-98
(tasas de crecimiento anual, %)

| | 1970-80 | 1981-90 | 1991-94 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 ^a |
|---------------------|---------|---------|---------|------|------|------|-------------------|
| Argentina | 2,8 | -0,7 | 8,2 | -5,0 | 3,6 | 8,4 | 4,2 |
| Brasil | 8,6 | 1,6 | 2,8 | 4,2 | 2,8 | 3,0 | 0,2 |
| Chile | 2,5 | 3,0 | 7,9 | 10,1 | 7,3 | 6,9 | 3,4 |
| Colombia | 5,4 | 3,7 | 4,3 | 6,2 | 2,2 | 3,2 | 0,2 |
| México | 6,7 | 1,9 | 3,7 | -6,6 | 5,3 | 7,3 | 4,8 |
| Perú | 3,9 | -1,2 | 5,3 | 7,7 | 2,4 | 7,7 | 0,7 |
| Uruguay | 3,0 | 0,0 | 5,2 | -2,1 | 5,3 | 5,1 | 4,0 |
| América Latina (19) | 5,6 | 1,2 | 4,1 | 0,4 | 3,5 | 5,3 | 2,2 |

Fuente: Cálculos del autor, sobre la base de cifras oficiales de 19 naciones procesadas por la CEPAL, expresadas en US\$ de 1980 para 1970-80, en US\$ de 1990 para 1980-97 y en US\$ de 1995 para 1998.

^a Cifras preliminares.

El ingreso neto de capitales alcanzó a alrededor de 5 por ciento del PIB durante 1977-81, 1991-94 y 1996-97. En los tres lapsos los déficit en cuenta corriente crecieron fuertemente y los tipos de cambio se apreciaron (CEPAL, 1998c); naturalmente las importaciones se expandieron más rápido que las exportaciones y el *stock* de pasivos externos se elevó persistentemente. De hecho, todas las variables calzan para reflejar un creciente desequilibrio macroeconómico.¹ La vulnerabilidad de países receptores, con elevados déficit en cuenta corriente y tipos de cambio atrasados, se torna creciente ante acreedores externos que, dada la elevada exposición o monto de activos financieros que tienen colocados en la región, reaccionan con mayor sensibilidad ante cualquier “mala noticia”. Este fue, en particular, el caso de México, que evolucionó hacia una crisis interna y de balanza de pagos en diciembre de 1994.

Es un hecho que los flujos financieros internacionales han crecido espectacularmente en los años recientes. En este decenio la diversificación es muy superior a la de los setenta, pero su eventual volatilidad es mayor, por cuanto la diversificación se realizó desde créditos bancarios de mediano plazo hacia inversiones en acciones, bonos y depósitos liquidables a plazos cortos; y una proporción muy elevada de ellos es revertible a corto plazo y posee carácter especulativo. Cuando los acreedores descubren un mercado emergente, parten con *stocks* de exposición inexistentes. Entonces, suelen generar una serie de sucesivos flujos que se acumulan en *stocks* rápidamente crecientes. La sensibilidad del acreedor ante “malas” noticias se eleva notablemente con el nivel de los *stocks* colocados en un país (o región) y con el grado de dependencia

¹ La presencia de desequilibrios significativos, en un marco de reiteradas declaraciones de adhesión a la necesidad de mantener equilibrios macroeconómicos, revela una inadecuada comprensión respecto de cómo lograr esos equilibrios para hacerlos sostenibles y consistentes con el desarrollo. Véase el capítulo VI.

por parte del deudor de flujos adicionales (déficit en cuenta corriente más refinanciamiento de pasivos que maduran).

Las causas de esta volatilidad también tienen cierta asociación con las insuficiencias en la coordinación macroeconómica entre las naciones más influyentes en los mercados mundiales y con las limitaciones de la institucionalidad internacional, por ejemplo en el campo regulatorio y de coordinación de políticas. Algunas de éstas no son compatibles con un proceso de globalización balanceado y eficiente.²

Si bien el crecimiento de los mercados internacionales de capitales desde mediados del decenio de 1960 refleja en parte la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional y la globalización de la producción están vinculados también a factores puramente financieros que han aumentado a un ritmo notablemente más rápido. En los decenios de 1970 y 1980, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a relajar o abandonar la regulación de las transacciones de divisas (Devlin, 1989; Bacha y Díaz-Alejandro, 1983; Díaz-Alejandro, 1985). Ello, combinado con revolucionarios avances tecnológicos en la gestión de la información y de las telecomunicaciones y el surgimiento de técnicas financieras cada vez más sofisticadas, contribuyó a un auge de los flujos financieros nacionales e internacionales.

En el decenio de 1980, quedaron en gran parte rotos los vínculos con los mercados de capital privados internacionales como resultado de la crisis de la deuda. Después de un decenio de sequía financiera, la región disfrutó nuevamente de un fuerte auge de los flujos de capital durante el período 1991-94.

Ha sido documentado sólidamente que estos cambios se han originado en forma importante en las fuentes de oferta. El auge del comienzo de los noventa tuvo lugar principalmente en los Estados Unidos (véase el capítulo V; Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; Culpeper, 1995; Griffith-Jones, 1995; Chuhan y Jun, 1995). El auge estuvo asociado a la liberalización financiera en Estados Unidos; una situación recesiva interna, escasa demanda por fondos y tasas de interés notablemente bajas alentaron la desviación de recursos hacia otros mercados.³ Encontraron en América Latina un mercado receptivo y con tasas de utilidades esperadas elevadas.

La recuperación de la oferta de flujos financieros fue, inicialmente, muy positiva para América Latina, lo cual se tradujo en unos US\$ 70 mil millones de mayor producción en 1994 por aprovechamiento de la capacidad instalada, en comparación con 1990. Esto es, más allá de



² El Ministro de Finanzas de Canadá, Paul Martin, recientemente declaró "hemos dedicado todo nuestro tiempo a lograr la globalización y no a hacerla funcionar bien"; "estamos gastando energía en resolver las crisis en lugar de evitarlas" (Martin, 1997).

³ Entre 1989 y 1993 la tasa LIBOR en dólares corrientes a 180 días se redujo de 9,3 por ciento a 3,4 por ciento; las tasas de igual plazo en el mercado monetario estadounidense cayeron de 9,2 por ciento a 3 por ciento (FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, varios números). Antecedentes sobre tasas de interés en América Latina se presentan en CEPAL (1998c), cap. IX.

la expansión de la capacidad productiva, y por lo tanto está asociada al uso de capacidad disponible subutilizada en los años precedentes. De este modo, alrededor de un tercio de la tasa de 4 por ciento de crecimiento anual del PIB, entre 1990 y 1994, correspondió a la mayor utilización de la capacidad instalada. El fenómeno fue particularmente intenso en países como Argentina y Perú.

En este sentido, el mayor financiamiento externo fue claramente beneficioso en esos años, en cuanto removió la restricción externa dominante que había sido responsable de la grave recesión económica en la región durante un decenio. Sin embargo, la recuperación del acceso a capitales externos también planteó desafíos en cuanto a la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos, y a las bases de un desarrollo productivo más sólido. En efecto, esa afluencia de capitales también tuvo efectos indeseados en la evolución de los tipos de cambio,⁴ el grado de control sobre la oferta de dinero y el crédito interno, la acumulación de pasivos externos —muchos de ellos con vencimientos de corto plazo—, y la consiguiente vulnerabilidad ante nuevos *shocks* externos negativos.

Es evidente que el financiamiento externo es un ingrediente vital del desarrollo. Pero también es evidente que suele ser volátil, caracterizándose por períodos alternados de marcada abundancia y marcada escasez. Por lo tanto, se precisan políticas económicas que atraigan recursos, pero que lo hagan en cantidades sostenibles, con una composición más propensa a la inversión de largo plazo que al consumo.

La crisis de México, que explotó en 1994, constituye una ilustración notable de los efectos perniciosos que puede provocar la absorción interna de un volumen excesivo de financiamiento externo, por un lapso prolongado, y con una composición propensa a la volatilidad. Los productores y consumidores se acomodaron a un nivel de gasto global crecientemente superior al PIB nacional potencial, en cantidades que después de cierto tiempo se tornaron insostenibles. El resultado inevitable fue entonces un ajuste recesivo. La caída del PIB de 6,6 por ciento y de la formación de capital en cerca de 30 por ciento observadas en México en 1995, estuvieron estrechamente asociadas, primero, a un creciente uso de fondos externos entre 1992 y 1994, con un persistente atraso cambiario y un déficit en cuenta corriente en expansión y, posteriormente, a un brusco corte del financiamiento por parte de los acreedores. Esta combinación forzó al país a un ajuste sumamente recesivo y a una enorme devaluación, a pesar del gran paquete de apoyo internacional recibido en 1995 (Lustig, 1997).

En 1995, la crisis de México no tuvo los efectos contagiosos generalizados sobre toda la región, como sucedió en 1982. En particular, la economía argentina sí fue muy afectada por el llamado "efecto tequila". Si bien ello no resultó en una crisis en el sentido de una severa devaluación cambiaria como se temió en 1995 por algunos operadores, Argentina registró una caída del PIB de 5 por ciento y una disminución de la inversión de 16 por ciento.

• • • • •
⁴ Recuérdese que varios países latinoamericanos estaban implementando liberalizaciones rápidas y pronunciadas en sus regímenes de importación, *pari passu* con apreciación cambiaria. Véase el capítulo III; y CEPAL (1998c), cap. V.

Durante 1995, la tasa de crecimiento global de América Latina se redujo marcadamente a una cifra cercana a cero, en tanto que el ritmo de inversión de la región también se redujo perceptiblemente. En aquel año, se habían observado en diversos países flujos negativos de fondos en varios segmentos de la oferta (particularmente en flujos bursátiles, bonos y depósitos). Hacia comienzos de 1996, varios países exhibían caídas del PIB en algunos trimestres. De hecho, el crecimiento de América Latina fue negativo en los cuatro trimestres comprendidos entre marzo de 1995 y 1996.

Posteriormente, se reactivó otra vez el flujo de fondos, empinándose a los US\$80 billones en 1997. La consiguiente reactivación económica fue significativa, en particular en ese año. Algunos de los mismos problemas exhibidos en la recuperación de 1991-94 volvieron a rondar en 1996-97 y cobraron su cuenta en 1998-99. La mayoría de los PALs habían apreciado sus tipos de cambio en 1996-97 y sus déficit en cuenta corriente se elevaron sustancialmente. Por ello, el contagio de la crisis encontró a varios países con desequilibrios externos que era necesario corregir, en un entorno internacional desfavorable, con precios de transables declinantes, mayores recargos financieros y acceso restringido. Sin embargo, hubo factores atenuantes. Primero, el nuevo período de auge financiero cubrió apenas un par de años. Segundo, hubo un incremento de la participación de flujos de IED, más estables que los flujos bursátiles y de créditos de corto plazo. Tercero, en 1995 hubo una corrección fuerte de los déficit en cuenta corriente (y del atraso cambiario en el caso particular de México); gracias a ello, alcanzó a registrarse sólo un año de déficit elevado, en 1997. Cuarto, en consideración a la crisis bancaria de México y Argentina, después del tequilazo, éstos y otros países introdujeron reformas a sus reformas financieras, fortaleciendo la regulación y supervisión prudencial de sus sistemas bancarios. En consecuencia, el fuerte ajuste requerido en 1998-99 se ambientó en economías con *stocks* de pasivos externos más moderados que en 1995 y con carteras bancarias más sanas.

2. CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA CRISIS MEXICANA

La recuperación del acceso al financiamiento externo fue generalizada en América Latina a comienzos de los noventa e involucró para la mayoría de los PALs el paso abrupto desde la escasez a la abundancia. No obstante, revistió mayor intensidad y surgió algo más tempranamente en algunos países, particularmente en Chile y en México.

En México se habían implementado reformas económicas profundas durante la segunda mitad de los años ochenta, mientras se recuperaba paulatinamente de la crisis de la deuda de ese decenio. Prosiguió en los años noventa, pero con una recuperación sólo modesta de la inversión, no obstante el rápido ingreso de capitales externos. La gran oferta de fondos que México enfrentó a comienzos de los noventa entró expeditamente al mercado interno de este país, con sólo algunas escasas limitaciones que restringieron el endeudamiento de la banca. Rápidamente se apreció el tipo de cambio real.

El tipo de cambio nominal permaneció prácticamente fijo desde noviembre de 1991 hasta marzo de 1994, a pesar de que oficialmente era una tasa reptante flexible, dentro de una banda con

un techo creciente y un piso constante. La inflación en México, mayor que la de sus socios comerciales, especialmente en los inicios del período, involucró la rápida apreciación cambiaria real.

¿Cómo se usaron esos recursos del exterior? Se utilizaron en financiar un nivel de gastos del país excesivamente por sobre lo que se producía (véase el cuadro VIII.4). Este fue intermediado por un boom crediticio interno, apoyado por una débil supervisión prudencial (véase Sachs, Tornell y Velasco, 1996a). El consiguiente déficit en cuenta corriente se elevó de US\$7 mil millones en 1990 a US\$15 mil millones en 1991, siguió escalando en los años siguientes y llegó a US\$29 mil millones en 1994 (y en 1994 las autoridades habían proyectado que se elevaría en US\$ 4 mil millones adicionales en 1995). Esta tendencia era extremadamente peligrosa y con propensión a una crisis. Sin embargo, siguió siendo fomentada por el mercado.

En cuatro años el *stock* de pasivos externos netos de México se elevó en US\$ 92 mil millones; de éstos sólo unos US\$ 24 mil millones correspondieron a IED. Ese alto *stock* de pasivos externos, en su mayoría propensos a la volatilidad, junto con un significativo atraso cambiario y el correspondiente abultado déficit en cuenta corriente, parecen ser las variables determinantes de la vulnerabilidad de México y de la profundidad del ajuste recesivo que se detonó en diciembre de 1994 (véase, por ejemplo, Griffith-Jones, 1996; Gurría, 1995; Ros, 1995; Sachs, Tornell y Velasco, 1996b). También jugaron un papel clave en la profundidad de la crisis mexicana, el deterioro de la cartera del sistema financiero asociada al boom crediticio interno⁵ y la elevada emisión de papeles del gobierno denominados en dólares (Tesobonos), con plazos muy cortos, y que fueron comprados principalmente por inversionistas extranjeros.

Cabe recalcar que es incorrecto sostener, lo que ocurre de manera sorprendentemente frecuente, que la crisis de México en 1994 no se pudo prever debido a ocultamiento de información. Es efectivo que la información oficial sobre las reservas internacionales fue esporádica, pero la información clave, referida al atraso en el tipo de cambio y alto déficit en cuenta corriente, y su financiación con recursos propensos a la volatilidad, estaba plenamente disponible periódicamente. Por ejemplo, ya desde 1992 se sabía que el déficit en cuenta corriente estaba aumentando con rapidez.⁶ Lo faltante era información más amplia e integral. Sin embargo, el problema crucial fue que ni los ofertantes ni los demandantes prestaron debida atención a la información disponible, la que consideraron seriamente sólo después de la explosión de la crisis. Lo que sucede es que los operadores más influyentes generalmente actúan con un set de información muy limitado. Ello explica que puedan tan abruptamente cambiar en forma radical de opinión sobre la situación económica de un país o empresa.

⁵ El deterioro de la cartera no es un fenómeno exógeno. Entre otros, responde al relajamiento de los estándares de supervisión prudencial (que estimularon las reformas neoliberales con su fe ciega en la autorregulación de cualquier mercado), y a una gran expansión del crédito bancario (véase Sachs, Tornell y Velasco, 1996a). Un boom crediticio estuvo estrechamente asociado a un repunte previo de los flujos de capitales en Chile 1977-81, México en 1991-94 y Tailandia en 1994-96.

⁶ Ya a mediados de 1992 advertimos que había una significativa tendencia a revaluaciones cambiarias, que se tornaría peligrosa en caso de no detenerse (véase el capítulo VIII.B). En paralelo, desde comienzos de 1991, el Banco Central de Chile avanzaba en la regulación de los ingresos de capitales y el fortalecimiento de una política cambiaria activa.

Otras variables económicas a las que generalmente se les imputa la crisis son el alza en la tasa de interés estadounidense, el deterioro del balance fiscal, la política monetaria en 1994, la ausencia de un sistema de pensiones por capitalización, o la inexcusable forma como se efectuó la devaluación en diciembre de 1994. Si bien éstas pueden tener alguna incidencia, serían de carácter secundario ante la significativa apreciación cambiaria y la estructuración de un déficit en cuenta corriente de la magnitud y prolongación alcanzados entre 1991 y 1994; en particular, cabe destacar el hecho de que una proporción tan elevada de los pasivos externos era de corto plazo o fácilmente liquidable.⁷

Cuadro VIII.4 DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE, 1983-98
(millones de dólares de cada año)

| | 1983-90 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Argentina | 1.413 | 647 | 5.462 | 7.672 | 10.118 | 2.768 | 3.787 | 9.454 | 12.200 |
| Brasil | 1.564 | 1.450 | -6.089 | -20 | 1.153 | 17.972 | 24.347 | 33.484 | 32.450 |
| Chile | 999 | 99 | 958 | 2.554 | 1.585 | 1.398 | 3.744 | 4.058 | 5.160 |
| Colombia | 671 | -2.347 | -876 | 2.219 | 3.113 | 4.366 | 4.946 | 5.683 | 6.060 |
| México | 241 | 14.888 | 24.442 | 23.400 | 29.418 | 1.576 | 2.330 | 7.449 | 15.500 |
| Perú | 1.030 | 1.509 | 2.101 | 2.302 | 2.662 | 4.298 | 3.619 | 3.408 | 4.120 |
| América Latina (19) | 6.967 | 17.426 | 34.350 | 44.920 | 49.566 | 34.449 | 36.659 | 63.669 | 83.905 |
| A.L.-Venezuela (18) | 8.642 | 19.162 | 30.601 | 42.927 | 52.107 | 36.463 | 45.573 | 68.353 | 82.345 |

Fuente: Cálculos del autor, sobre la base de cifras oficiales procesadas por CEPAL. El saldo de la cuenta corriente aquí incluye como ingresos corrientes las transferencias unilaterales privadas y públicas. En 1994 las transferencias privadas alcanzaron a US\$9.500 millones y las públicas llegaron a US\$2.500 millones.

Como se señaló, en el camino el tipo de cambio real se apreció fuertemente. Ello había sucedido desde 1988, tendencia que se acentuó al entrar en los noventa (véase el cuadro VIII.5). Las exportaciones crecieron, pero las importaciones lo hicieron mucho más rápidamente. La tasa de inversión se recuperó, pero mucho menos que el ingreso de capitales. Por lo tanto, estos fondos externos fueron a reforzar más intensamente el consumo y a desplazar al ahorro nacional. El aumento del consumo no fue gubernamental, pues México tenía una situación fiscal equilibrada, luego de notables y exitosos esfuerzos para eliminar el abultado déficit imperante a mediados del decenio anterior. Entonces, el gasto en exceso fue principalmente del sector privado, financiado por aportes privados del exterior; una parte fue intermediada por el boom crediticio bancario y otra lo fue directamente por los intermediadores de rubros de consumo importados. El ahorro cayó significativamente como porcentaje del PIB: la tasa de ahorro nacional (medida a precios corrientes) descendió cuatro puntos entre fines de los ochenta y 1994.

⁷ Respecto de la tasa de ahorro y del sistema de pensiones, cabe anotar que en el bienio 1987-88 México y Chile tenían tasas similares de ahorro nacional. En ese bienio el sistema de pensiones privado llevaba 7 años de funcionamiento en Chile. Ya en 1994 la tasa de ahorro había subido en 3 puntos en Chile, en tanto que la de México había decrecido 4 puntos con respecto al bienio 1987-88 (véase Uthoff y Titelman, 1998). Estos antecedentes sugieren que la principal diferencia entre Chile y México no la hace ese mecanismo que ya existía en Chile desde los inicios de los años ochenta, sino las distintas políticas aplicadas principalmente en los noventa. Las grandes diferencias de política económica en los años noventa entre Chile y México no se refieren a reformas estructurales, como la comercial o propiedad estatal o balance fiscal, sino que consisten en el tratamiento de los movimientos de capitales, la política cambiaria y (desde 1986) la supervisión prudencial, ingredientes esenciales del desempeño macroeconómico.

Cuadro VIII.5 ÍNDICES DE TIPO DE CAMBIO REAL, 1983-98^a

| | 1983-86 | 1987-90 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--------------------|---------|---------|-------|-------|------|------|-------|------|------|------|
| Argentina | 78,5 | 100,0 | 66,1 | 61,5 | 58,1 | 60,3 | 66,5 | 67,9 | 65,4 | 63,6 |
| Brasil | 117,2 | 100,0 | 97,2 | 104,8 | 96,8 | 85,5 | 69,5 | 64,6 | 63,2 | 64,5 |
| Chile | 68,8 | 100,0 | 100,1 | 96,5 | 98,1 | 97,2 | 92,7 | 88,0 | 80,7 | 81,3 |
| Colombia | 65,1 | 100,0 | 111,6 | 98,8 | 95,6 | 82,5 | 82,6 | 78,3 | 73,5 | 76,8 |
| México | 96,0 | 100,0 | 81,0 | 74,6 | 70,9 | 72,7 | 107,2 | 96,7 | 84,2 | 83,4 |
| Perú | 136,4 | 100,0 | 55,4 | 55,4 | 57,3 | 56,6 | 57,0 | 55,0 | 53,7 | 53,4 |
| Promedio PALs (18) | | | | | | | | | | |
| Ponderado | 97,4 | 100,0 | 88,5 | 87,9 | 83,3 | 79,2 | 82,5 | 79,2 | 74,7 | 74,5 |
| Simple | 85,8 | 100,0 | 97,5 | 96,4 | 95,0 | 93,4 | 95,0 | 93,4 | 88,1 | 87,0 |

Fuente: Cálculos del autor, sobre la base de cifras oficiales para 18 países, procesadas por CEPAL.

^a Promedios anuales correspondientes al promedio de los índices del tipo de cambio (oficial principal) real de la moneda de cada país con respecto a las monedas de sus principales socios comerciales, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones hacia esos países; inflado por el IPC externo y deflato por el IPC interno; para Brasil se ponderó el índice del IPC de Río ($\frac{2}{3}$) y la nueva serie oficial de inflación ($\frac{1}{3}$).

México también enfrentó una serie de *shocks* no económicos durante 1994, incluyendo el levantamiento de Chiapas, el asesinato del principal candidato presidencial y el proceso electoral. Luego de algunas pérdidas de reservas, se efectuó en marzo una devaluación dentro de la banda cambiaria vigente, que significó un salto de 8 por ciento, del piso al techo de la banda. Esta devaluación fue tomada con relativa tranquilidad por los mercados financieros. Los flujos hacia México y los otros PALs continuaron ingresando en altas proporciones. El año económico en México fue también relativamente positivo, con un aumento del PIB superior al bienio anterior, con cierta alza del coeficiente de inversión (1 punto del PIB), y un pequeño déficit del sector público consolidado (0,3 por ciento del PIB).

No obstante, durante el año hubo sucesivos ataques contra el peso, con el tipo de cambio en el techo de la banda y con el Banco de México vendiendo reservas. A pesar de ello, éstas alcanzaban a US\$ 18 mil millones en octubre, si bien habían caído bastante durante algunos lapsos de 1994. Por su parte, los evaluadores de riesgo internacionales, definida la situación electoral presidencial, en noviembre asignaban una buena calificación financiera a México y recomendaban invertir en sus activos.

En el intertanto, el déficit en cuenta corriente seguía su tendencia alcista. Al evaluar la situación, las nuevas autoridades determinaron que no se podía postergar más una corrección mayor del tipo de cambio y una reducción drástica del déficit externo. El 20 de diciembre se efectuó una devaluación de 15 por ciento; luego, el mercado, previendo devaluaciones adicionales, llevó a cabo un ataque masivo contra el peso. Las autoridades liberaron el tipo de cambio, que tuvo una depreciación total de 125 por ciento entre fines de 1994 y de 1995.

Lo esencial es que la crisis se sembró entre 1992 y 1994, con un ingreso masivo de capitales, mayoritariamente de corto plazo. La demanda agregada se elevó rápidamente por sobre la oferta potencial de PIB con una brecha insostenible, y se tornó crecientemente intensi-

de la deuda en agosto de 1982. Es evidente que la intensidad de los desequilibrios acumulados influye sobre la fuerza y costos del ajuste posterior. En ese sentido, la aparición del Efecto Tequila fue más oportuna y contribuyó a que muchos PALs pusiesen freno, aun cuando fuese sólo temporalmente, a los desequilibrios en marcha en sus economías. Los ajustes de Brasil y Perú en 1995-96 constituyen un buen ejemplo de frenadas oportunas, que les permitieron soportar menos costosamente la crisis asiática de 1997-98.

Tercero, el *shock* de reducción de la oferta de financiamiento exterior fue reforzado en los años ochenta por una baja del nivel general de precios internacionales (expresado en dólares), por un deterioro de los términos del intercambio y por un alza espectacular de las tasas reales de interés. En contraste, en 1994-95, el *shock* negativo en la oferta de financiamiento fue acompañado por sólo una moderada alza de las tasas de interés, por un aumento significativo del volumen del comercio mundial (9 por ciento), por una mejora de 4,5 por ciento de los términos del intercambio en el bienio y por un alza del nivel general de precios externos expresados en dólares (9 por ciento), asociada a la devaluación del dólar estadounidense en ese año. Entonces, el set de múltiples *shocks* negativos de los mercados externos presentes alrededor de 1982 contrasta con varios *shocks* positivos alrededor de 1994.

Cuadro VIII.6 ÍNDICE DE PRECIOS EN DÓLARES DE LAS BOLSAS DE VALORES, 1990-98^a

| Mes-año | Dic. 1990 | Ago-Oct. 1994 | Dic. 1994 | Marzo 1995 | Dic. 1995 | Dic. 1996 | Junio 1997 | Dic. 1997 | Dic. 1998 |
|-----------------------------|-----------|---------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| América Latina ^b | 24,1 | 100,0 | 80,9 | 58,6 | 66,4 | 76,9 | 106,2 | 96,2 | 59,4 |
| Argentina | | | | | | | | | |
| Brasil | 17,3 | 100,0 | 77,5 | 63,4 | 84,2 | 100,1 | 121,9 | 117,3 | 84,0 |
| Chile | 11,7 | 100,0 | 91,6 | 67,4 | 71,3 | 93,1 | 143,2 | 112,1 | 64,3 |
| Colombia | 25,9 | 100,0 | 100,8 | 94,9 | 97,9 | 81,0 | 105,3 | 83,8 | 58,6 |
| México | 15,0 | 100,0 | 93,4 | 88,6 | 69,6 | 72,7 | 90,3 | 90,2 | 50,9 |
| Perú | 30,0 | 100,0 | 62,6 | 32,7 | 45,7 | 53,7 | 68,7 | 78,4 | 47,8 |
| Venezuela | - | 100,0 | 104,8 | 87,4 | 114,6 | 115,4 | 156,8 | 131,4 | 79,2 |
| | 170,8 | 100,0 | 91,6 | 75,0 | 62,6 | 145,2 | 191,8 | 179,0 | 86,2 |

Fuente: Índices basados en series de la Corporación Financiera Internacional, *Monthly Review of Emerging Stock Markets*, varios números.

^a Valores a fin de período, expresados en dólares.

^b Promedio de siete países ponderado según el monto de transacciones.

Cuarto, la reacción de los Estados Unidos y de instituciones internacionales fue más fuerte y pragmática en 1995 (Lustig, 1997). El paquete financiero de apoyo a México no sólo fue cuatro veces mayor que el de 1982 en términos reales, sino también fue organizado más rápidamente. Aportó líneas de crédito masivas, más allá de la cantidad necesaria, que contribuyeron a moderar expectativas y a posibilitar la utilización de un financiamiento neto excepcional que alcanzó a US\$ 25 mil millones en 1995.

No se puede ignorar que el impacto sobre otros PALs y el mismo México habría sido mayor de no mediar todos estos “*shocks*” coincidentemente positivos y un lapso de tiempo más oportuno.

No obstante, los efectos negativos son notorios a nivel global de América Latina (véase el cuadro VIII.3). La variación del PIB se acercó a cero en 1995, con una baja del PIB per cápita de 1,5 por ciento, la primera desde 1990. La tasa de inversión se redujo en cerca de un punto; el ingreso de capitales (descontados los paquetes oficiales de apoyo a la Argentina y a México) cayó a menos de la mitad de lo que fue en el trienio anterior (aunque triplicó el promedio de 1983-90, signo de la gran inestabilidad de los flujos de capitales), y la tasa de desocupación se elevó en PALs como Argentina, México, Costa Rica, Paraguay, Uruguay y Venezuela.

Aparte de México, en 1995 el PIB se redujo 5 por ciento en Argentina y 2,3 por ciento en Uruguay (véase el cuadro VIII.3); en Perú hacia fines de 1995 y comienzos de 1996 también estaba decreciendo. Estos fueron los efectos del *shock* de la oferta de fondos externos, en los mercados de PALs con un predominio de financiamiento de corto plazo y volátil o con un comercio intenso con países afectados por el *shock* financiero (el caso de Uruguay respecto de Argentina).

Este fue el costo de una visión parcial de los ofertantes, que sólo miraba los méritos indudables de muchos logros de México —como su espectacular mejora fiscal— pero no los problemas que subsistían (baja inversión y pobreza) y los que se estaban creando (déficit externo y un *stock* creciente de pasivos externos potencialmente volátiles).

4. REDUCIENDO LA VULNERABILIDAD: EL CASO DE CHILE

Chile exhibió en 1995-96 un desempeño opuesto al de México, a pesar de diversas similitudes en los años previos a 1994. Los contrastes más marcados se refieren a las políticas macroeconómicas más relacionadas con el sector externo, principalmente la regulación de los movimientos de capitales, la política cambiaria y la supervisión prudencial del sistema financiero.

Así como la crisis mexicana se fue generando durante años, la fortaleza de Chile también se construyó en varios años. Hacia fines del decenio pasado, ambos países ya exhibían una profunda liberalización comercial, una significativa mejora presupuestaria, reformas privatizadoras, niveles de inflación del orden de 20 por ciento anual y tasas de ahorro interno comparables. La razón por la cual Chile tuvo un mejor desempeño en 1995 fue que, frente a la abundancia de fondos externos entre 1990 y 1994, adoptó una política activamente cauta (Stiglitz, 1998b). En vez de recibir todos los recursos externos que se le ofrecían en abundancia, dejar apreciarse significativamente el peso y elevarse el déficit externo, optó por desestimular los ingresos de capitales de corto plazo. En 1991 se establecieron un impuesto y un fuerte encaje o reserva sin intereses sobre los créditos externos y luego el encaje se extendió a los depósitos en moneda extranjera e inversiones en acciones de segunda mano, mientras que las primeras emisiones de ADRs y el capital de riesgo de IED quedaron exentos. Con el conjunto de medidas se desalentó efectivamente el ingreso de capitales especulativos (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995; y Agosin, 1998).

Hacia mediados de 1998, los créditos externos en Chile pagaban un gravamen de 1,2 por ciento; los créditos, depósitos en moneda extranjera, e inversiones en ADRs secundarios debían mantener, en el Banco Central, un encaje de 30 por ciento por un año sin intereses (o pagar el equivalente financiero), independientemente de los términos de vencimiento del capital;⁹ los créditos asociados a la inversión extranjera estaban afectos al encaje y el capital de riesgo en “inversión productiva” estaba exento, pero debía permanecer en Chile por lo menos un año; el sistema financiero estaba sometido a una regulación prudencial relativamente estricta, que incluía un monitoreo selectivo de activos y requerimientos de provisiones, así como límites y drásticas sanciones a operaciones con partes relacionadas (Agosin y Ffrench-Davis, 1998).

Esta es una de las razones claves por las que hacia fines de 1994 Chile tenía un déficit externo moderado, elevadas reservas internacionales, una deuda de corto plazo modesta y manejable, una tasa interna de ahorro que se elevó en vez de disminuir (esto último fue el caso de México y Argentina), una inversión interna que desde 1993 es la más alta registrada en su historia y un tipo de cambio que en 1994 estaba comparativamente más cercano al equilibrio que en la mayoría de los países del continente (como se aprecia en el cuadro VIII.5).¹⁰ Sólo en la Bolsa se había dejado (desafortunadamente) abierto un gran resquicio, que se utilizó ampliamente en 1994 por parte de los operadores. Como resultado de esto, en 1995 surgieron algunos problemas en el mercado bursátil local, cuyas cotizaciones sufrieron una caída asociada a la salida de capital; la fuente de estos problemas se restringió en 1995, al extenderse la aplicación del encaje de 30 por ciento a los ADRs secundarios.

Es muy relevante, por su carácter informativo, recordar lo que pasó en Chile en 1982, año en que sufrió la peor crisis entre todas las naciones latinoamericanas: su PIB cayó 15 por ciento. Chile ya había efectuado profundas reformas financieras y comerciales y extensas privatizaciones entre 1973 y 1979. Tenía un tipo de cambio fijo, congelado en términos nominales y apreciado en valor real entre 1979 y 1982 en un proceso guiado por la entrada de capitales, y había optado por no hacer política monetaria (política del “enfoque monetario de la balanza de pagos”, que es equivalente a las “cajas de conversión”), por mantener una cuenta de capitales abierta, con creciente dolarización del endeudamiento interno, y por regulaciones muy permisivas de supervisión bancaria. Estas fueron las causas principales de la crisis de 1982.

Luego de haber acostumbrado a la economía chilena a volúmenes muy crecientes de financiamiento externo entre 1977 y 1981, éstos empezaron a moderarse a finales de 1981. Sin embargo, la brecha externa continuó ampliándose, con lo que la acumulación anterior de reservas inició una rápida reversión. La opción del gobierno fue reiterar que, en una economía “sana y libre”, sólo cabía la continuidad de políticas pasivas y neutras ante la pérdida de reservas y

⁹ El 30 por ciento fue rebajado a 10 por ciento a fines de junio de 1998 y a cero en septiembre, ante la escasez de financiamiento externo asociada a la crisis asiática.

¹⁰ Las cifras del cuadro VIII.5, sobre evolución del tipo de cambio real, deberían ajustarse por la evolución de la productividad relativa pertinente.

reducción de la liquidez monetaria. Como resultado, ya en el primer semestre de 1982 el PIB se redujo fuertemente, la producción industrial descendió 19 por ciento, el desempleo abierto se elevó a 20 por ciento, y la cartera de la banca fue deteriorándose. Recién en junio de 1982 el gobierno corrigió parcialmente su política económica, devaluando masivamente el tipo de cambio, entre otras medidas. Dada la tardanza, obviamente fue un acontecimiento traumático, que se adicionó a la grave recesión que ya estaba en marcha desde hacía varios meses.

La profundidad de la crisis chilena de comienzos de los años ochenta contribuye a explicar por qué las actuales autoridades económicas han manejado, en los años noventa, tan prudente pero activamente las variables macroeconómicas y la regulación del sistema financiero, para evitar riesgos de que se produzca otra crisis (véase el capítulo VII; y Zahler, 1998).

5. ECONOMÍAS EMERGENTES DEL ESTE Y SUDESTE ASIÁTICO: LAS NUEVAS VÍCTIMAS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Durante 1995 el "efecto tequila" en Asia fue insignificante. Esto ocurrió incluso en economías con déficit en cuenta corriente notables, como es el caso de Malasia y Tailandia. Como consecuencia, el año 1996 vio a destacados investigadores y observadores aseverando que aquellos déficit no eran relevantes si las tasas de inversión y de crecimiento eran altas. Tailandia era uno de esos casos. Hacia fines de 1996, el FMI publicó un informe de trabajo alabando a Tailandia como un "camino hacia el crecimiento sostenido" (Kochhar, et al., 1996).

Unos pocos países asiáticos tenían flujos de capital relativamente libres, pero muchos otros habían regulado exitosamente por un largo período las entradas de capitales y los mercados cambiarios (véase Helleiner, 1997; y los casos de Malasia, Indonesia y Tailandia, en Sachs, Tornell y Velasco, 1996a), y varios habían puesto en práctica políticas de esterilización de segundo nivel (Reisen, 1993). El crecimiento era sostenido y extremadamente alto. En 1980-95 el crecimiento anual del PIB promedió entre 6 por ciento y 8 por ciento en la República de Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia; la tasa de inversión excedió el 33 por ciento, con coeficientes de ahorro interno cercanos a ese notable nivel; la inflación era baja, en el rango de 5 por ciento anual, y los presupuestos fiscales generalmente eran equilibrados o superavitarios. En contraposición, el crecimiento promedio anual del PIB en América Latina era de 2 por ciento y la tasa de inversión fluctuaba alrededor del 20 por ciento.

¿Qué explica el brusco cambio de las percepciones comparativas sobre Asia y América Latina en 1997?

Primero, lo que es conveniente por algún lapso, puede ver su eficacia reducida después de un tiempo. Un rasgo pertinente se relaciona con las exportaciones. De hecho, luego de un par de décadas exitosas, las exportaciones de varias economías asiáticas estaban teniendo problemas. Los que hasta ese instante habían sido productos con una demanda notablemente dinámica, parecían haber alcanzado su "madurez", enfrentando mercados cada vez más sobreofertados.

Segundo, aun cuando las exportaciones tengan un buen desempeño, puede surgir un desequilibrio si las importaciones experimentan un auge aun mayor. Las importaciones sufrieron un alza brusca en 1995-96, tanto en Corea como en Tailandia. Este crecimiento estaba relacionado con una expansión de la demanda agregada e importaciones más baratas (debido a una liberalización de importaciones, acompañada por una apreciación cambiaria en una paradójica “latinoamericanización” de algunas economías asiáticas). El creciente flujo de capitales permitió que prevaleciera esta inconsistencia hasta el surgimiento de la crisis.

Tercero, las políticas bien sustentadas pueden revertirse bajo presiones exógenas. El fuerte movimiento hacia la liberalización financiera que prevalece en el mundo hoy en día también se ha filtrado en Asia. En efecto, el déficit en cuenta corriente aumentó sustancialmente en Tailandia desde 1993, siendo cubierto por financiamiento externo de corto plazo; Corea también experimentó un vuelco desde un déficit insignificante en 1992-94 a un déficit de 5 por ciento del PIB en 1996. Estos déficit externos no fueron impulsados por déficit públicos y no habían implicado pérdidas de reservas internacionales. Tampoco correspondieron a un aumento exógeno del gasto privado. Al contrario, fue un alza del gasto privado financiada por la entrada de capitales. En Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia, las reservas internacionales se estaban acumulando persistentemente entre 1992 y comienzos de 1997, alimentadas por entradas de capital en montos superiores al déficit en cuenta corriente. Ellas presionaban a las autoridades locales a comprar moneda extranjera, con la consecuencia de que las reservas de divisas de esos países más que se duplicaron en ese período. Este fue un fenómeno provocado por la entrada de capitales, que dio lugar a tipos de cambio apreciados (aunque en magnitud moderada) y una demanda agregada fuertemente expandida (con un significativo aumento del déficit en cuenta corriente en 1996 en Corea, Indonesia y Tailandia).

El financiamiento adicional fue principalmente de corto plazo (Sachs y Radelet, 1998). En el caso particular de Tailandia, en los años 1994-96, la entrada de capitales de corto plazo ascendió a 7-10 por ciento del PIB (FMI, 1998a). Los flujos contribuyeron a un auge de préstamos internos, con burbujas en los precios de los bienes raíces. Se hicieron notorias las graves debilidades en la supervisión prudencial del sistema financiero, que no habían aparecido como relevantes en los mercados internos de capital previamente reprimidos, y se constituyeron en un factor adicional significativo que reforzó el desequilibrio macroeconómico que emergió a la superficie en 1997 y que cobró una elevada cuenta en 1998. Este fue un error compartido con las reformas financieras de Chile en los años setenta y de México en los noventa.

Los países del este y sudeste asiático han experimentado profundas recesiones en 1998. Luego de exhibir por dos o tres decenios crecimientos sólidos de 6 a 8 por ciento anual, en 1998 varios muestran fuertes caídas. Indonesia presenta una contracción del orden del 15 por ciento, similar a la espectacular caída de Chile en 1982. Corea, Malasia y Tailandia registraron mermas del orden de 7 por ciento. Se esperan caídas adicionales en varios países durante 1999. Se trata de recesiones comparables con las de América Latina en 1982-83, con descensos de la inversión productiva, crisis bancarias y deterioro social.¹¹

¹¹ Véanse diversas interpretaciones de la crisis asiática en Krugman (1998), Sachs y Radelet (1998), Stiglitz (1998b), Wyplosz (1998). El impacto inicial sobre América Latina se examina en CEPAL (1998e) y Perry y Lederman (1998).

6. LECCIONES PARA AMÉRICA LATINA

En 1996-97 retornó el optimismo en los mercados financieros internacionales, respecto de América Latina. El flujo neto de capitales reciente subió a los niveles precrisis. La composición ha mejorado, con un componente mayor de inversión directa. La caída del PIB de varios PALs se revirtió. De hecho, se observó un vigoroso crecimiento desde mediados de 1996 y hasta comienzos de 1998 para el conjunto de la región (véase el cuadro VIII.3).

Sin embargo, hay que destacar que el aumento del PIB comprendía una gran cuota de recuperación; esto es, de reacercamiento del PIB efectivo a la frontera productiva. Sin embargo, la frontera se desplazaba hacia arriba lentamente, pues la inversión productiva seguía siendo limitada, en tanto que los tipos de cambio reales retomaban su rumbo apreciatorio. En consecuencia, mientras no aumente sustancialmente la inversión productiva (y todavía es notablemente menor que lo que fue en el este y sudeste asiático en sus decenios dorados), esa tasa de crecimiento no será sostenible. En efecto, se preveía a comienzos de 1998 que el crecimiento de 5,2 por ciento de 1997 se moderaría a una cifra del orden de 4 por ciento. Con la intensificación de la crisis asiática y sus efectos contagiosos, se estima que el crecimiento efectivo se contrajo a 2,2 por ciento en 1998 (CEPAL, 1998d). Además, la crisis asiática empeorará los términos de intercambio y el acceso de las exportaciones latinoamericanas. Entonces, la región sufrirá un nuevo ajuste, aunque esta vez sin una crisis tan severa. El futuro, sin embargo, dependerá de si la región y las personas más influyentes (por ejemplo, las instituciones internacionales y los Estados Unidos) han aprendido la lección. Hay señales muy variadas.

La recuperación del PIB en Argentina y México ha sido particularmente vigorosa, a pesar de que luego de la brusca caída de cerca del 6 o 7 por ciento que alcanzó en ambos países por el "efecto tequila", había una gran brecha entre el PIB efectivo y su capacidad productiva. Ello permitió una significativa reactivación. Sin embargo, sólo durante 1997 el PIB *per cápita* de ambos países se estaba aproximando a los niveles obtenidos en 1994, aunque los salarios todavía estaban por debajo. Estos son los costos resultantes de las políticas implementadas antes de la crisis, más que de las políticas adoptadas en 1995-96. De ello se derivan las lecciones siguientes.

a) *Nivel, composición y usos sostenibles de los flujos.*

Es preciso cautelar que el ingreso de fondos se dirija hacia la inversión productiva. Las filtraciones excesivas hacia la inversión puramente bursátil y el consumo importado, conducen a burbujas y desequilibrios insostenibles. Además, el rápido incremento del *stock* de pasivos financieros externos tiende a ser progresivamente peligroso.

La apertura indiscriminada de la cuenta de capitales puede ser muy perjudicial para el desarrollo productivo y para el bienestar de la mayoría de la gente, pues las externalidades y otras imperfecciones de los mercados internacionales de capital dan lugar a ciclos frecuentes de abundancia y escasez de financiamiento externo. La inestabilidad cambiaria y de indicadores macroeconómicos, habitualmente asociada a una apertura irrestricta, es siempre muy costosa

en términos de producción y de equidad. Una regulación eficaz y eficiente es posible; Chile lo demostró desde 1991, y Colombia en los setenta y en años recientes (capítulo V; Ffrench-Davis y Reisen, 1998; Urrutia, 1996).

b) *Evitar precios y coeficientes desalineados.*

Los gobiernos deben evitar que los flujos de capital generen precios atípicos (*outliers*) o distorsiones importantes en indicadores macroeconómicos fundamentales, como las tasas de interés y los tipos de cambio reales; la composición del gasto entre el consumo y la inversión, y la producción de transables.

No basta contar con una expansión dinámica de las exportaciones para suponer que las mejoras de productividad compensan un atraso cambiario, como en repetidas ocasiones lo han expresado autoridades económicas. Un aumento persistente de las importaciones a mayor velocidad que las exportaciones debe ser causa de preocupación, y corregirse oportunamente; así se evitará una acumulación de pasivos externos que resulte insostenible.

Las entradas de capital no deben ser utilizadas como un instrumento para alcanzar un objetivo extremo respecto de una sola variable económica interna, tal como el de pretender frenar la inflación vía una apreciación cambiaria (véase el capítulo VI). Con ello, generalmente se desequilibran otras variables importantes. En especial, es una apuesta muy peligrosa descartar la implementación de una política cambiaria activa, amarrándose las manos con un tipo de cambio nominal fijo. Los modos de regular el tipo de cambio pueden ser extremadamente diversos; varios de ellos comprenden alguna forma de banda cambiaria ajustable (*reptante*), con algún tipo de intervención intramarginal (Williamson, 1996).

La experiencia latinoamericana reciente ha demostrado dramáticamente que dejar siempre que el mercado, dominado por agentes con horizontes cortos, determine el volumen y composición de los flujos de capitales puede entrañar un costo notablemente elevado para el país receptor. Por esta razón, no se debe descartar *a priori* el uso de regulaciones sobre los flujos de capitales.¹² Por el contrario, el costo microeconómico asociado a la utilización de dichos instrumentos debe ser equilibrado con los beneficios sociales en términos de estabilidad macroeconómica, inversión y crecimiento (Williamson, 1992; Zahler, 1998).

c) *Secuencias coherentes.*

En relación a la secuencia de las reformas, hay ahora cierto consenso en cuanto a que la apertura de la cuenta de capital fue prematura y debió haberse pospuesto hasta que se hubiesen

• • • • •
¹² Un caso alentador es el acuerdo comercial y financiero entre Canadá y Chile. Luego de arduas negociaciones, se acordó que Chile pueda mantener e incluso aumentar sus regulaciones sobre los flujos de capital. Es un precedente de gran significación.

consolidado otras reformas importantes y establecido los nuevos precios de equilibrio. La enseñanza que se recoge es que, durante el ajuste estructural, las cuentas de capital abiertas (especialmente en períodos de oferta abundante de financiamiento internacional) pueden conducir a una intensificación demasiado rápida del flujo de capitales, con efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores (Edwards, 1989; MacKinnon, 1991).

En primer lugar, en el caso particular de América Latina, varios países llevaron a cabo profundas reformas comerciales en los noventa, *pari passu* con un atraso cambiario. En segundo término, si la capacidad para invertir productivamente reacciona lentamente y/o con rezago, y los mercados de capitales internos son aún incompletos y supervisados deficientemente, los recursos financieros externos adicionales no podrán ser absorbidos eficientemente por la economía nacional, amenazando de esa forma la estabilidad futura de los propios flujos. En tercer lugar, deben consolidarse los parámetros fiscales, puesto que sin una base impositiva sólida y mecanismos fiscales flexibles, las autoridades deberán depender demasiado de las políticas monetarias para regular la demanda agregada. Por último, puesto que parte de la demanda agregada generada por los flujos de capital se gasta inevitablemente en bienes no comerciables, cuando la demanda efectiva se aproxima a la frontera productiva, el precio relativo de los no transables tiende a aumentar. Ello a su vez se refleja en un incremento del déficit en cuenta corriente. La revaluación real del tipo de cambio puede obviamente distorsionar la asignación de los recursos y la inversión, debilitando seriamente el objetivo estructural de mediano plazo de penetrar los mercados externos con nuevas exportaciones (CEPAL, 1998c; Banco Mundial, 1997a).

d) *Regulación selectiva flexible.*

La importancia decisiva de mantener la estabilidad macroeconómica, y el abrumador volumen de los mercados internacionales de capital en comparación con el tamaño mucho menor de los mercados de los PALs, pueden hacer muy inconveniente un compromiso inflexible con una cuenta de capital abierta permanentemente y en forma indiscriminada. Existen serias imperfecciones tanto en los mercados financieros nacionales como en los internacionales. Mientras el movimiento de los mercados dependa en una proporción significativa de participantes que se especializan en el corto plazo, y los mercados nacionales de valores permanezcan poco profundos, los riesgos de gran inestabilidad serán inherentes a esta nueva modalidad de inserción externa. En realidad, las críticas experiencias recientes de México y de Tailandia señalan nuevamente la conveniencia de desincentivar los ingresos elevados de capital financiero de corto plazo y la acumulación de *stocks* crecientes de ellos. Existe creciente evidencia de que a mayor inestabilidad de los flujos de capital (o desviación respecto de su tendencia), menor es la proporción destinada a la inversión productiva (véase Uthoff y Titelman, 1998). Una regulación flexible, adaptada a la intensidad de la oferta de fondos, permite estabilizar su flujo hacia el mercado interno.

La mejor comprensión del funcionamiento de los mercados financieros nacionales e internacionales es esencial en el futuro de la economía mundial. Se debe trabajar sistemáticamente para lograr que impere un enfoque pragmático. La atención debe centrarse en la gestión de los auges financieros, más que en la crisis, dado que éstas suelen ser la consecuencia de auges mal administrados (CEPAL, 1998d).

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS



- Agénor, P. y P. Montiel (1996), *Development Macroeconomics*, Princeton University Press.
- Agosin, M. (1998), “Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa”, en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (1998), “Managing Capital Inflows in Chile”, en United Nations University Press/WIDER, por aparecer.
- Akyüz, Y. (1993), “Financial Liberalization: The Key Issues”, en Y. Akyüz y G. Held (eds.), *Finance and the Real Economy: Issues and Case Studies in Developing Countries*, CEPAL/UNCTAD/UNU/WIDER, Santiago.
- Altimir, O. y R. Devlin (1994), *Moratoria en América Latina: la experiencia de los países*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Amsden, A.H. (1993), “Trade Policy and Economic Performance in South Korea”, en M. Agosin y D. Tussie (eds.), *Trade and Growth: New Dilemmas in Trade Policy*, Macmillan, Londres.
- Arellano, J. P.(1985), “Políticas para promover el ahorro en América Latina”, *Colección Estudios CIEPLAN* 17, Santiago, septiembre.
- Arellano, J. P. (1995), “Política fiscal y desarrollo social”, en C. Pizarro, D. Raczynski y J. Vial (eds.), *Políticas Económicas y Sociales en el Chile Democrático*, CIEPLAN/ UNICEF, Santiago.
- Arrow, K. (1974), “Limited Knowledge and Economic Analysis”, *The American Economic Review*, vol. LXIV, N° 1, marzo; y en Ffrench-Davis (1981).
- Bacha, E. (1986), *El milagro y la crisis: economía brasileña y latinoamericana*, Lectura 57, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Bacha, E. y C. Díaz-Alejandro (1983), “Los mercados financieros: una visión desde la semi-periferia”, en Ffrench-Davis (1983).

- Balassa, B. (1981a), *Newly Industrializing Countries in the World Economy*, Pergamon Press, Nueva York.
- Balassa, B. (1981b), “Tipo de cambio y paridad del poder adquisitivo: una revaluación”, en R. Ffrench-Davis (ed.), *Intercambio y Desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Balassa, B. (1989), *New Directions in the World Economy*, Macmillan, Londres.
- Banco Central de Chile, *Boletín Mensual*, varios números, Santiago.
- Banco de México, *Informe Anual*, varios números, México, D.F.
- Banco Mundial (1993), *Diez años después de la crisis de la deuda*, Oficina Regional de América Latina y el Caribe, Washington, D.C., septiembre.
- Banco Mundial (1997a), *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*, Washington, D.C., mayo.
- Banco Mundial (1997b), *The Long March: A Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*, Washington, D.C., agosto.
- Bhagwati, J. (1978), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*, National Bureau of Economic Research, Nueva York; cap. 8, reproducido en Ffrench-Davis (1981).
- BID (1997), *América Latina tras una década de reformas, Progreso económico y social, Informe 1997*, Washington, D.C., septiembre.
- Bouzas, R. y R. Ffrench-Davis (1990) (eds.), *Conversión de deuda externa y financiación del desarrollo en América Latina*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- Bradford, C. (1992), “The East Asian Development Experience”, en E. Grilli y D. Salvatore (eds.), *Handbook of Economic Development*, North Holland Press, Amsterdam.
- Bruno, M. y S. Piterman (1988), “Israel’s Stabilization: A Two-Year Review”, en M. Bruno, G. DiTella, R. Dornbusch y S. Fischer (eds.), *Inflation Stabilization: The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Burki, S. y G. Perry (1998), *Más allá del Consenso de Washington: la hora de la reforma institucional*, Banco Mundial, Washington, D.C., septiembre.

- Caballero, R. y V. Corbo (1990), "The Effect of Real Exchange Rate Uncertainty on Exports: Empirical Evidence", *The World Bank Economic Review*, 3, Washington, D.C.
- Calvo, G., E. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., marzo.
- Cardoso, F. H. (1977), "La CEPAL, la idea de desarrollo y el comercio internacional", en *Revista de la CEPAL*, N° 4, primavera; y en Ffrench-Davis (1981).
- Casar, J. I. (1993), "La competitividad de la industria manufacturera mexicana, 1980-1990", *El Trimestre Económico*, vol. 60, N° 237, enero-marzo.
- Castillo, C. (1986), "La crisis internacional de la deuda. La experiencia de Costa Rica", en R. Ffrench-Davis y R. Feinberg (eds.), *Más allá de la crisis de la deuda*, CIEPLAN/GEL, Santiago y Buenos Aires.
- CEPAL (1964), *El financiamiento externo de América Latina*, Naciones Unidas, Nueva York.
- CEPAL (1988), "La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe", *Estudios e Informes de la CEPAL* N° 72, Santiago.
- CEPAL (1990), *América Latina y el Caribe: opciones para reducir el peso de la deuda*, Naciones Unidas, Santiago.
- CEPAL (1992), *Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado*, Naciones Unidas, Santiago, abril.
- CEPAL (1994), *Regionalismo abierto en América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas, Santiago.
- CEPAL (1995), *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 1995*, Naciones Unidas, Santiago.
- CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, varios números.
- CEPAL (1998a), *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, 1997*, Naciones Unidas, Santiago, febrero.
- CEPAL (1998b), *Panorama Social de América Latina 1997*, Santiago, febrero.
- CEPAL (1998c), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, CEPAL/Fondo de Cultura Económica, Santiago.

- CEPAL (1998d), “Previsión y manejo de las crisis financieras”, en *La crisis financiera internacional: una visión desde la CEPAL*, Santiago, octubre.
- CEPAL (1998e), *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1998*, Naciones Unidas, Santiago, diciembre.
- Chenery, H. (1961), “Política de desarrollo y ventajas comparativas”, en *American Economic Review*, marzo; y en Ffrench-Davis (1981).
- Chuhan, P. y K. Jun (1995), “El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Cline, W. (1984), *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Corbo, V. y S. Fischer (1994), “Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery”, en B. Bosworth, R. Dornbusch and R. Labán (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, Brookings, Washington, D.C.
- Corbo, V. y S. Fischer (1995), “Structural Adjustment, Stabilization and Policy Reform: Domestic and International Finance”, en J. Behrman y T. N. Srinivasan (eds.), *Handbook of Development Economics*, North-Holland.
- Corden, M. (1972), “Economies of Scale and Customs Union Theory”, *Journal of Political Economy*, vol. 80, N° 3, Chicago, mayo-junio.
- Cortázar, R. (1996) (ed.), “A Labor Policy for a New Reality”, en C. Pizarro, D. Raczynski y J. Vial (eds.), *Social and Economic Policies in Chile’s Transition to Democracy*, CIEPLAN/UNICEF, Santiago.
- Cortázar, R. y J. Marshall (1980), “Índices de precios al consumidor en Chile, 1970-78”, *Co-lección Estudios CIEPLAN 4*, Santiago.
- Culpeper, R. (1995), “La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Damill, M. y S. Keifman (1992), “Liberalización del comercio en una economía de alta inflación: Argentina 1989-91”, *Pensamiento Iberoamericano*, N° 21, Madrid, enero-junio.
- De Gregorio, J. y O. Landerretche (1998), “Equidad, distribución y desarrollo integrador”, en R. Cortázar y J. Vial (eds.), *Construyendo opciones*, Dolmen, Santiago.

- De Long, J. B. y L. Summers (1991), "Equipment investment and economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, N° 2, Cambridge, Mass.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- Devlin, R. y R. Ffrench-Davis (1998), "Towards an Evaluation of Regional Integration in Latin America in the 1990s", en *The World Economy*, por aparecer.
- Dewatripont, M. y G. Roland (1995), "The Design of Reform Packages under Uncertainty", *The American Economic Review*, vol. 85, N° 6, diciembre.
- Díaz-Alejandro C. (1975), "Trade Policies and Economic Development", reproducido en Ffrench-Davis (1981).
- Díaz-Alejandro C. (1985), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1/2, Amsterdam, diciembre; y en A. Velasco, (ed.), *Trade, Development and the World Economy: Selected Essays of Carlos F. Díaz-Alejandro*, Basil Blackwell, Oxford, 1988.
- Dornbusch, R. (1983), "Apertura financiera y sus efectos en el desarrollo nacional", en Ffrench-Davis (1983).
- Dornbusch, R. (1989), "Real Exchange Rates and Macroeconomics: A Selective Survey", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 2.
- Dornbusch, R. (1991), "Special Exchange Rates for Capital Account Transactions", en *Exchange rates and inflation*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Dornbusch, R. (1997), "Cross-Border Payments Taxes and Alternative Capital-Account Regimes", en UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s: Research Papers for the Group of Twenty-Four*, Naciones Unidas, Nueva York.
- Easterly, W. R., N.A. Loayza y P. J. Montiel (1997), "Has Latin America's Post-Reform Growth been Dissapointing?", *Policy Research Working Papers*, N° 1708, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Eatwell, J. (1997), "International Capital Liberalization: The Impact on World Development", en *Estudios de Economía*, vol. 24, N° 2, Santiago.
- Edwards, S. (1989), "The Order of Liberalization of the Current and Capital Accounts of the

Balance of Payments”, *Essays in International Finance*, N° 156, Princeton University, Nueva Jersey.

Edwards, S. y A. Cox-Edwards (1987), *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Ballinger, Cambridge, Mass.

Eichengreen, B. y Ch. Wyplosz (1996), “Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of the International Monetary System”, en M. ul Haq, I. Kaul e I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Nueva York.

Elbadawi, I. y K. Schmidt-Hebbel (1998), “Macroeconomic Policies, Instability, and Growth in the World”, Documento de trabajo N° 43, Banco Central de Chile, diciembre.

Fajnzylber, R. (1990), “La industria en América Latina: de la caja negra al casillero vacío”, *Cuadernos de la CEPAL*, N° 60, Santiago.

Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1994), “Macroeconomic Policies for the Transition from Stabilization to Growth”, en C. Bradford (ed.), *The New Paradigm of Systemic Competitiveness: Toward More Integrated Policies in Latin America*, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.

Fanelli, J. M. y J. L. Machinea (1995), “El movimiento de capitales en la Argentina”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).

Ffrench-Davis, R. (1979), *Economía internacional: teorías y políticas para el desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.; segunda edición, 1985.

Ffrench-Davis, R. (1980), “Distorsiones del mercado y teoría de las uniones aduaneras”, *Integración Latinoamericana*, N° 44, Buenos Aires, marzo.

Ffrench-Davis, R. (ed.), (1981), *Intercambio y Desarrollo*, vols. I y II, Lecturas de *El Trimestre Económico*, N° 38, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.

Ffrench-Davis, R. (1982), “Deuda externa y balanza de pagos de América Latina: tendencias recientes y perspectivas”, en *Progreso económico y social en América Latina*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C.

Ffrench-Davis, R. (1983) (ed.), *Relaciones financieras externas. Su efecto en la economía latinoamericana*, Lecturas de *El Trimestre Económico*, N° 47, Fondo de Cultura Económica-CIEPLAN, México, D.F.

- Ffrench-Davis, R. (1984), "International Private Lending and Borrowing Strategies of Developing Countries", *Journal of Development Planning*, N° 14, Naciones Unidas, Nueva York.
- Ffrench-Davis, R. (1986), "Import Liberalization: the Chilean Experience, 1973-82", en S. Valenzuela y A. Valenzuela (eds.), *Military Rule in Chile*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Ffrench-Davis, R. (1988), "Esbozo de un planteamiento neo-estructuralista", *Revista de la CEPAL*, N° 34, abril; y *Notas Técnicas* N° 111, CIEPLAN, Santiago, abril.
- Ffrench-Davis, R. (1991), "Desarrollo económico y equidad en Chile: herencias y desafíos en el retorno a la democracia", en *Colección Estudios CIEPLAN* 31, Santiago, marzo.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (1995) (eds.), *Las nuevas corrientes de capitales hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México y Santiago.
- Ffrench-Davis, R. y M. Marfán (1988), "Selective Policies under a Structural Foreign Exchange Shortage", en *Journal of Development Economics*, 29; y en H. Singer, N. Hatti y R. Tandon (eds.), *Adjustment and Liberalization in the Third World*, Indus Publishing Company, Nueva Delhi, 1991.
- Ffrench-Davis, R. y O. Muñoz (1990), "Desarrollo económico, inestabilidad y desequilibrios políticos en Chile: 1950-89", *Colección Estudios CIEPLAN* 28, junio; y en S. Teitel, (ed.), *A New Development Strategy for Latin America: Departures on Hirschman's Thought*, IDB/Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1992.
- Ffrench-Davis, R. y D. Raczynski (1990), "The Impact of Global Recession on Living Standards: Chile, 1973-89", *Notas Técnicas*, N° 97, tercera edición, CIEPLAN, Santiago, noviembre.
- Ffrench-Davis, R. y H. Reisen (1998) (eds.), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, McGraw Hill, Santiago, segunda edición.
- Ffrench-Davis, R., M. R. Agosin y A. Uthoff (1995), "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Ffrench-Davis, R., P. Leiva y R. Madrid (1992), "La apertura comercial en Chile: experiencias y perspectivas", *Estudios de Política Comercial*, N° 1, UNCTAD, Ginebra.

- Ffrench-Davis, R., O. Muñoz and G. Palma (1997), “Las economías latinoamericanas 1950-1990”, en L. Bethell (ed.), *Historia de América Latina – II. Economía y sociedad desde 1930*, Crítica/Grijalbo, Barcelona; y en *Latin America: Economy and Society Since 1930, The Cambridge History of Latin America*, 1998, Cambridge University Press, Cambridge.
- Fischer, S. (1992), “Macroeconomic Stability and Growth”, *Cuadernos de Economía*, N° 87, Universidad Católica de Chile, agosto.
- Fishlow, A. (1983), “La deuda externa de América Latina: ¿problema o solución?”, en Ffrench-Davis (1983).
- FMI (1998a), *World Economic Outlook*, Washington, D.C., mayo.
- FMI (1998b), *International Capital Markets*, Washington, D.C., septiembre.
- Folkers-Landau, D., G. J. Schinasi, M. Cassard, V. K. Ng, C.M. Reinhart y M.G. Spencer (1995), “Effect of Capital Flows on the Domestic Financial Sectors in APEC Developing Countries”, en M. Khan y C. Reinhart (eds.), *Capital Flows in the APEC Region, Occasional Paper N° 122*, FMI, Washington, D.C., marzo.
- Fontaine, J. A. (1989), “The Chilean Economy in the 1980s: Adjustment and Recovery”, en S. Edwards y F. Larraín (eds.), *Debt, Adjustment and Recovery: Latin America's Prospects for Growth and Development*, Basil Blackwell, Oxford.
- Foxley, A. (1983), *Latin American Experiments in Neo-Conservative Economics*, University of California Press, California.
- Frenkel, R. (1983), “La apertura financiera externa: el caso argentino”, en Ffrench-Davis (1983).
- Friedman, M. (1977), *The Emerging Role of Private Banks in the Developing World*, Citicorp, Nueva York.
- Fritsch, W. y G. Franco (1993), “The Political Economy of Trade and Industrial Policy Reform in Brazil in the 1990s”, *Reformas de Políticas Públicas*, N° 6, CEPAL, Santiago, junio.
- Griffith-Jones, S. (ed.), (1988), *Managing World Debt*, Wheatsheaf Books, Sussex, y St. Martin's Press, Nueva York.
- Griffith-Jones, S. (1995), “Corrientes de fondos privados europeos hacia la América Latina: hechos y planteamientos”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).

- Griffith-Jones, S. (1996), "La crisis del peso mexicano ", *Revista de la CEPAL*, N° 60, Santiago, diciembre.
- Griffith-Jones, S. y E. Rodríguez (1992) (eds.), *Cross Conditionality, Banking Regulation and Third World Debt*, MacMillan, Londres.
- Gurría, A. (1995), "Corrientes de capital: el caso de México", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- Guttentag, J. y R. Herring (1984), "Credit rationing and financial disorder", *Journal of Finance*, vol. 39, diciembre.
- Hausmann, R. y M. Gavin (1996), "Securing Stability and Growth in a Shock-Prone Region: The Policy Challenge for Latin America", en R. Hausmann y H. Reisen (eds.), *Securing Stability and Growth in Latin America*, OCDE, París.
- Held, G. (1994), "¿Liberalización o desarrollo financiero?", *Revista de la CEPAL*, N° 54, Santiago, diciembre.
- Helleiner, G. (1997), "Capital Account Regimes and the Developing Countries", en *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. VIII, UNCTAD, Ginebra.
- Herrera, C. (1992), "La apertura gradual en Costa Rica a partir de 1983", *Pensamiento Iberoamericano*, N° 21, Madrid, enero-junio.
- Hirschman, A. (1961), *La estrategia del desarrollo económico*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Hirschman, A. (1971), *A Bias for Hope. Essays on Development and Latin America*, Yale University Press, New Haven.
- Katz, J. (1993), "Organización industrial, competitividad internacional y política pública", en *El desafío de la competitividad*, CEPAL/Alianza Editorial, Buenos Aires.
- Katz, J. (ed.) (1996), *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial: estructura y funcionamiento del sector manufacturero latinoamericano en los años 90*, CEPAL/IDRC y Alianza Editorial, Buenos Aires.
- Kenen, P. (1993), "Financial Opening and the Exchange Rate Regime", en H. Reisen y B. Fischer (eds.), *Financial Opening*, OECD, París.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, Nueva York.

- Kochhar, K., L. Dicks-Mireaux, B. Horvath, M. Mecagni, E. Offerdal y J. Zhou (1996), "Thailand - The Road to Sustained Growth", *Occasional Paper*, 146, FMI, Washington, D.C., diciembre.
- Kraft, J. (1984), *The Mexican Rescue*, Group of Thirty, Nueva York.
- Krugman, P. (1984), "Import Protection as Export Promotion: International Competition in the Presence of Oligopoly and Economies of Scale", en H. Kierzkowski (ed.), *Monopolistic Competition in International Trade*, Oxford University Press, Londres. Reimpreso en P. Krugman, *Rethinking International Trade*, The MIT Press, Cambridge, Ma., 1990.
- Krugman, P. (1986) (ed.), *Strategic Trade Policy and the New International Economics*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Krugman, P. (1987a), "Increasing Returns and the Theory of International Trade", reimpreso en Krugman (1990).
- Krugman, P. (1987b), "The Narrow Moving Band, The Dutch Disease, and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher: Notes on Trade in the Presence of Dynamic Scale Economies", *Journal of Development Economics*, vol. 27.
- Krugman, P. (1988), "La nueva teoría del comercio internacional y los países menos desarrollados", *El Trimestre Económico*, N° 217, enero-marzo.
- Krugman, P. (1990), *The Age of Diminished Expectations*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Krugman, P. (1998), "What Happened in Asia?", mimeo, MIT.
- Labán, R. y F. Larraín (1997), "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, N° 3.
- Larraín, F. y A. Velasco (1990), "Can Swaps Solve the Debt Crisis? Lessons from the Chilean Experience", *Princeton Studies in International Finance*, 69, Princeton University.
- Larraín, F., R. Labán y R. Chumacero (1997), "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", *Faculty Research Working Paper Series*, N° R97-18, John F. Kennedy School of Government, Harvard University, abril.
- Lessard, D. (1991), "The International Efficiency of World Capital Markets", en H. Siebert (comp.), *Capital Flows in the World Economy: Symposium 1990*, J.C.B. Mohr, Tubinga.

- Lessard, D. y J. Williamson (1987), *Capital Flight*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Lustig, N. (1997), "Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995", *Revista de la CEPAL*, N° 61, Santiago, abril.
- Marcel, M. y P. Meller (1986), "Empalme de las cuentas nacionales de Chile, 1960-85", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, Santiago, diciembre.
- Marcel, M. y A. Solimano (1994), "The Distribution of Income and Economic Adjustment", en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Marfán, M. (1992), "Reestimación del PGB potencial en Chile: implicancias para el crecimiento", *Cuadernos de Economía*, N° 29, Santiago, agosto.
- Martin, P. (1997), "Conferencia de prensa", Reunión de Ministros de Finanzas de las Américas, Santiago, reproducido en *El Mercurio*, diciembre 4.
- Massad, C. y R. Zahler (1988) (eds.), *Deuda interna y estabilidad financiera*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- Mathieson, D. y L. Rojas-Suárez (1993), "Liberalization of the Capital Account", *Occasional Papers*, N° 103, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., marzo.
- McKinnon, R. (1973), *Money and Capital*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- McKinnon, R. (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Meller, P. (1991), "Adjustment and Social Costs in Chile during the 1980s", *World Development*, vol. XIX, N° 11.
- Meller, P. (1994), "The Chilean Trade Liberalization and Export Expansion Process 1974-90", en G.K. Helleiner (ed.), *Trade Policy and Industrialization in Turbulent Times*, Routledge, Londres.
- Mishkin, F.S. (1991), "Assymetric Information and Financial Crises: An Historical Perspective", en R.G. Hubbard (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, Chicago.

- Morley, S. (1995), *Poverty and Inequality in Latin America*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Nowzad, B. et al (1981), "External Indebtedness of Developing Countries", *Occasional Paper* N° 3, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Ocampo, J. A. (1991), "Las nuevas teorías del comercio internacional y los países en vías de desarrollo", *Pensamiento Iberoamericano*, N° 20, julio-diciembre.
- Ocampo, J. A. (1993), "Economía y economía política de la reforma comercial colombiana", *Serie Reformas de Política Pública* N° 1, CEPAL, Santiago, abril.
- Ocampo, J. A. (1998), "Más allá del Consenso de Washington: una visión desde la CEPAL", *Revista de la CEPAL*, N° 66, Santiago, diciembre.
- Ocampo, J. A. y L. Villar (1992), "Trayectoria y vicisitudes de la apertura económica colombiana", *Pensamiento Iberoamericano*, N° 21, Madrid, enero-junio.
- Ocampo, J. A. y C. Tovar (1998), "Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia, 1990-96", en Ffrench-Davis y Reisen (1997).
- OCDE (1997), *Towards a New Global Age: Challenges and Opportunities*, París.
- O'Donnell, G. (1985), "Deuda externa: ¿por qué nuestros gobiernos no hacen lo obvio?", *Revista de la CEPAL*, N° 27, Santiago, diciembre.
- Park, Y.Ch. y W.A. Park (1993), "Capital Movement, Real Asset Speculation, and Macroeconomic Adjustment in Korea", en H. Reisen y B. Fischer (eds.), *Financial Opening*, OCDE, París.
- Perry, G. y D. Lederman (1998), "Financial Vulnerability, Spillover Effects and Contagion: Lessons from the Asian Crises for Latin America", *World Bank Latin American and Caribbean Studies Viewpoints*, The World Bank, Washington, D.C.
- Pindyck, R. (1991), "Irreversibility, Uncertainty and Investment", *Journal of Economic Literature*, 29, vol. 3.
- Pinto, A. (1970), "Naturaleza e implicaciones de la heterogeneidad estructural", *El Trimestre Económico*, N° 145, enero-marzo.
- Prebisch, R. (1963), *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.

- Prebisch, R. (1977), "En torno a las ideas de la CEPAL: problemas de la industrialización en la América Latina", en Ffrench-Davis (1981).
- Ramos, J. (1984), "Estabilización y liberalización económica en el Cono Sur", *Estudios e Informes de la CEPAL*, N° 38, Santiago.
- Ramos, J. (1986), *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-83*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Ramos, J. (1993), "Macroeconomic Equilibria and Development", en Sunkel (1993).
- Reisen, H. (1993), "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria", *Revista de la CEPAL*, N° 51, Santiago, diciembre.
- Reisen, H. (1994), *Debt, Deficits and Exchange Rates*, OECD Development Centre/Edward Elgar, Hants, Inglaterra.
- Reisen, H. (1997), "The Limits of Foreign Savings", en R. Hausmann y H. Reisen (eds.), *Promoting Savings in Latin America*, Centro de Desarrollo de la OCDE, París.
- Robichek, W. (1981), "Some Reflections about External Public Debt Management", *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile, Santiago.
- Rodríguez, O. (1980), *La teoría del subdesarrollo de la CEPAL*, Siglo XXI, México, D.F.
- Rodrik, D. (1992), "Conceptual Issues in the Design of Trade Policy for Industrialization", *World Development*, vol. 20, N° 3, junio.
- Rodrik, D. (1998), "Who Needs Capital Account Convertibility?", en P. Kenen (ed.), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, *Princeton Essays in International Finance*, N° 207.
- Rojas-Suárez, L. y S. Weisbrod (1996), "Building Stability in Latin American Financial Markets", en R. Hausmann y H. Reisen (eds.), *Securing Stability and Growth in Latin America*, OCDE, París.
- Ros, J. (1993), "La reforma del régimen comercial en México durante los años ochenta: sus efectos económicos y dimensiones políticas", en *Reformas de Política Pública*, N° 4, CEPAL, Santiago, abril.
- Ros, J. (1995), "La crisis mexicana y la reforma de la política macroeconómica", *Pensamiento Iberoamericano*, N° 27, enero-junio.

- Rosenstein-Rodan, P. (1943), "Problems of Industrialization of Eastern and South-Eastern Europe", *Economic Journal*, junio-septiembre.
- Sachs, J. (1987), "Trade and Exchange-rate Policies in Growth-oriented Adjustment Programs", en V. Corbo, M. Goldstein y M. Khan, (eds.), *Growth-oriented Adjustment Programs*, FMI y Banco Mundial, Washington, D.C.
- Sachs, J. y S. Radelet (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", mimeo, Harvard Institute for International Development, Cambridge, Mass.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996a), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Working Paper Series*, N° 5576, NBER, Cambridge, mayo.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996b), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", *Working Paper Series*, N° 5563, NBER, Cambridge, mayo.
- Salazar, J. M. (1991), "El papel del Estado y del mercado en el desarrollo económico", en Sunkel (1991).
- Sarmiento, E. (1985), "Las fallas del mercado de capitales", *Revista de la CEPAL*, N° 27, Santiago, diciembre.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Servén y A. Solimano (1996), "Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies", *The World Bank Research Observer*, vol. 11, N°. 1, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Servén L. y A. Solimano (1993), "Economic Adjustment and Investment Performance in Developing Countries: The Experience of the 1980's", en L. Servén y A. Solimano (eds.), *Striving for Growth after Adjustment. The Role of Capital Formation*, Banco Mundial, Washington D.C.
- Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nueva York.
- Skiles, M. (1988), "Latin America International Loan Defaults in the 1930s: Lessons for the 1980s?", *Research Paper* N° 8812, Federal Reserve Bank of New York, Nueva York, abril.
- Stewart, F. (1998), "John Williamson y la revisión del Consenso de Washington", en L. Emmerij (ed.), *El desarrollo económico y social en los umbrales del siglo XXI*, BID, Washington, D.C.

- Stiglitz, J. (1994), "The Role of the State in Financial Markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, vol. 2, Banco Mundial, Washington, D.C., mayo.
- Stiglitz, J. (1998a), "More instruments and broader goals: moving toward the post-Washington Consensus", The 1998 WIDER Annual Lecture, Helsinki, enero.
- Stiglitz, J. (1998b), "The Role of the Financial System in Development", documento presentado en la Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean (LAC ABCDE), San Salvador, El Salvador, junio 29, 1998.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol.71, junio.
- Summers, L. M. (1988), "Tax Policy and International Competitiveness", en J. Frankel (ed.), *International Aspects of Fiscal Policies*, University of Chicago Press, Chicago.
- Sunkel, O. (1973), "Transnational Capitalism and National Disintegration in Latin America", en *Social and Economic Studies*, 22, University of West Indies, Jamaica, marzo.
- Sunkel, O. (1991) (ed.), *El desarrollo desde dentro: un enfoque neoestructuralista para la América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Sunkel, O. y P. Paz (1970), *El subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*, Siglo XXI, México, D.F.
- Ten Kate, A. (1998), "The Response of Manufacturing Exports to Import Liberalization in Mexico: Is There a Second Wave?", en M. J. Lord (ed.), *The Handbook of Latin American Trade in Manufactures*, Edward Elgar, Cheltenham y Northampton.
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Policy Reform", *Eastern Economic Journal*, 4.
- Tobin, J. (1984), "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review*, N° 153, julio.
- Turner, Ph. (1995), "Capital Flows in Latin America: A New Phase?", Bank for International Settlements (BIS), Basilea.
- Tussie, D. (1988), "La coordinación de los deudores latinoamericanos: ¿cuál es la lógica de su accionar?", en S. Griffith-Jones (ed.), *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina*, Fondo Cultura Económica, México, D.F.

- Urrutia, M. (1996), "La cuenta de capital durante un proceso de liberalización económica", *Estudios Monetarios XII*, Banco Central de Chile, Santiago, junio.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Velasco, A. (1994), "The State and Economic Policy: Chile 1952-92", en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Wade, R. (1990a), "Industrial Policy in East Asia: Does it Lead or Follow the Market?", en G. Gereffi y D. Wyman (eds.), *Manufacturing Miracles - Paths of Industrialization in Latin America and East Asia*, Princeton University Press, Princeton, N. J.
- Wade, R. (1990b), *Governing the Market - Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialization*, Princeton University Press, Princeton, N. J.
- Werneck, R. (1988) (ed.), *Ahorro e inversión en Latinoamérica*, CIID/IDRC, noviembre.
- Westphal, L.E. (1992), "La política industrial en una economía impulsada por las exportaciones: lecciones de la experiencia de Corea del Sur", *Pensamiento Iberoamericano*, N° 21, Madrid, enero-junio.
- Williamson, J. (1981) (ed.), *The Crawling-peg: Past Performance and Future Prospects*, Macmillan, Londres, introductory survey.
- Williamson, J. (1983), "Problemas y escenarios de los mercados internacionales de capitales y la deuda externa", en Ffrench-Davis (1983).
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, N° 2, Universidad de Chile, Santiago.
- Williamson, J. (1996), *The Crawling Band as an Exchange-Rate Regime: Lessons from Israel, Chile and Colombia*, Instituto de Estudios Económicos Internacionales, Washington, D.C.
- Williamson, J. (1998), "Revisión del Consenso de Washington", en L. Emmerij (ed.), *El desarrollo económico y social en los umbrales del siglo XXI*, BID, Washington, D.C.
- Wionczek, M.S. (1985) (ed.), *Politics and Economics of External Debt Crisis: The Latin American Experience*, Westview Press, Boulder.

-
- Winters, A. (1998), "Assessing Regional Integration Arrangements", International Trade Division, The World Bank, Washington, D.C.
- Wyplosz, Ch. (1998), "International Financial Instability", Graduate Institute of International Studies, Geneva and CEPR, London, July.
- Zahler, R. (1988), "Estrategias financieras latinoamericanas: la experiencia del Cono Sur", *Colección Estudios CIEPLAN* 23, Santiago, marzo.
- Zahler, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de la CEPAL*, N° 48, Santiago, diciembre.
- Zahler, R. (1998), "El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa", *Revista de la CEPAL*, N° 64, abril.

Índice Temático

.....

Alemania, 38, 55, 97, 118

Argentina

ajuste de la demanda agregada, 98, 100, 134

Baker, Plan, 92

Brady, Plan, 93

crisis de la deuda, 79, 86, 91, 97

crisis mexicana (Tequila), 15, 20, 21, 192, 196, 197, 198

cuenta corriente, 84, 194

efecto desplazamiento del ahorro, 32

flujos de capitales, 38, 113, 114, 115, 136, 184, 191

inversión, 32

PIB, 189, 198, 202

reformas

comercial, 45, 50, 52, 179, 181

financiera, 16

shocks externos, 10

tasas de interés, 38

tipo de cambio, 70, 124, 127, 137, 143, 195

vulnerabilidad, 195, 198

Bahamas, 177

balance comercial, 90, 171

déficit, 24, 135, 136, 169

superávit, 34, 85, 90, 107, 122, 136, 169

Barbados, 177

Belice, 177

Bolivia, 45, 50, 52, 94, 97, 181

bolsas de comercio, 115, 117, 121, 170, 184, 196, 197, 198-9, 202

Brasil

ajuste de la demanda agregada, 98, 100, 197

Baker, Plan, 92

Brady, Plan, 93-4, 102

crisis de la deuda, 17, 79, 83, 86, 91, 96, 97, 102

crisis mexicana (Tequila), 196, 197

cuenta corriente, 194

efecto desplazamiento del ahorro, 32

flujos de capitales, 38, 115, 184

inversión, 32

PIB, 189

reformas

comercial, 32, 41, 45-6, 52, 68, 72, 179, 181

financiera, 31-2, 38, 83n

tipo de cambio, 31, 36n, 195

Canadá, 55, 118, 190n, 204

capital (es)

bienes de, 37, 58, 64, 66, 84, 98-9, 126, 186

cuenta de, 48, 71, 84, 106-12, 128, 130, 149, 164, 168, 172

liberalización: 15, 18, 51, 53, 178, 199, 202-3

deuda-, coeficiente, 86, 97

eficiencia del, 56

financiero, 94

flujos de, 9-10, 12, 15, 18, 21, 24, 29, 36-9, 42, 53, 55, 59, 63, 71, 75-6, 78-9,
101-2, 104-31, 114, 134-7, 135, 145-9, 160-5, 178, 183-8, 198

regulación: 20, 32, 84, 104, 128-9, 204

formación de, 10-2, 14, 16, 18, 20, 23-44, 46, 56, 84, 98-100, 101, 121, 123,
130-2, 138-42, 146-9, 157-9, 161, 165-7, 191

fuga de, 32, 36, 43, 59, 77, 82, 84-5, 98, 100, 116

ganancias de, 13, 71, 170

humano, 9, 12, 14, 139, 148, 166

mercados de, 13, 15-6, 19, 26, 29, 33, 35, 37-8, 40, 44, 47-48, 51, 53, 64, 66,
71-5, 82, 102-3, 106-8, 112, 127-8, 130, 141, 152-3, 170-1, 187,
202-4

mercados internacionales de, 104-5, 183, 190

repatriación de, 78, 102-3

Chile

ajuste de la demanda agregada, 35, 98, 147, 160, 166

balanza de pagos, 31, 54

crisis de la deuda, 17, 79, 86, 91, 92, 96, 97, 100, 153-4, 187

crisis mexicana (Tequila), 21, 197

cuenta corriente, 194

desempeño macroeconómico, 150-72

efecto desplazamiento del ahorro, 32

encaje, 18, 38, 129, 147, 149, 162-4, 171, 187, 199

exportaciones, 56

flujos de capitales, 55, 84, 113, 114, 122, 136, 141, 184, 193

importaciones, 56

inversión, 32, 122, 136

PIB, 189, 199

reformas, 11, 19-20

comercial, 45-6, 50-1, 52, 53-7, 55, 68, 69, 72, 179, 181, 186

financiera, 16, 31, 53, 184

- shocks externos, 145
- tasa de interés, 15, 38, 53-4, 56-7, 153, 154, 160, 166
- tipo de cambio, 31, 53-5, 55, 70, 56-7, 124, 143, 152-3, 160, 185, 198-9, 195
- vulnerabilidad, 198-200
- Colombia
 - crisis de la deuda, 17, 79, 83, 96, 97
 - cuenta corriente, 194, 203
 - flujos de capitales, 184, 197, 203
 - regulación: 18
 - PIB, 189
 - reformas
 - comercial, 32, 41, 45, 51, 52, 69, 72, 149, 178-9, 181
 - financiera, 32, 38, 83
 - shocks externos, 145
 - tipo de cambio, 31, 36n, 38, 195
- comercio
 - de activos financieros, 108-9
 - acuerdos, 50, 62, 73, 173, 178-9, 204
 - creación, 173
 - créditos de, 112
 - desviación, 173
 - exterior, 27, 163
 - liberalización, *véase comerciales, reformas*
 - libre-, 27n
 - mundial, 21, 104, 169, 190, 197
 - políticas, 14, 17, 29, 32, 35n, 36, 40-2, 54, 62-5(Asia), 66, 73, 142, 173
 - recíproco, 20, 48, 173-82
 - reformas, 11-2, 15, 16, 26, 50-62, 52, 60, 65, 67f, 110-1, 133, 137, 141, 152, 173, 198-9, 204
 - y shocks externos, 99, *véase también términos del intercambio*
 - sistema pre-reforma, 66
- Consenso de Washington, 11
- contagio
 - crisis asiática, 201
 - crisis de la deuda, 86-9, 196
 - crisis mexicana (Tequila), 2, 192, 196-8, 202
- Corea, República de, 38, 41, 46, 55, 62-5, 68, 175, 200-1
- Costa Rica
 - comercio, 46, 50, 52, 69, 72, 179, 181
 - crisis de la deuda, 79, 91, 94, 97
 - flujos de capital, 198
- Cuba, 91, 95

demanda

- agregada, 11, 15-7, 29-30, 34-5, 37, 41, 54, 102, 121-6, 129, 131, 133, 136-45, 149, 152, 160, 162, 164, 169, 184, 187, 195, 201, 204
- efectiva, 9, 19-20, 29-30, 33-4, 100, 139, 141, 144, 204
- de exportaciones, 74, 180, 200
- flujos de capital, 18, 105, 192
- frontera productiva, 41, 133, 135-45, 149, 169, 184, 204
- mercado de capitales, 110, 138, 184, 190
- políticas reductoras de, 23, 29, 33, 89, 98, 141
- de préstamos, 86

demandas sociales, 156, 157-60, 165, 172

Ecuador, 91, 94, 97, 98, 178, 179, 181

encaje (Chile), 18, 38, 129, 147, 149, 162-4, 171, 187, 199

España, 55, 128

Estados Unidos

- bancos, 86, 94, 97
- crisis de la deuda, 18, 86, 95, 95n
- dólar, 21, 197
- flujos de capitales, 115-6, 117
- inflación, 85
- información, 119
- inversionistas, 78, 118, 119n
- paquete financiero, 197
- política comercial, 47n
- recesión interna, 190
- tasas de interés, 115, 120, 164, 184, 190n

frontera productiva, 10, 19, 41-2, 66-7, 139-41, 141-6

América Latina, 31, 33, 133-6, 137-8, 148-9, 182, 184, 202, 204

Chile, 20, 147, 169

globalización, 20, 103-4, 116, 128, 176, 190

Guatemala, 179, 181

Guyana, 94, 177

Haití, 88, 177

histéresis, 14, 143

Honduras, 91, 94, 97, 181

Indonesia, 46, 62, 200-1

inestabilidad, véase volatilidad

inversión

- América Latina, 10, 16-18, 21, 23, 30-3, 32, 46, 76, 77, 81, 95, 98-100, 101, 103, 105, 120, 134-8, 139, 141, 146-7, 181-5, 188-9, 198

Argentina, 124, 192
Asia, 64-5, 175, 200-1
calidad de la, 15, 107, 184, 186
en capital físico, 14, 24, 26, 29, 66, 75, 106-9, 110-1, 129, 132, 134, 157
en capital humano, 9, 14, 20, 40, 134, 149, 157, 159
Chile, 56-7, 122, 126, 147, 150-6, 160-1, 163-70, 168, 169, 198-200
especulativa, 15
Estados Unidos, 184
en el exterior, 112, 125-6, 164
extranjera, 25-6, 59, 69, 75, 78, 102, 118, 130, 162
extranjera directa, 56, 138, 145, 176
financiera, 50, 55, 61, 115-7, 121, 127, 170, 196
irreversible, 19, 167, 179
de Largo Plazo, 26, 29, 191
México, 59-62, 191-6
productiva, 10, 15, 19, 21, 34-44, 50, 83, 103, 123, 127, 139-41,
143, 146-9, 159, 172, 175-83, 202-4
pública, 25
Irlanda, 128

Jamaica, 89, 94, 97, 177
Japón, 38, 55, 68, 86, 93, 116, 118, 175

Malasia, 46, 62, 200-1
México
ajuste de la demanda agregada, 98, 134, 196
Baker, Plan, 92
Brady, Plan, 93
crisis de la deuda, 79, 86, 89, 90, 91, 96, 97, 100
crisis mexicana (Tequila), 15, 21, 105, 146, 188-204
contagio: 192, 196-8
cuenta corriente, 31, 193, 194, 195
exportaciones, 60-2, 61
flujos de capitales, 38, 113, 114, 115, 121, 136, 184, 190-2, 196-8, 197
inversión, 32, 34, 61
PIB, 60-2, 61, 136, 189, 196, 202
reformas
comercial, 45-6, 51, 52, 57-62, 60, 69, 178, 179, 181
financiera, 109
shocks externos, 10
tasas de interés, 122
tipo de cambio, 58, 60, 62, 127, 137, 143, 193-5, 195
vulnerabilidad, 189-90

Nicaragua, 94, 97

oferta

agregada, 29, 35, 132, 137, 139, 144-5

exportable, 56, 74

de importaciones, 30

de financiamiento, 80-1, 83-4

de flujos de capital, 18-9, 29, 105, 110-1, 113-21, 161, 171, 178, 188, 190-1

de inversión, 139

monetaria, 18, 105, 132, 143-4, 150n, 192-3, 197

Panamá, 91, 94, 97, 177

Paraguay, 179, 181, 198

Perú

ajuste de la demanda agregada, 100, 197-8

Brady, Plan, 93-4, 102

crisis de la deuda, 17, 79, 89, 91, 94-5, 97, 98

cuenta corriente, 194

flujos de capital, 136, 191, 197

PIB, 189, 197-8

reformas comerciales, 45, 52, 70, 181

tipo de cambio, 195

políticas

de ajuste, 10, 19, 24, 32, 35, 81, 89, 102, 134-41, 153

anti-inflacionarias, 19, 85, 131, 141-4

comerciales, 17, 32, 35n, 40-2, 46-8, 53-7, 57-62, 62-5, 142, 173-82

expansivas, 102, 153-4

financieras, 32, 85-6, 92

fiscales, 150, 161, 165-6

sobre flujos de capital, 18, 21, 104-31, 163-4, 171, 188-204

de intervención esterilizada, 124-5

de intervención no esterilizada, 125-7

macroeconómicas para el crecimiento, 131-49

monetarias, 85, 111, 120, 124-6, 129, 148, 150, 160-5, 194, 199-200, 204

neutrales, 27

preventivas, 18, 21

públicas, 27, 74-5, 127, 133, 139, 142, 157-8

reassignadoras, 18, 23-4, 29-30, 33, 35, 89, 98, 140

reductoras de demanda, 23-4, 29, 33, 35, 85, 89, 98, 140

selectivas, 27, 29-30, 71-3, 140-1

tasas de interés, 38-40, 57

tipo de cambio, 20, 29, 31, 35n, 36-8, 40n, 57, 70-1, 126, 146, 150, 153, 163, 186, 198, 203

Portugal, 128

precios macroeconómicos, *véanse tasas de interés, términos de intercambio, tipo de cambio*

Reino Unido, 55, 116-7, 118

República Dominicana, 79, 88, 91, 94, 97, 177

Tailandia, 46, 62, 200-1

Taiwan, 41, 46, 62-5, 68, 175, 200-1

tasas de interés, *véase también política monetaria*

América Latina, 83, 84-5

arbitraje, 163

Asia, 64

bonos, 121

Chile, 53-4, 56-7, 153, 154, 160, 166

crisis de la deuda, 29, 77, 81-2, 85-6, 93-4

crisis financieras, 87-8, 119

diferenciales, 125, 164, 184-5, 186

Estados Unidos, 115, 120, 164, 184, 190

fluctuaciones, 161-3

flujos de capital, 102, 115, 128

internacionales, 33, 71, 78, 84-5, 90, 138, 145, 154, 162, 165, 171, 178

e inversión, 32, 148, 157

paridad, 38

políticas selectivas, 73

y reformas, 11-2, 17

comerciales, 56

financieras, 31, 38-40, 50, 71, 105, 141, 148

shocks externos, 197

y sistema tributario, 125

términos de intercambio, *véase también comercio, shocks externos*

deterioro, 23, 26, 33, 35, 85, 98-9, 122, 142, 153, 164, 185, 197, 202

fluctuaciones, 26, 36-7, 70, 75, 81-2, 101, 136, 135, 145, 152, 168-9

mejoría, 21, 138, 154, 197

tipo de cambio

América Latina, 52, 114, 185, 191, 195

anclas, 53, 124

apreciación, 15, 17, 20-1, 29, 50, 69, 84, 110-1, 122-4, 136-7,

172, 175-8, 187, 189, 193-6, 204, 216n

Asia, 62-3, 201-2

atraso, 136

bandas, 193, 163, 203

Chile, 31, 53-5, 55, 70, 56-7, 124, 143, 152-3, 160, 185, 198-9

- competitivo, 149
- crisis de la deuda, 20-1, 29, 84
- depreciación, 51, 65-6
- efectos de las reformas en, 11, 54-5, 204
- y flujos de capital, 18, 36-8, 43, 102, 105, 110-1, 122-3, 128-30, 141, 185, 189, 191
- e inestabilidad, 202-3
- e inflación, 127, 133, 143-4, 172
- y mercados financieros, 105, 111, 121
- México, 58, 60, 62, 191-2
- minidevaluaciones, 54, 203
- políticas, 20, 29, 31, 35n, 36n, 124, 140, 143, 148, 153, 160, 163-4, 186, 194n
- reforma comercial, 51, 69, 70-1, 75, 175-8
- regulación, 14, 125-6, 129-30, 187, 190
- shocks externos, 145
- y sistema tributario, 125
- sobrerreacción , 185
- Trinidad y Tobago, 177
- Turquía, 89

- Uruguay
 - Baker, Plan, 92
 - Brady, Plan, 93-4
 - crisis de la deuda, 79, 84, 91, 96, 97, 100
 - flujos de capitales, 198
 - Ronda de, 68
 - tasas de interés, 38

- Venezuela
 - Baker, Plan, 92
 - Brady, Plan, 93-4
 - comercio, 31n, 45, 52, 178, 181
 - crisis de la deuda, 79, 86, 91, 96, 97, 100
 - cuenta corriente, 194
 - flujos de capitales, 136, 184, 195, 198
- Volatilidad,
 - de flujos de capitales, 21, 55, 109, 112, 115, 120, 129, 145, 164, 172, 189-92
 - de mercados financieros, 120-1, 171, 198
 - de pasivos externos, 18, 21, 86, 193
 - de la tasa de interés, 161
 - del tipo de cambio, 120, 161