

De México a México:

El desempeño de América
Latina en los noventa

Mario Damill

José María Fanelli

Roberto Frenkel

Desarrollo Económico-
Número Especial-
Vol. 36

Buenos Aires-
1995

Este material se utiliza con fines
exclusivamente didácticos

DE MÉXICO A MÉXICO: EL DESEMPEÑO DE AMÉRICA LATINA EN LOS NOVENTA

MARIO DAMILL,
JOSÉ MARÍA FANELLI
y ROBERTO FRENKEL*

1. Introducción. Los primeros años '90 y la crisis mexicana¹

El objetivo principal de este trabajo es la evaluación del desempeño de las economías latinoamericanas en los años '90, hasta la crisis de México de diciembre de 1994. El análisis se enfocará en dos cuestiones. En primer lugar, en el problema de la sustentabilidad de las tendencias macroeconómicas observadas a comienzos de la presente década. En segundo término, se analizarán algunas características de largo plazo implícitas en el desempeño reciente en materia de crecimiento.

La primera de las cuestiones indicadas se refiere principalmente a la mayor o menor fragilidad de los equilibrios macroeconómicos; alcanzados por las distintas economías de la región. La sustentabilidad externa, en particular, puede evaluarse examinando las vías seguidas por los países para "cerrar" la brecha externa y juzgando la vulnerabilidad de estos cierres frente a cambios en las condiciones internacionales y en factores domésticos. En este plano la atención se concentrará en los flujos de capitales, por la singular importancia que tuvieron en el período y por su probada volatilidad.

La segunda cuestión es más compleja. Se trata de indagar en qué medida las tasas de crecimiento positivas que la mayor parte de los países de América Latina han venido experimentando en los últimos años pueden interpretarse como evidencia de un proceso sostenido de desarrollo, ya sea iniciado muy recientemente (como en el caso de la Argentina), o algo más tempranamente, como en las experiencias de Chile y Colombia, naciones cuyas economías crecen en forma estable desde mediados de los '80. Al analizar las características de largo plazo del patrón observado de crecimiento se examina el comportamiento de la inversión y del ahorro, las principales tendencias del comercio exterior, de la productividad y de los precios relativos.

Es posible hablar de un desempeño "regional" puesto que las tendencias observadas en los distintos casos individuales presentan semejanzas en aspectos significativos: son de gran gravitación, además, las influencias externas comunes. Sin embargo, las economías latinoamericanas difieren en diversos rasgos de importancia para caracterizar tanto la sustentabilidad cuanto los aspectos de largo plazo del desempeño reciente. Con el fin de ilustrar tal diversidad, en el trabajo se enfocan las experiencias de cinco países de la región que permiten configurar, puede argumentarse, tres "casos estilizados": Argentina y México, por una parte, Chile y Colombia, por otra, y el Brasil. Estos países conforman, por otro lado, una muestra significativa de la región, dado el tamaño de sus economías y su peso en la población regional total.

Desde el comienzo de los años '90 América Latina mostró nítidos indicadores de recuperación de la crisis sufrida en los '80. Las tasas de inflación declinaron marcadamente y se recuperaron tasas positivas de crecimiento. Hasta mediados de 1994 esta caracterización regional tenía al Brasil como principal excepción. Pero el Plan Real de estabilización, lanzado en julio de ese año, puso a esa economía en sintonía con las del resto de los países mayores del área, tanto en materia de inflación cuanto en lo que hace al nivel de actividad.

Paradójicamente, pocos meses después da que la macroeconomía del Brasil se alinea con la de sus vecinos, algunos de ellos volvieron a mostrar inestabilidad y la necesidad de una nueva ronda de ajuste externo. Hay, sin embargo, una diferencia sustancial entre la inestabilidad que presentaba el Brasil hasta el lanzamiento del Real y la renovada inestabilidad de México. Mientras que la primera podría verse como un rasgo supérstite de los '80 aún a la espera de solución, la crisis de México constituye la reaparición de la inestabilidad y la incertidumbre en un país que, se suponía, había dejado estos rasgos atrás. Por tal razón, la crisis mexicana está seguramente llamada a tener consecuencias perdurables en toda la región.

México lideró, en efecto, el proceso regional de estabilización y reforma estructural y tuvo también un papel de liderazgo en la formación de expectativas de los inversores internacionales con respecto a

* Centro de Estudios de Estado y Sociedad. [CEDES / S. de Bustamante 27 / 1173 Buenos Aires / Argentina / 861-4568 y 881-5204 / Fax: (541) 0805.]

¹ El análisis presentado en esta sección es basa en parte en: Frenkel (1995); Damill, Fanelli y Frenkel (1994), y Damil, Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1993).

América Latina en conjunto. Su evolución en los '90 era considerada un proceso estable de desarrollo con creciente integración comercial y financiera internacional, en particular con los Estados Unidos. El caso mexicano era percibido como la vanguardia de procesos de semejante naturaleza en otros países. Así, la atracción ejercida por México tuvo un efecto de arrastre positivo sobre las corrientes de capital hacia la región. Precisamente por su centralidad, la crisis del caso ejemplar mostró de manera abrupta que los procesos de modernización en curso no eran inmunes al resurgimiento de la inestabilidad. La sorpresa otorgó renovada prioridad a los análisis más cuidadosos de riesgo país. En un aspecto ese cambio es positivo, pues las nuevas decisiones de inversión prestarán probablemente más atención a los fundamentos y serán menos proclives a los movimientos de manada: pero parece claro que se perdió el efecto de arrastre que caracterizó el boom regional de los primeros años '90. En este sentido, la crisis mexicana es un hito que marca el fin de un período para toda la región latinoamericana -los primeros años '90- cuyo momento inicial puedo ubicarse en 1990, cuando México, precisamente, firmara el primer plan Brady de reestructuración de la deuda externa.

La masiva ayuda financiera oficial y multilateral suministrada recientemente a México y a la Argentina consiguió evitar la discontinuidad de los pagos externos y la configuración de un escenario semejante al de fines de 1982. A diferencia de lo que sucediera en aquella ocasión, el mercado financiero continuó esta vez abierto para los países de América Latina. De cualquier modo, y aunque es difícil predecir las características que tendrá la fase que acaba de iniciarse, cabe conjeturar que los futuros ingresos de capitales no se asemejarán a los de inicios de los años '90, en tipo y magnitud, puesto que la crisis mexicana produjo un cambio permanente en los juicios que afectan las decisiones de inversión.

2. El desempeño macroeconómico de los '90 y las condiciones financieras internacionales

Algunos de los esfuerzos de estabilización desarrollados en los años '80 en América Latina estaban bien fundados y mostraron resultados satisfactorios por algún tiempo. Pero la mayor parte de ellos se frustró por la incapacidad de la política económica de preservar los equilibrios macroeconómicos básicos, externo y fiscal. Así, shocks desestabilizadores provenientes de los desequilibrios fiscal y externo fueron las principales fuentes de la recurrente inestabilidad evidenciada en la mayor parte de los casos.²

En este plano, la caracterización de la situación regional fue, en líneas generales, la opuesta en los años '90: casi todos los países lograron cerrar -hasta 1994, al menos- las brechas externa y fiscales³. Por detrás de los indicadores regionales que muestran menor inflación y mayor tasa de crecimiento subyace esta sobresaliente diferencia entre los dos períodos.

Un factor explicativo de primer orden de tal diferencia reside en el cambio en las condiciones financieras internacionales y en su gravitación sobre la evolución del sector externo. Mientras que en los años '80 los países de la región se enfrentaban a mercados financieros racionados y experimentaban salidas de capital, en los '90 se redujeron notoriamente las tasas de interés, hubo nuevamente acceso al financiamiento voluntario y se produjo un ingreso masivo de fondos del exterior.

Con el alivio de la restricción externa, el desempeño macroeconómico regional mejoró porque muchos de los mecanismos que hablan alimentado la inestabilidad en los '80 pudieron ser desactivados. En primer lugar, la disponibilidad de financiamiento externo permitió la expansión de la absorción doméstica. Por otro lado, la reversión de los flujos de capital fue de tal magnitud que muchos países experimentaron exceso de oferta de moneda extranjera pese el rápido crecimiento de los déficit en las transacciones corrientes con el resto del mundo. Así, se observó una tendencia generalizada a la acumulación de reservas y a la apreciación de los tipos de cambio.

La expansión de la actividad y la apreciación cambiaria gravitaron favorablemente sobre la estabilidad. La apreciación contribuyó de manera significativa al descenso de las tasas de inflación. También aportó a la mejora de las cuentas fiscales al reducir el valor real del flujo de intereses sobre la deuda externa. Al mismo tiempo los ingresos tributarios tendían a mejorar con el aumento de los niveles de actividad y ventas. Las menores tasas de inflación contribuían asimismo a incrementar la recaudación, por la vía directa de aumentar el valor real de los impuestos cobrados y también indirectamente, facilitando la aplicación de reformas tributarios y administrativas con mayor eficacia que en el pasado. Adicionalmente, en algunos países el equilibrio fiscal fue facilitado por la realización de privatizaciones masivas financiadas en parte con ingresos de capital del exterior.

² Cf. Damill, Fanelli y Frenkel (1994).

³ Esta caracterización sólo es válida hasta la crisis mexicana de diciembre de 1994, pero aquí se pretende enfatizar las diferencias entre los años '80 y los tempranos '90.

La sucinta descripción de la evolución regional global presentada hasta aquí identifica a los cambios en el escenario financiero internacional como el principal factor de diferenciación de los primeros '90 en relación con los '80. Por cierto que el énfasis que se coloca en los flujos de capital y en la evolución del sector externo no significa que no se consideren relevantes los efectos positivos que han tenido algunas reformas estructurales. Tampoco son menores los esfuerzos desplegados para mejorar la eficiencia del gasto público y de los regímenes tributarios. Pero parece claro que muchas de las reformas podrían no haberse desarrollado y muchos de los logros en eficiencia podrían no haberse concretado en un ambiente semejante al de los '80, con racionamiento financiero y la obligación de efectuar pesadas transferencias al resto del mundo.

La inflación y el crecimiento

Esta descripción sintética del desempeño macroeconómico en los '90 puede ser ilustrada, para América Latina en conjunto y para cada uno de los países seleccionados, con las cifras incluidas en el cuadro 1. Se presenta allí desagregada la información, referida a 1994, a fin de subrayar los cambios más recientes. Las primeras columnas del cuadro sintetizan el comportamiento del crecimiento y la inflación.

La tasa media de crecimiento regional fue de 3,3 % en 1991-93 y algo mayor en 1994. México creció 3 % en 1991 y 1992, aproximadamente cero en 1993 y nuevamente 3 % en 1994. El PBI de Argentina aumentó casi 9 % al año en 1991-92, saliendo de una recesión profunda en 1989-90. El crecimiento del producto fue inducido por una abrupta expansión de la demanda que siguió a la aplicación del Plan de Convertibilidad -el programa de estabilización iniciado en abril de 1991. El PSI creció un 6,5 % en 1994, pero el sector industrial comenzaba ya a mostrar signos del agotamiento del efecto del shock de demanda. El crecimiento de Chile fue rápido en 1991-93 y desaceleró en 1994, en este caso debido a políticas dirigidas a "enfriar" la expansión de la absorción. La tasa de crecimiento declinó transitoriamente en Colombia en 1991 para volver luego a mantenerse estable en los años siguientes, algo por sobre el 3 % anual. Por último, Brasil inició a mediados de 1993 una recuperación de la recesión que experimentaba desde 1990. En la segunda mitad de 1994, después de la aplicación del Plan Real, la demanda agregada mostró en ese país el mismo tipo de expansión abrupta que se había observado en la Argentina, bajo circunstancias, comparables, en 1991.

CUADRO 1
Indicadores macroeconómicos claves de los '90

	Crecimiento (1)		Inflación (2)		Entrada de capitales (3)		Déficit comercial (4)		Déficit cuenta corriente (5)	
	1991-93	1994	1991-93	1994	1991-93	1994	1991-91	1994	1991-93	1994
Colombia	3,3	5,0	24,3	23,0	1.853	3.075	-2.535	2.160	-1.055	3.020
Chile	7,3	4,5	14,5	8,9	7.729	3.145	-374	-605	3.513	645
México	2,4	3,0	13,1	6,9	75.005	10.500(b)	63.213	23.645	59.184	30.600(b)
Argentina	7,8	6,5	32,5	3,6	29.374	10.238	8.130	6.000	14.828	11.118
Brasil	1,5	4,5	1.089,7	950,0(a)	19.483	13.060	-39.897	-11.300	-4.186	3.060
América Latina y el Caribe	3,3	3,7			165.915	47.265	16.139	19.200	97.922	52.300

(1) - 1991- 1993: tasa de crecimiento promedio; 1994: estimada.

(2) - 1991.1993: tasa de inflación promedio, 1994: estimada. Precios al consumidor.

(3). (4) y (6): 1991- 1993: montos acumulados; 1994: estimado (millones de dólares).

(a) La tasa de inflación anual de Brasil desde julio de 1994 fue de 55 %.

(b) Esta información ha sido recientemente publicada por las autoridades de México y Argentina.

Fuente: Elaborado sobre la base de datos de CEPAL. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1993, y Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1994.*

En relación a la inflación el cuadro muestra desaceleración en todos los casos. En México y Argentina el proceso fue el resultado de planes de estabilización que tuvieron como instrumento principal la fijación del tipo de cambio nominal. En Chile, la tasa fue reduciéndose gradualmente desde un pico de 27,3 % en 1990. La desaceleración se asocia con la tendencia a la apreciación del tipo de cambio y con políticas

de manejo de la demanda. En Colombia, la tasa de inflación había fluctuado entre 20 % y 30 % por muchos años. Alcanzó un 32,4 % en 1990 y desde entonces ha venido reduciéndose de manera gradual, en un proceso también asociado con la tendencia a la apreciación cambiaria. Recientemente, a finales de 1994, se intentó un programa antiinflacionario de mayor alcance, con eje en un pacto social. Por último la inflación en Brasil se redujo drásticamente a partir de julio de 1994 con la aplicación del Plan Real.

Los ingresos de capital

El resto de la información incluida en el cuadro 1 describe los flujos de capital y la evolución agregada del sector externo. En 1991-93 los influjos netos de recursos financieros a la región sumaron alrededor de 166.000 millones de dólares, mientras que los déficit de cuenta corriente acumularon 98.000 millones, En todos los casos los ingresos netos de capital fueron superiores a los desequilibrios de cuenta corriente, dando lugar a la acumulación de reservas. Del mencionado ingreso neto regional total, 75.000 millones correspondieron a México, 29300 millones a Argentina, 19.500 millones a Brasil, y 7.700 millones a Chile. Estos cuatro países concentraron el 80 % del influjo regional total en 1991-93, y México por sí solo captó alrededor de 45 %. Fuera del grupo de países considerado, los ingresos de fondos fueron también significativos en Perú y Venezuela. El ingreso máximo anual se registró en 1993, cuando alcanzó a los 70.000 millones de dólares, de los cuales 29.500 millones correspondieron a México y 14.800 millones a la Argentina. Esos fueron también los ingresos anuales máximos en ambos casos.

Los tipos de cambio

Los cuadros 2 y 3 muestran la evolución del tipo de cambio real. La apreciación cambiaria fue, como puede verse, un fenómeno generalizado. Sin embargo, los países diferentes respecto a la magnitud del fenómeno. Para evaluar estas diferencias con una perspectiva de mayor plazo, la última columna de ambos cuadros registra los tipos de cambio de 1994 como proporciones del promedio 1986-90. México y Argentina evidencian la mayor apreciación. En México, donde el programa de estabilización data de fines de 1987, ya se había producido una apreciación significativa en 1988, en la primera fase del programa. El proceso continuó a menor ritmo hasta 1990 y se aceleró desde 1991. En Argentina, el tipo de cambio, fijado en 1991, ya había experimentado una apreciación real importante durante 1990. En cambio, Chile y Colombia entraron a los '90 con tipos de cambio relativamente depreciados y se ubican en 1994 en el otro lado del espectro de países. Chile apreció menos que el resto, mientras que en Colombia el proceso se aceleró en 1994. En Brasil hubo una apreciación importante en 1990, como consecuencia del intento de estabilización del Plan Collor; después de su fracaso, el tipo de cambio real fue devaluado continuamente hasta 1993. Posteriormente, en el segundo semestre de 1994, durante los primeros meses del Plan Real, el tipo de cambio se apreció alrededor de 30 % en términos reales.

La evolución diferencial de los tipos de cambio reales está asociado con las políticas macroeconómicas seguidas en el período. Por un lado, México y Argentina aplicaron políticas de estabilización que tuvieron la prefijación del tipo de cambio nominal como ingrediente crucial y mantuvieron una actitud más o menos pasiva frente a los ingresos masivos de capital. Estos son los países que sufrieron mayor apreciación. Por otro lado, Colombia, Chile y Brasil tuvieron políticas cambiarias, monetarias y fiscales que Incluyeron entre sus objetivos la defensa del tipo de cambio real (el último de los nombrados, sólo hasta mediados de 1994).

CUADRO 2 Tipo de cambio real (a)

País	Promedio 1986-1990						(Índices 1990=100)	
		1991	1992	1993	1994	1994/Promedio 1986-90		
Colombia	90,6	101,5	91,6	87,8	76,0	0,84		
Chile	105,0	97,9	90,9	91,4	88,2	0,84		
México	117,9	90,5	83,4	78,7	81,8	0,69		
Argentina	118,4	64,9	57,7	54,9	53,4	0,45		
Brasil	132,2	115,7	126,6	126,3	103,2	0,78		

(a) Moneda nacional por dólar. Ajustado por el índice de precios mayoristas de EE.UU. y deflacionados por el IPC. Fuentes: CEPAL e Instituto de Economía do Setor Publico (Brasil).

CUADRO 3**Tipo de cambio real efectivo de exportación (a)**

(Índices 1990 - 100)

País							1994/ 1986-90(%)
	1986-1990	1991	1992	1993	1994		
Colombia	87,5	101,0	89,5	83,3	76,3	87,2	
Chile	96,6	98,9	94,8	96,1	95,0	98,3	
México	115,8	91,1	83,8	78,8	80,3	69,3	
Argentina	119,1	83,3	77,5	74,4	76,3	64,1	
Brasil	133,8	118,5	126,5	111,3	96,2	71,9.	

(a) Moneda nacional por unidad de moneda extranjera. Tipo de cambio multilateral con los socios comerciales.

Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1994.

La evolución del balance comercial

El cuadro 1 incluye también información sobre los resultados del comercio exterior. Estos constituyen la principal explicación de la evolución de la cuenta corriente. El déficit comercial de la región tuvo una tendencia creciente y alcanzó los 15.300 millones de dólares en 1993. Pero las cifras latinoamericanas agregadas comprenden comportamientos nacionales muy diferentes. En 1991-93 el superávit comercial en Brasil acumuló 39.800 millones de dólares y en 1994 fue de 11.300 millones, pese al aumento de importaciones. En el otro lado del espectro regional, México registró en 1991-93 un déficit comercial acumulado de 63.200 millones de dólares, y Argentina un desbalance de 8.100 millones. En ambos casos la trayectoria del déficit deviene esencialmente del rápido crecimiento de las importaciones. Esta tendencia persistió en 1994, cuando el déficit de estos dos países sumó algo más de 29.000 millones de dólares. La cuenta comercial en Chile fue superavitaria salvo en 1993. En Colombia, las importaciones aumentaron rápidamente, de modo que la cuenta de comercio pasó de un superávit de 2.300 millones de dólares en 1991 a un déficit de 2.100 millones en 1994.

En los '90 hubo en la región un descenso generalizado de la tasa de crecimiento de las exportaciones -con Brasil como principal excepción hasta 1994- y un fuerte incremento de las importaciones (cuadro 4). La tasa de crecimiento anual de importaciones pasó de 10,3 %, en el último quinquenio de los '80 a 16,1% en los '90, mientras que

CUADRO 4**Tasas anuales de variación de exportaciones e importaciones (a)**

País	Promedio 1986-1990				Promedio 1991-1993				Promedio 1994(b)				Promedio 1991-1994	
	X		M		X		M		X		M		X	M
Colombia	15,4	7,2	6,0	-11,0	-3,3	32,6	2,3	50,7	1,7	24,1	20,1	22,0	6,3	23,6
Chile	17,4	19,8	7,4	4,5	11,9	25,6	-7,9	10,2	3,8	13,4	25,0	7,0	9,1	11,8
México	6,2	21,1	0,1	22,1	2,5	26,2	9,1	1,5	3,9	16,6	13,8	18,2	6,4	17,0
Argentina	10,4	2,7	-3,0	102,9	2,1	81,0	7,0	13,6	2,0	65,8	16,1	25,0	5,5	55,6
Brasil	5,3	9,8	0,7	1,8	14,2	-2,2	7,4	24,9	7,4	8,2	11,6	24,5	8,5	12,3
Am. Latina (c)	6,5	10,3	-0,8	18,2	5,2	23,0	5,1	8,4	3,2	16,5	14,3	14,7	6,0	16,1

(a) Valores FOB de exportaciones e importaciones de bienes en millones de dólares, a precios corrientes.

(b) Datos preliminares

(c) Se refiere a los 17 países de habla hispana, más Brasil y Haití.

Fuente: CEPAL, Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1994.

se mantuvo la tasa media de variación de las exportaciones. Sin embargo, estas cifras regionales están muy influidas por la performance comercial de Brasil, cuyo desempeño exportador mejoró en los '90. En el caso de México, donde el proceso de apreciación cambiaria es anterior, la tasa de aumento de las importaciones ya triplicaba la de las exportaciones en el segundo quinquenio de los '80, esta relación se mantuvo en los años

siguientes. En el caso argentino, las exportaciones crecieron 5,5 % al año en 1991-94, mientras las importaciones aumentaban a un ritmo anual de 55,6 %.

En 1994 se observó una mejora generalizada en los términos del intercambio de América Latina, con las excepciones de Argentina, Paraguay y Uruguay. El incremento fue de 2,7 % para la región y mucho mayor en los casos de Colombia y Chile, donde alcanzó a 12,7 y 7,9 %, respectivamente. De modo que en estos dos países el valor de las exportaciones aumentaba de manera importante (20,1 y 25 %, respectivamente) mientras que las importaciones mantenían su tendencia en 1994, creciendo un 22 % en Colombia y un 7 % en Chile. Los precios del cobre subieron alrededor de 19 % y los del café en aproximadamente 94 %. En ambos casos el aumento de las exportaciones se sumó a los ingresos de capitales generando expansión monetaria. En Colombia la tendencia a la apreciación del tipo de cambio res] se aceleró. En Chile, hacia el final de 1994, antes de la crisis de México, las autoridades modificaron la banda de flotación en un intento de preservar los objetivos Monetarios que dio lugar a una apreciación del tipo de cambio nominal.

En el otro extremo del espectro regional, México y Argentina experimentaban en 1994 un deterioro adicional en sus cuentas de comercio, alcanzando desequilibrios de magnitud récord en ambos casos, Eso ocurrió a pesar del desempeño más dinámico de las exportaciones, que se incrementaron un 18,2 % en México y un 25 % en Argentina.

La fragilidad externa

El desempeño del sector externo que se ha descrito gravitó sobre la evolución de los indicadores que permiten caracterizar el grado de fragilidad externa de las economías consideradas. El cuadro 5 presenta algunos indicadores usuales de fragilidad. La relación déficit de cuenta corriente/exportaciones (DCC/X) para América Latina en conjunto era de 27,5 % en 1993 y ligeramente inferior en 1994. Este indicador regional está sin embargo, nuevamente, "beneficiado" por los resultados del sector externo brasileño, cuya cuenta corriente estuvo prácticamente equilibrada. Teniendo esto en cuenta, el indicador medio regional de fragilidad puede utilizarse como estándar de comparación de los casos nacionales.

Es de interés observar la situación del año 1993, porque ésta constituye el antecedente inmediato del cambio de tendencia de los flujos de capital en 1994, que se describirá más abajo. En 1993 los indicadores de fragilidad externa de los países se ordenaban según un patrón claro. De un lado, Chile y Colombia mostraban cocientes inferiores a la media regional. Del otro lado, en México y Argentina, los indicadores de fragilidad externa duplicaban el promedio latinoamericano. El cociente deuda externa/ exportaciones muestra un patrón de distribución semejante, aunque el abultado endeudamiento brasileño acerca a este país a México y Argentina. En 1994, la relación DCC/X aumentó ligeramente en Colombia -aunque permaneció inferior a la media regional- y cayó en Chile. Mientras tanto, las relaciones empeoraron en México y Argentina: la razón DCC/X se incrementó cerca de 20 % respecto a 1993.

CUADRO 5
Indicadores de fragilidad financiera externa

País	Déficit de cuenta corriente/exportaciones (%)*		Deuda externa total desembolsada/exportaciones (%)*	
	1993	1994	1993	1994
Colombia	22,7	24,9	189	177
Chile	20,4	4,4	166	145
México	53,2	61,2	284	272
Argentina	47,5	57,7	432	412
Brasil	1,5	6,4	340	316
América Latina y el Caribe	27,5	26,1	302	280

(*) Exportaciones de bienes y servicios.

Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, 1994.

El desempeño fiscal

La descripción del desempeño fiscal complementa el panorama de las principales tendencias macroeconómicas en la región. En el cuadro 8 se presenta la información relativa a la evolución de las cuentas del sector público no financiero en las economías consideradas. Más allá de los problemas derivados de que las cifras no son estrictamente comparables entre países por diferencias en las prácticas contables, las mismas permiten configurar un buen cuadro de situación.

En primer lugar, puede constatar que las economías de mejor desempeño global en los '90 presentaron situaciones fiscales equilibradas o superavitarias. Incluso el Brasil, que sufrió de alta inflación en la mayor parte del período, tuvo déficit operacional sólo en 1992. Algunas conclusiones comparativas pueden establecerse mediante el auxilio de la información volcada en el cuadro 9. Por una parte, México y la Argentina comparten ciertas características: ambas economías experimentaron alta inflación en los '80 y obtuvieron logros en materia de estabilización más recientemente. Ambas entraron en la década presente con situaciones fiscales desequilibradas y sólo lograron ajustes de las cuentas públicas compatibles con tasas de inflación menores bajo las nuevas condiciones, más favorables, de los '90. Es cierto que en el caso de México el resultado operacional de fines de los '80 no muestra un desequilibrio importante –es menor incluso al de Colombia–, como resultado de un intenso ajuste fiscal que llevó el superávit primario por encima de los siete puntos del PBI en 1988-90. Pero el déficit nominal originado en la voluminosa deuda interna diferenciaba claramente al ajuste Mexicano de los casos más exitosos de Chile y Colombia. Este concepto del déficit (PSBR) promedió alrededor de 9 puntos del PBI, en México, en 1987-90.

Colombia y Chile, por su parte, no experimentaron inflación muy elevada en los '80 ambos casos el máximo registro fue de alrededor de 30 %-, mostraron un desempeño más estable a finales de esa década y alcanzaron un ajuste fiscal perdurable con anterioridad al cambio favorable de las condiciones externas que es el rasgo central de los tempranos '90. Esta observación sugiere que en estos casos el cierre de la brecha fiscal depende en menor medida de éstas condiciones específicas de contexto que en los casos de Argentina y de México. En otros términos se trata de un ajuste fiscal menos expuesto a la volatilidad de los flujos de capital. Por el contrario, "las principal" amenazas al equilibrio de las cuentas públicas en estas economías han tendido a originarse, en los '90, en el costo fiscal de las acciones de esterilización monetaria dirigidas a defender la paridad cambiaria real. De esta manera una reducción de las presiones monetarias derivadas del influjo de capitales puede incluso tener un efecto favorable sobre la sostenibilidad del cuadro financiero fiscal alcanzado.

La experiencia de ajuste fiscal de México en los '80 estuvo a medio camino entre los casos exitosos de Colombia y Chile y los fracasos de Brasil y Argentina. La muy drástica reducción de la inversión pública, acentuada en los '90, más allá de sus efectos sobre el potencial de crecimiento del país, es también un signo de fragilidad del equilibrio fiscal. La mejora de las cuentas públicas en los '90 ha sido dependiente de las condiciones externas más favorables. Estas permitieron, en primer lugar, sostener el proceso de apreciación cambiaria y de desinflación. En segundo lugar, dieron lugar a la obtención de importantes recursos vía privatizaciones. Sin embargo, en México los ingresos por privatizaciones fueron aplicados a la reducción de la deuda doméstica y tuvieron, en consecuencia, un impacto positivo permanente sobre las cuentas fiscales.

En el caso de la Argentina, la situación fiscal mejoró muy notoriamente luego del cambio favorable del contexto externo el inicio de los '90 y se alcanzó una situación equilibrada ya en 1992. Diversos factores contribuyeron a configurar esa evolución: la reducción en los pagos de intereses a causa de la declinación de las tasas internacionales y de la apreciación cambiaria; el repunte en la recaudación tributaria asociado a la fuerte expansión de la actividad y las ventas, y las mejoras en la administración tributaria facilitadas por la menor inflación; a partir de 1990 fue muy importante también el flujo de recursos generados por las privatizaciones. Como consecuencia del aumento de los ingresos, el sector público de la Argentina alcanzó superávit primarios desde 1991, un resultado sin antecedentes en muchos años. El equilibrio fiscal alcanzado por el país en los '90 comparte algunos rasgos con el de México. Por ejemplo, la dramática reducción de la inversión pública. En otros aspectos, la fragilidad fiscal de la Argentina parece aún mayor que la de aquel país. Los ingresos públicos son sensibles a la inflación y, particularmente, al nivel de actividad, puesto que el impuesto al valor agregado y las cargas sobre los salarios son las principales fuentes de Ingresos fiscales. Ya en 1994, cuando la menor afluencia de capitales frenó la expansión económica, los ingresos públicos dejaron de crecer y luego tendieron a declinar, por lo que apareció una clara tendencia a la reapertura de la brecha fiscal. Puesto que el programa de privatización está prácticamente agotado, la dependencia de los Ingresos fiscales en relación con el nivel de actividad tiñe de fragilidad el cuadro macroeconómico en la medida en que la recesión es la única alternativa para el ajuste externo fijó el régimen de tipo de cambio.

Finalmente, en el caso del Brasil, las cifras del cuadro 8 sugieren que el punto más crítico de las cuentas públicas no es el desequilibrio fiscal operacional, sino el problema derivado de una importante deuda pública interna de corto plazo. Esa es la fuente principal de un desequilibrio fiscal nominal de gran magnitud, que en los '90 se vio alimentado por significativas operaciones de esterilización monetaria. Estas fueron muy importantes en especial en 1992, cuando a la situación fuertemente superavitaria del balance comercial se adicionó un significativo ingreso de capitales.

3. La inflexión de tendencias en 1994

Como se ha descrito, en 1993 México y Argentina eran las economías que presentaban los cociente más desfavorables de fragilidad externa en la región. En ese marco era dable esperar que se plantearan dificultades para mantener los indicadores de desempleo macroeconómico de los primeros '90, y podían también aguardarse eventuales cambios de política. Pero en el año 1994, y bien antes de la devaluación de diciembre, emergieron nuevos elementos que configuraron, de hecho, los síntomas iniciales un arribo a un punto de inflexión. Uno de ellos fue el cambio en la tendencia de las reservas internacionales en Argentina y en México, y particularmente en este país, donde declinaron perceptiblemente. El momento inicial de este cambio se sitúa en febrero de 1994, cuando la Reserva Federal comenzó a incrementar sus tasas de descuento.

CUADRO 6A
Precio de mercado de bonos latinoamericanos
Variación entre enero y octubre de 1994

País	Bono	Variación porcentual
Argentina	Par Bond	-29,5
	Discount	-16,9
México	Par Bond	-22,1
	Discount	-9,5
Brasil	C Bond	-32,4
	IDU	-3,4

Fuente: *América Financiera*, A. III, N° 29, noviembre 1994, Buenos Aires.

CUADRO 6B
Precios de los títulos de deuda en el mercado secundario

País	(Porcentaje del valor nominal por trimestre)								
	1993				1994				1995
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Chile	92	93	94	95	94	95	95	95	n.d.
México (a)	70	73	76	84	69	63	66	53	47
Argentina (b)	50	53	61	69	52	50	51	41	40
Brasil (c)	30	39	46	53	n.d.	41	44	40	36

(a) Precios referidos a Par Bonds ofrecidos bajo el Plan Brady.

(b) Precios posteriores a marzo de 1993 se refieren a Par Bonds ofrecidos bajo el Plan Brady.

(c) Precios posteriores a abril de 1994 se refieren a Par Bonds ofrecidos bajo el Plan Brady.

Fuente: Banco Mundial: *Financial Flows and the Developing Countries*, Mayo, 1995.

CUADRO 7
Rendimiento de los bonos latinoamericanos y *spread* sobre las Letras del Tesoro de Estados Unidos

País	Bono	Rendimiento		<i>Spread</i>	
		Octubre 1993	Octubre 1994	Octubre 1993	Octubre 1994
Argentina	Par Bond	10,67	15,85	4,67	8,49
	Discount	11,14	15,24	5,15	7,89
México	Par Bond	9,11	12,54	3,11	5,01
	Discount	9,30	12,25	3,30	4,75
Brasil	IDU	12,02	13,81	7,23	6,83

Fuente: *América Financiera*, A. III, N° 29, noviembre 1994, Buenos Aires.

A partir de esa decisión de la FED, y contrariando los pronósticos convencionales, los precios de los bonos de largo plazo cayeron y las tasas de largo se incrementaron juntamente con las de corto. Ambos movimientos tuvieron, entretanto, un impacto más que proporcional en los precios de los títulos latinoamericanos y en las tasas activas afrontadas por la región. En forma simultánea se produjo un generalizado aumento en las primas por riesgo país cargadas a los países del área. Esto puede verse en los cuadros 6A, 6B y 7. Se observa que a lo largo de 1994, con anterioridad a la crisis, las tasas cargadas a la región se incrementaron significativamente por sobre los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a largo plazo. Este hecho debe destacarse por cuanto constituye la primera manifestación de conducta "de manada" *negativa* en los mercados internacionales, en relación con América Latina en los '90.

Cabe preguntarse qué circunstancias podrían explicar el referido aumento de las primas de riesgo-país *pari passu* con las tasas de interés en los Estados Unidos. Esto sucedería si los inversores internacionales perciben un aumento de la fragilidad financiera externa derivado del impacto de las mayores tasas que deben enfrentar los deudores. Sin embargo, al demandar una mayor compensación por riesgo, la conducta observada en los mercados financieros acentúa el impacto desfavorable. De este modo, mientras que la crisis de México habría de coordinar una reacción "de manada" hacia fines del año, un similar efecto de coordinación había tenido de hecho, previamente, el cambio en la política de tasas de descuento de la Reserva Federal. En tal sentido, la crisis de México constituyó un episodio particular al final del período de creciente tensión financiera iniciado a comienzos del año. Este episodio repercutió a su vez de manera evidente sobre el resto de la región. La secuencia no es nueva. Su analogía con lo observado a fines de los '70 y comienzos de los '80 es manifiesta pero, en términos más generales, la secuencia de un boom financiero seguido por un período de tensión en los mercados financieros y una contracción final de carácter abrupto reproduce precisamente las fases de una crisis financiera a la Minsky.

Otros elementos presentes en el escenario financiero de 1994 complementan la evidencia comentada. El incremento de las primas de riesgo-país no fue parejo en la región: las mismas parecen haberse elevado en estrecha relación con los niveles de fragilidad financiera externa de los distintos países: subieron algo menos en los casos de Chile y Colombia, y más en México y Argentina. El comportamiento de los precios de los títulos latinoamericanos en el mercado secundario es sintomático (cuadro 6B): se observan caídas importantes en los casos de México y Argentina ya a comienzos de 1994, una declinación algo menor en el caso del Brasil y una marcada estabilidad en los precios de los títulos de Chile. En la publicación del Banco Mundial de la que provienen esos datos se manifiesta cierto estupor en relación con la evolución de las paridades de los bonos Brady, que por su naturaleza se consideraban "aislados de consideraciones de corto plazo relativas a la liquidez". Y se derivan dos conclusiones. En primer lugar, se señala que el segmento de mercado correspondiente a los bonos Brady está íntimamente vinculado con el mercado de instrumentos de corto plazo -es decir, no está aislado del mismo- y, en segundo lugar, se registra la evidencia del efecto "contagio", ampliamente extendido en el mundo y en particular en América Latina⁴.

Es claro que las percepciones del riesgo reveladas por ese comportamiento de los mercados están en conflicto con los juicios puestos de manifiesto en varias oportunidades por algunas instituciones financieras internacionales como el FMI y el Banco Mundial. De acuerdo con puntos de vista oficiales de esos organismos, los riesgos pueden surgir tan sólo de la Indisciplina fiscal o de amenazas en relación con la persistencia y perseverancia en materia de reformas estructurales. Puesto que ninguna de estas condiciones se verificaba en los casos de México y Argentina, ambos países se ubicaban en la categoría de menor riesgo.

El cambio que se observara en 1994 en México y Argentina, en materia de ingresos de capital, está por detrás de la modificación de la tendencia del agregado regional. En ese año los ingresos totales en América Latina sumaron 47.000 millones de dólares, frente a un promedio anual del orden de 55.000 millones en 1991-93 y a un máximo del orden de los 70.000 millones en 1993. Este cambio está completamente explicado por los dos países mencionados, y en mayor medida por México, cuyo ingreso neto anual se redujo a 10.500 millones. En Brasil y Colombia los flujos de capital aumentaron en 1994 y en el resto de la región fueron de magnitud comparable a los del año precedente.

La reducción de los ingresos de capital a México y Argentina se produjo mientras que, en ambos casos, el déficit de cuenta corriente continuaba incrementándose. En 1993 los déficits habían sido de 23.500 millones en México y de 7.500 millones en Argentina y aumentaron a 30.600 millones y 11.100 millones, respectivamente, en 1994. Así, como resultado conjunto de un menor ingreso de capitales y un mayor déficit de cuenta corriente, en 1994 se verificó en estos países un movimiento contractivo de las reservas por

⁴ Cf. World Bank: *Financial Flows and the Developing Countries*, -A W B. Quarterly mayo 1995, pág. 22.

primera vez en los años '90. México contaba con 29.000 millones de dólares de reservas en febrero de 1994, cuando la política monetaria de Estados Unidos empezó a aumentar las tasas de interés, y éstas se hablan reducido a 6.000 millones el 22 de diciembre, cuando las autoridades mexicanas decidieron flotar el tipo de cambio.

Las reducciones de los flujos de capital -y también los mayores aumentos de las primas de riesgo país, como ya se indicó- se produjeron precisamente en los países que mostraban los índices de fragilidad externa más desfavorables en el momento en que comenzaron a aumentar las tasas de interés de Estados Unidos. Se trata también de aquellos que hasta 1993 hablan sido los principales receptores.

El análisis de la evolución del sector externo en los primeros años '90 y del punto de inflexión observado en 1994 lleva a enfatizar dos puntos en especial. En primer lugar, cabe reconocer cierto carácter inflexión de la cuenta corriente del balance de pagos y su relativa autonomía de corto plazo en relación con la reducción de los ingresos de capital y de las reservas de divisas. Tanto en México cuanto en la Argentina los déficit de cuenta corriente crecieron persistentemente en 1991-93, mientras los influjos de capital resultaban aun mayores y se acumulaban reservas. En ambos países los tipos de cambio nominales se mantuvieron fijos o casi fijos y el tipo de cambio real tendió gradualmente a la apreciación. La situación del sector externo se modificó en 1994, como se indicó, mientras que los tipos de cambio reales permanecían estables. Bajo tales circunstancias, el desempeño de la cuenta corriente contradice la hipótesis de un ajuste rápido y suave ante una declinación de los influjos de capital y destaca el papel del tipo de cambio real y la demanda agregada.

Tal resultado no debería sorprender. Los intereses sobre la deuda externa y el balance comercial son los elementos principales de la cuenta corriente. El primero de ellos tiene un obvio componente inercial. 8 segundo depende del tipo de cambio real y de la demanda doméstica. En ausencia de devaluación o deflación de precios domésticos, el ajuste de la cuenta corriente puede tener lugar tan sólo por vía de la recesión.

Pero la elasticidad ingreso de las importaciones no es muy elevada y el proceso de ajuste requerirá normalmente tiempo. De tal modo, bajo dichas circunstancias, probablemente la cuenta corriente no ajustará de manera suficientemente rápida para compensar en forma plena la contracción de los influjos de capital. Mientras la recesión se desarrolla, el déficit de cuenta corriente debe ser continuamente financiado. Por otra parte, aun si se devalúa, los efectos sobre exportaciones e importaciones involucran rezagos. Esto debería ser así en particular en México y Argentina, donde la apreciación real tuvo lugar juntamente con la liberalización del comercio, y la estructura productiva se ha adaptado considerablemente a la disponibilidad de Nenes intermedios y finales relativamente baratos, a través de un mayor grado de especialización en las líneas de producción y operando con una proporción más elevada de insumos importados (1087, procesos denominados de desindustrialización y de desubstitución).

Si los ingresos de capitales continuaran declinando en el futuro, tanto en la Argentina -donde el tipo de cambio no ha sido devaluado y el ajuste externo depende por el momento, casi exclusivamente de los efectos ingreso- como en el caso de México, los déficit de cuenta corriente deberán presentar una tendencia declinante, pero el ajuste gradual no eliminará probablemente la existencia de presiones sobre las reservas y la configuración potencial de amenazas de ataque especulativo.

Es precisamente el carácter inercial del déficit de cuenta corriente, combinado con la volatilidad de los flujos de capitales, lo que da pie al desarrollo de la crisis externa. Esta diferencia entro las velocidades relativas de ajuste de las cuentas corriente y de capital constituye el principal argumento en favor de las regulaciones dirigidas a amortiguar los efectos de la volatilidad de esta última. Rápidos cambios en los portafolios son usualmente el episodio desencadenante de la crisis -México no constituyó, en relación con esto, una excepción pero estos cambios siempre siguen a períodos más o menos prolongados de pérdidas de reservas, que no se verificarían si la cuenta corriente ajustase de manera muy veloz.

CUADRO 8 **Déficit o superávit del sector público a precios corrientes**

País		(Porcentaje del producto bruto interno)				
		1987-1990	1991	1992	1993	1994(a)
Colombia		-1,8	0,1	2,9	2,0	-
Chile		3,5	2,2	2,9	2,0	1,3
México	-operacional	-0,7	2,0	3,5	0,7	0,4
			-1,5(b)	0,5(b)		
	-nominal	-8,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina		-4,6	0,1	0,1	0,4	0,1
			-1,1	-1,1(b)	-0,4(b)	

Brasil	-operacional	-4,1	1,4	1,4	-2,1	-
	-nominal	-48,8	-23,4	-23,4	-41,0	n.d.

(a) Estimación preliminar

(b) Excluye Ingresos por privatizaciones.

Fuente: CEPAL *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1994*, y *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1993*. Banco de Central Brasil y Ministerio de Economía de Argentina.

El segundo punto que debe mencionarse se refiere precisamente a la reversión de los flujos de capital observada en 1994. Este hecho no debería haber constituido una sorpresa. En las primeras fases del boom de ingresos de capitales se argumentaba en Argentina y en México que el rápido incremento de las importaciones sería transitorio, en tanto constituía un ajuste a las nuevas condiciones definidas por la liberalización financiera y comercial. Las autoridades constantemente manifestaron la creencia de que la cuenta de comercio habría de presentar una tendencia a la mejoría en el futuro cercano. Esta debería ser la consecuencia del efecto positivo sobre la competitividad derivado del libre comercio, en sí mismo, de las mayores importaciones de bienes de capital, de las privatizaciones y de otras reformas estructurales que tendrían supuestamente un impacto favorable sobre la productividad. En el caso de México, en particular, el acuerdo del NAFTA tuvo un papel importante en la configuración de dichas expectativas oficiales.

De hecho, más allá de esas esperanzas, al enfrentarse a crecientes déficit de cuenta corriente, las autoridades de estos países -al igual que las instituciones de Washington- tendieron a pensar y a actuar como si los flujos de capitales de los primeros años '90 pudiesen ser permanentes o, al menos, fuesen a mantenerse en niveles elevados por un período lo suficientemente extenso para financiar los persistentes y significativos desbalances en cuenta corriente.

Sin embargo, las señales de advertencia perceptibles eran varias. Por un lado, en la mayor parte de los países de la región la inversión extranjera directa constituyó sólo una fracción relativamente menor de los ingresos de capital. Una proporción de éstos fue atraída por las privatizaciones, que son "de una sola vez". Otra fracción de los ingresos estuvo compuesta por movimientos de portafolio, ajustes "de stock" que tienden también a agotarse. Finalmente, hubo también flujos de capitales de corto plazo atraídos por retornos financieros elevados que no podrían sostenerse en el largo plazo. De este modo, parecía probable que en algún momento se produjera un cambio de tendencia. Este tipo de consideración fundamentó las políticas seguidas en algunos países de la región en los que se trató de evitar una completa adaptación de las economías domésticas a la coyuntura de masivos ingresos de capital de los primeros '90.

Es un hecho que en 1995 los países de América Latina confronten las nuevas condiciones de financiamiento internacional de modos bien diferentes en función de sus distintas situaciones externas. Entre los países considerados, Chile y Colombia tienen situaciones externas robustas y fueron poco afectados por la crisis. Los abruptos efectos del Plan Real sobre el balance de pagos del Brasil colocaron a esta economía en una situación externa frágil y en el primer semestre de 1995 se produjeron salidas netas de capitales. Sin embargo, Brasil ha conseguido hasta ahora, no sin dificultades, sostener la inflación baja y financiar su abultado déficit de cuenta corriente. México y Argentina, por último, enfrentan nuevamente en 1995 las consecuencias desestabilizantes del ajuste externo: en México la inflación se aceleró y en ambos países se experimentan tendencias recesivas.

La crisis de México y sus consecuencias inmediatas deberían tener un impacto significativo en las visiones teóricas acerca de la estabilización y el desarrollo así como en sus derivaciones de política. Desde el punto de vista del pensamiento oficial del FMI y del Banco Mundial, la crisis de México no podría haber tenido lugar. Aunque por cierto habrá explicaciones ad hoc destinadas a preservar las posiciones políticas y los principios teóricos de los efectos de la evidencia empírica, en este caso será probablemente una tarea difícil.

Las crisis financieras internacionales distan de ser un fenómeno nuevo y los rasgos esenciales del ciclo de los tempranos '90 recuerdan los de fines de los '70 e inicios de los '80. En particular, hay una marcada analogía entre la evolución reciente de México y el caso de Chile a comienzos de la década anterior. Sin embargo, luego de la crisis de la deuda, los principios teóricos fueron preservados atribuyendo la crisis a los déficit fiscales y al modelo de industrialización sustitutiva de importaciones. Brasil, México y Argentina eran, en este plano, casos ejemplares. Pero la experiencia de Chile no encajaba adecuadamente en ese diagnóstico y por ello las crisis financiera y cambiaría de este país son raramente citadas o examinadas al enfocar el dramático final del anterior ciclo.

La situación actual hace más difícil una operación de semejante naturaleza por varias razones. En primer lugar, la crisis involucra directamente a un caso ejemplar de la región en materia de ortodoxia y

reforma estructural orientada al mercado. En segundo término, muchos países de la región siguieron de manera más o menos estricta las mismas recomendaciones de política, en particular la Argentina, que es la otra economía más negativamente afectada por la crisis. En tercer lugar, la administración de los Estados Unidos se ha involucrado de manera directa y considerable en la evolución de la economía mexicana desde bien antes de la crisis, no sólo a través del NAFTA y la inclusión de México en la OECD, sino también por medio de los swaps otorgados en 1993 y 1994. En cuarto lugar, aunque el FMI expresó en 1981, en relación con la economía de Chile, la misma opinión y los mismos juicios optimistas que expresara recientemente en relación con México, tanto el Fondo cuanto el Banco Mundial parecen no haber estado tan comprometidos con el desempeño de un país determinado, con anterioridad como lo han estado en este caso.

Todas las circunstancias señaladas contribuyen a explicar las características extraordinarias del paquete promovido por la administración de los Estados Unidos y por el Fondo. Pero la operación en sí misma pone en cuestión las ideas prevalecientes. Las bases teóricas de las políticas vigentes, en particular en lo que se refiere a la desregulación y apertura de los mercados financieros, asume agentes con expectativas racionales y mercados estables. Luego de años de prédica asentada en esas bases, contraria a la intervención pública y a las regulaciones, la demanda de un paquete masivo de rescate suena algo patética. De modo que, aun cuando las operaciones de rescate cumplan su propósito de impedir un agravamiento de la crisis y contribuir a estabilizar los mercados financieros, los problemas de las ideas que fundamentan el modelo han quedado a la luz.

4. Las características de largo plazo del patrón de crecimiento

Las características de largo plazo del patrón de crecimiento reciente son otro aspecto que diferencia las experiencias nacionales en los años '90. Se analizan aquí haciendo abstracción de los problemas de sustentabilidad tratados arriba. El análisis se enfoca en el comportamiento de la inversión y el ahorro, el comercio exterior, los precios relativos y la productividad.

Como ya fue comentado, un rasgo común de la región es que en los años '90 se aliviaron las restricciones al crecimiento prevalecientes en los '80, particularmente la restricción externa. Sin embargo, el patrón de crecimiento no evolucionó de la misma manera en todos los países. Las políticas económicas del período -esto es, las particularidades nacionales de la combinación de políticas de estabilización y reforma aplicadas en cada caso, en el nuevo contexto- son un factor explicativo importante. Pero también lo es el mayor o menor grado de deterioro experimentado durante el período de crisis de los '80.

Los efectos persistentes del período de inestabilidad sobre la estructura económicas⁵

Las crisis de los años '80 no fueron episodios transitorios sino que generaron consecuencias persistentes de mayor o menor significación según los casos nacionales. En particular, períodos extensos de inestabilidad causaron mutaciones en la estructura macroeconómica que debilitaron la capacidad de alcanzar tasas altas de crecimiento. La experiencia de casos extremos de procesos prolongados de alta inflación, como los de Argentina y Brasil, sirve para ejemplificar el punto.

En casos como los mencionados se experimentó una gran volatilidad de las variables fundamentales durante largos períodos. Consecuentemente, los mecanismos de transmisión macro-micro en desequilibrio operaron plenamente, a través de los precios, las cantidades y los cambios en la posición financiera de los agentes. Hacia finales de los '80 la estructura de la economía era el resultado acumulado de decisiones

CUADRO 9
Tasas de crecimiento e inflación en el período 1986-1990

País	Crecimiento promedio del PBI	(En porcentaje)
		Tasa media anual de inflación
Colombia	4,6	26,3
Chile	6,1	20,1
México	1,4	73,2
Argentina	0,4	1.382,1
Brasil	2,0	942,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

⁵ Cf. Fanelli y Frenkel (1994).

de asignación reales y financieras asumidas en un ambiente de alta incertidumbre y en un contexto de frecuentes y abruptos cambios en los precios relativos. Por otro lado, la volatilidad de los precios relativos se combinó con la volatilidad de la demanda agregada y de las condiciones financieras para determinar una alta varianza en la rentabilidad de las actividades.

En todos los aspectos ese proceso de selección implicó un traslado de las actividades económicas hacia el corto plazo. La *preferencia por flexibilidad* se generalizó como característica del comportamiento de los agentes económicos. Los proyectos de inversión realizados eran generalmente aquellos con rentabilidad garantizada y corto período de recuperación del capital. Esto alimentó la caída de la inversión agregada y el deterioro de la infraestructura. También tendió a empobrecer la base productiva porque las actividades de riesgo alto asociadas al cambio tecnológico y la innovación eran las más penalizadas. Los contratos entre firmas industriales y en el mercado de trabajo se acortaron y estaban sujetos a frecuentes renegociaciones, en particular en cada oportunidad en que un shock macroeconómico alteraba el set informativo de los agentes. En el área financiera, la demanda de activos se corrió al muy corto plazo y hacia los activos externos. El sistema financiero se contrajo, el crédito se hizo escaso y caro y tendieron a desaparecer los mercados de financiamiento de la inversión.

Elementos de los procesos ejemplificados por los casos extremos de Argentina y Brasil se encuentran en casi todas las experiencias latinoamericanas, pero los países difieren en relación a la duración y la intensidad de la fase de inestabilidad y también respecto a la extensión del período de estabilidad siguiente. Esta última cuestión es importante, porque la reversión de los efectos de la inestabilidad macroeconómica toma tiempo y también opera en forma acumulativa. De esta manera, los países de América Latina arribaron a los años '90 con herencias diferentes.

En el conjunto de casos aquí considerados, esos criterios ubican a Chile y Colombia en la mejor posición relativa. Estos países no sufrieron en los '80 inflaciones comparables a las de Argentina, Brasil y México -las tasas máximas fueron del orden del 30 % en ambos casos- y ya habían superado en 1985-86 la inestabilidad generada por los shocks de principios de la década. Chile y Colombia ya crecían a ritmos relativamente altos con tasas de inflación moderadas y estables en la segunda mitad de los '80 -como puede verse en el cuadro 9- mientras que en el resto de los países examinados predominaban aún condiciones de inestabilidad y estancamiento.

La misma diferenciación se constata en el comportamiento comparado de la inversión y el ahorro. Como puede verse en los cuadros 10 y 11, las tasas de inversión y ahorro nacional en Chile y Colombia ya habían recuperado a finales de los '80 niveles similares a los previos a la crisis de la deuda. En cambio, del otro lado del espectro regional, las correspondientes tasas de México y Argentina eran significativamente inferiores a las de 1980. Una conclusión semejante resulta de comparar el comportamiento de la acumulación de capital, medida por la tasa de inversión a precios constantes de 1980. En Chile y Colombia estas tasas a fin de la década eran, respectivamente, 2,2 % y 4,2 % del PBI inferiores a las de 1980, mientras que en el mismo período la contracción de la inversión real había sido de 12,4 % del PBI en Argentina y de 8,3 % del producto en México.

Otros indicadores diferencian de la misma manera las condiciones de los países a finales de los '80. Chile y Colombia habían conseguido cerrar la brecha externa en la segunda mitad de los '80 y tenían situaciones relativamente robustas en el momento en que se iniciaron los ingresos de capitales masivos. Por contrapartida, las situaciones externas de México y Argentina eran más frágiles y en ambos casos los ingresos de capital fueron esenciales para cerrar la brecha externa y para hacer viables sus respectivos programas de estabilización en los '90. Parece razonable suponer que estas disímiles condiciones contribuyen a explicar no sólo las diferencias en los patrones de crecimiento sino también las distintas respuestas de política económica frente a los ingresos de capitales.

El alivio de la restricción externa y su impacto sobre el potencial de crecimiento

El alivio de la restricción externa dio lugar a profundos cambios en los procesos macroeconómicos, no sólo porque la reducción de las transferencias al exterior liberó recursos para uso doméstico sino también porque, como ya fue comentado, pudieron ser desactivados significativos factores desestabilizantes ligados a las transferencias externa y doméstica.

Los efectos negativos que habían tenido las transferencias al exterior en los '80 también pueden ilustrarse comparando los desiguales desempeños de los países considerados. En los '80, las performances nacionales en relación con la inflación, el crecimiento, el ahorro y la inversión muestran correlación con la magnitud relativa de las transferencias al exterior efectuadas por cada país. Efectivamente, en el período 1982-1990 las transferencias de Chile y Colombia representaron, en promedio, 12,4 % y 8,9 % de las

exportaciones y 1,9% y 2,7% del PBI, respectivamente. En el mismo período las transferencias medias representaron 24,7 % de las exportaciones y 4,2 % del PBI, en México; 36,7 % de las exportaciones y 3,5 % del PBI, en Argentina; y 32,2 % de las exportaciones y 3,2 % del PBI, en Brasil.

La reducción de la transferencia en los '90 tuvo un efecto inmediato sobre el nivel máximo de absorción doméstica consistente con el equilibrio externo. De hecho, la absorción aumentó en todos los países y a diferencia de los '80, se registraron tasas Positivas de crecimiento en la generalidad de los casos. La mayor absorción tuvo su contraparte en cambios en el balance comercial, que tendió a tornarse negativo. Pese a la reducción del monto de intereses devengados por la deuda externa, esto llevó a un aumento general del déficit de cuenta corriente que, como se describiera más arriba alcanzó cifras récord en México y Argentina. Sin embargo, cabe subrayar que todos los países recibieron hasta 1994 ingresos netos de capital, independientemente del signo de su balance en cuenta corriente, y también que esos ingresos excedieron las necesidades de financiamiento originadas en la cuenta corriente. Consecuentemente se verificó hasta 1993 la ya referida tendencia al aumento de las reservas.

La reducción de las tasas de interés internacionales y los ingresos de capital indujeron cambios de portafolio en favor de los activos domésticos, tanto financieros cuanto físicos. El aumento en la demanda de activos financieros domésticos revirtió el proceso de fuga de capitales (que había absorbido una proporción importante del ahorro en algunos países) y llevó al aumento de los niveles de monetización. Se observó un aumento generalizado de los indicadores de profundización financiera. Por otro lado, el incremento de la demanda de activos físicos no sólo significó el repunte de la demanda de inversión sino que también hizo posible llevar adelante programas de privatización cuya viabilidad habría sido más problemática de no mediar el aumento de la rentabilidad relativa de los activos productivos.

Aunque los países de la región comparten los rasgos trazados hasta aquí, la común expansión de la absorción doméstica no excluye diferencias nacionales de importancia, Estas se verifican en particular en lo que se refiere al comportamiento del ahorro y de la inversión en los '90, y están asociadas también con las particularidades de la combinación de políticas de estabilización y reforma del período.

Las reformas estructurales

En efecto, junto con la transformación de la situación internacional, el otro importante cambio en los años recientes ha sido la profundización de las reformas estructurales. El proceso ha seguido en general las recomendaciones del llamado Consenso de Washington, que favorecieron una creciente desregulación de los mercados y la reducción del papel del sector público en la economía. Se han aplicado ambiciosos programas de liberalización comercial en casi todos los países del área, junto con la liberalización de los flujos de capital y la desregulación de los mercados financieros domésticos. También avanzaron sustancialmente los procesos de privatización, particularmente en Chile, Argentina y México.

Aunque el programa del Consenso de Washington está bien definido, dos aspectos importantes del proceso de reforma han sido en la práctica tratados ambiguamente o simplemente ignorados. El primero se relaciona con la secuencia de las reformas. El programa pasa por alto en general la complejidad del proceso de transición pero es categórico en dos puntos: la estabilización debe ser el primer paso en la secuencia y el último debe ser la liberalización de los movimientos de capital, que en ningún caso debería preceder o ser simultánea a la liberalización del comercio exterior. El segundo es la posibilidad de que las reformas en sí mismas, o la interacción entre ellas, generen nuevos desequilibrios macroeconómicos o tengan efectos negativos sobre los desbalances preexistentes. Se asumió implícitamente que una vez alcanzada la estabilidad, las reformas siguientes no la deteriorarían en ningún caso.

La secuencia de políticas ha estado frecuentemente gobernada por las necesidades des económicas y políticas de corto plazo, más que por un diagnóstico que, tome en cuenta las lecciones de las experiencias pesadas. Ha sido de particular relevancia el hecho de que la liberalización del comercio exterior se produjera en un contexto de liberalización de la cuenta de capital y del mercado financiero doméstico. El abrupto aumento de los ingresos de capital llevó a la apreciación de los tipos de cambio. De tal manera, así como había ocurrido en las experiencias de liberalización del Cono Sur a finales de los años '70, la liberalización comercial reciente se dio en un contexto de apreciación cambiaria. El fuerte aumento en los déficit de comercio es una de las consecuencias visibles de ese proceso. Más allá de los problemas de sustentabilidad discutidos arriba, la configuración impone otras consecuencias al comportamiento del ahorro y la inversión, a la forma en que esta última es asignada y a la eficiencia con que son utilizados los recursos.

En primer lugar, el efecto conjunto de la liberalización del comercio, la reducción de aranceles y el crecimiento de la liquidez y el crédito dio lugar a una fuerte expansión de las importaciones de bienes de

consumo e intermedios y a una caída de las tasas de ahorro. La tasa de ahorro nacional cayó en todos los países considerados, con la excepción de Chile.

Segundo, el tipo de cambio apreciado se combinó con los efectos de la liberalización comercial para desplazar actividades domésticas que serían de otra manera competitivas internacionalmente -esto es, con un tipo de cambio sostenible a largo plazo-. El desplazamiento de las actividades exportables y el efecto de las importaciones baratas sobre la producción local de bienes comerciables internacionalmente tienden a deprimir la tasa de crecimiento, a aumentar el desempleo y a afectar negativamente la distribución regional y sectorial del ingreso. Como la destrucción de firmas y de capital físico y humano tiene rasgos de irreversibilidad, estos efectos son persistentes. Los procesos de desindustrialización y de sustitución de importaciones manufactureras implican una adaptación amplia de la estructura económica a un patrón transitorio de precios relativos y flujos de capital. Cuanto más se extiende en el tiempo el tipo de cambio apreciado y cuanto más sostenible aparenta ser, mayores son los efectos de desplazamiento sobre la estructura de la economía.⁶ El mecanismo es similar a la "enfermedad holandesa" pero las diferencias residen en la volatilidad y extensión temporal de los factores que en cada caso impulsan la apreciación cambiaria: en el caso de los flujos de capital éstos son necesariamente transitorios. Además, en el caso de la enfermedad holandesa" no se produce una acumulación de deuda externa. Entre los países considerados, México. y Argentina son los ejemplos más notables de los efectos de desplazamiento y de sus consecuencias. En el caso de México parecen dar cuenta de la pobre performance en materia de crecimiento. En el de Argentina, los efectos se presentaron hasta 1993, juntamente con un fuerte boom de demanda agregada inducido por los propios ingresos de capital.⁷ En este caso, la expresión más notable de los efectos es la evolución del desempleo. En el período de crecimiento rápido, entre 1991 y mediados de 1994, la tasa de desempleo aumentó de 6,5 % a 12. En 1995, ya en condiciones recesivas, la tasa de desempleo abierto urbano se elevó a 18,6 %, si bien una parte importante de ese incremento se debe a un aumento de las tasas de actividad de la población.

En tercer término, los precios relativos del período de apreciación del tipo de cambio tienen efectos perdurables adicionales sobre la estructura de la economía por la vía de proveer señales incorrectas a la asignación de la inversión entre actividades comerciables y no comerciables. Paradójicamente, cuando más sostenible y duradero es percibido el tipo de cambio real apreciado por los inversores, más influencia ejerce sobre las decisiones de inversión⁸.

Cuarto, la expansión del sistema financiero desregulado y abierto impulsada por la entrada de capitales no ha tendido a resolver el problema tradicional de la falta de financiamiento de largo plazo y ha generado problemas nuevos. Aunque la inflación se redujo, persiste el "cortoplacismo" de los depósitos y los créditos. Gran parte del nuevo crédito generado se ha canalizado a financiar consumo, construcción e inversiones inmobiliarias. Esto determina la aparición de un riesgo sistémico asociado a la evolución de la paridad cambiaria, en la medida en que la mayor parte del crédito se ha canalizado a actividades no comerciables. En muchos casos, además, el aumento de los indicadores de profundización financiera es concomitante con la reducción de la tasa de ahorro. La segmentación del mercado de crédito continúa siendo una característica marcada de los sistemas financieros. El crédito a las empresas medianas y pequeñas es generalmente caro y escaso. En México y Argentina, así como en otras economías más pequeñas como Bolivia y Perú, los rasgos estilizados de la evolución reciente de los sistemas financieros se asemeja a la observada en las experiencias del Cono Sur de finales de los años '70, con el agregado de que en algunos casos ha habido una tendencia firme a la dolarización del sistema financiero formal.

⁶ Merece ser mencionado que los efectos desplazamiento de la liberalización comercial deben esperarse Aun cuando no se produzca simultáneamente apreciación cambiada. La teoría convencional de la apertura comercial supone que estos efectos serán compensados por nuevas actividades de exportación -dejando los recurso totales plenamente ocupados con aumentos notorios de la productividad media y la competitividad. Como la liberalización del comercio y la reducción de aranceles implican en cualquier caso menor protección para las actividades domésticas -un cambio de precios relativos en favor de los bienes importables- implicará ceteris paribus una evolución desfavorable del saldo comercial. Por esta razón, enfocándose en la sustentabilidad externa del proceso de apertura, la teoría convencional recomienda la simultánea depreciación del tipo de cambio. La experiencia de las aperturas latinoamericanas de los '90, incluyendo el caso de Brasil desde mediados de 1994, ha sido precisamente la opuesta. Cuando hay apreciación real en lugar de depreciación, no hay incentivo neto para nuevas actividades de exportación y los efectos desplazamiento dominan, produciendo aumento del desempleo junto con el aumento del déficit comercial.

⁷ Por ejemplo la liquidez y el crédito se quintuplicaron, entre 1990 y 1993.

⁸ Los efectos de la mayor o menor credibilidad del tipo de cambio real apreciado no son simétricos. Menor credibilidad implica mayor incertidumbre e induce probablemente actitudes de "esperar y ver" reduciendo en la consecuencia la inversión total.

El comportamiento del ahorro y la inversión

En este punto se examina el comportamiento del ahorro y la inversión. La información analizada se encuentra en los cuadros 10 a 14, y está basada en las estadísticas de Cuentas Nacionales de cada país. Las diferentes prácticas de contabilidad nacional no permiten una comparación internacional estricta, aunque sí comparaciones intertemporales en cada país.

CUADRO 10
Tasas de inversión, ahorro nacional y ahorro externo

	(En porcentajes del PBI a precios corrientes)									
	1980	1982	1985	1988	1989	1990	1991	1992	1993	
Colombia										
Inversión	19,1	20,5	19,0	22,0	20,0	18,5	16,0	17,2	19,1	
Ahorro nacional	19,6	15,1	17,1	22,5	20,9	21,4	22,7	18,7	15,2	
Ahorro externo	-0,6	5,4	2,0	-0,5	-0,9	-2,8	-6,7	-1,5	3,9	
Chile										
Inversión	21,0	11,0	17,2	22,8	25,5	26,3	24,5	26,8	28,8	
Ahorro nacional	13,9	1,6	7,6	22,3	23,7	24,2	24,1	24,8	23,9	
Ahorro externo	7,1	9,4	9,4	0,5	1,8	2,0	0,4	2,0	4,8	
México										
Inversión	27,2	22,9	21,2	20,4	21,4	21,9	22,4	23,3	22,0	
Ahorro nacional	22,2	22,4	22,5	19,3	18,8	19,2	17,8	16,1	15,8	
Ahorro externo	5,0	0,5	-1,3	1,1	2,6	2,7	4,6	7,2	6,2	
Argentina										
Inversión	26,3	21,9	17,6	18,6	15,5	14,0	14,6	16,7	18,4	
Ahorro nacional	23,8	19,6	16,5	17,3	14,1	17,2	14,3	13,7	15,4	
Ahorro externo	2,5	2,3	1,1	1,3	1,4	-3,2	0,4	3,0	3,0	
Brasil										
Inversión	24,0	22,6	20,4	24,3	26,9	22,9	19,6	19,6	20,4	
Ahorro nacional	18,6	16,6	20,3	25,7	27,1	22,0	19,3	21,2	20,2	
Ahorro externo	5,4	6,0	0,1	-1,4	-0,2	0,9	0,4	-1,6	0,1	

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Cuentas Nacionales de los distintos países.

Se examinan en primer lugar la evolución de las proporciones del ingreso corriente asignadas a la formación de capital y sus fuentes de financiamiento, distinguiendo entre ahorro nacional y externo. El cuadro 10 muestra las tasas medidas en proporciones del PBI a precios corrientes en años seleccionados, desde 1980. Cabe anotar que en todos los casos, excepto Colombia, las tasas de inversión en 1980 eran relativamente altas en comparación con los años precedentes. Con la misma excepción, el ahorro externo representaba una proporción significativa del financiamiento de la inversión a finales de los '70. desde 2,5 % del PBI, en Argentina, hasta 7,1 % del producto, en Chile. El cuadro muestra la situación en 1982, cuando la crisis de la deuda externa llevó a una generalización del racionamiento del crédito, y en 1985, cuando había sido completada la primera ronda de ajuste externo. Como puede verse, en todos los casos excepto en Colombia el ajuste involucró una significativa contracción de la tasa de inversión.

La síntesis de la evolución del ahorro y la inversión que se presenta en el cuadro 11 permite comentar individualmente las experiencias nacionales. En Chile, las tasas de inversión y ahorro nacional alcanzaron en 1993 un máximo histórico, En los '90 la tasa de inversión aumentó 2,5 % del PBI. En el período hubo una pequeña reducción de la tasa de ahorro nacional y el ahorro externo aumentó 2,8 % del producto. En consecuencia, puede decirse que prácticamente todo el aumento de la tasa de ahorro externo financió

CUADRO 11
Variaciones de las tasas de ahorro o inversión

(En porcentajes del PBI a precios corrientes)

	1980-1990	1990-1993
Colombia		
Inversión	-0,6	0,6
Ahorro nacional	1,8	-6,2
Ahorro externo	-2,3	6,7
Chile		
Inversión	5,3	2,5
Ahorro nacional	10,3	-0,3
Ahorro externo	-5,1	2,8
México		
Inversión	-5,3	0,1
Ahorro nacional	-3,0	-3,4
Ahorro externo	-2,3	3,5
Argentina		
Inversión	-12,3	4,4
Ahorro nacional	-6,6	-1,8
Ahorro externo	-5,7	6,2
Brasil		
Inversión	-1,1	-2,6
Ahorro nacional	3,4	-1,8
Ahorro externo	-4,5	-0,8

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Cuentas Nacionales de los distintos países.

CUADRO 12
Tasas de Inversión

(En porcentajes del PBI a precios constantes de 1980)

	1970	1980	1982	1989	1990	1991	1992	1993
Colombia	19,8	19,1	22,0	15,6	14,9	13,3	17,9	21,7
Chile	17,8	21,0	12,6	20,0	18,8	17,4	19,5	20,8
México	22,2	27,2	21,8	17,8	18,9	19,6	21,8	21,0
Argentina	23,8	25,1	19,2	14,8	13,3	15,3	18,5	19,8
Brasil	20,7	23,3	19,1	16,0	14,9	14,4	13,2	13,9

Fuente: CEPAL, *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe*, 1994.

el incremento de la tasa de inversión. Entre 1980 y 1990 la tasa de inversión había aumentado en 5,3 % del PBI y la de ahorro nacional en 10,3 % del producto. En 1993, las tasas de inversión y de ahorro nacional estaban 7,8 y 10 puntos del producto por sobre los niveles de 1980, respectivamente.

En Colombia, la tasa de inversión de 1993 era similar a las de 1990 y 1980. Hubo un ligero aumento en los '90. Por otro lado, en el mismo período la tasa de ahorro externo se incrementó en 6,7 puntos del producto y la tasa de ahorro nacional se redujo 6,2 puntos.

CUADRO 13
Variación de las tasas de inversión

(En porcentaje del PBI a precios constantes de 1980)

	Promedio (1970-80) - 1993	Promedio (1989-90)-1993
Colombia	+2,3	+6,5
Chile	+1,4	+1,4
México	-3,7	+2,7
Argentina	-4,7	+5,8
Brasil	-8,1	-1,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Cuentas Nacionales de los distintos países.

CUADRO 14

Precios relativos de la formación bruta de capital

	(índice 1990 - 100)							
	1980	1982	1985	1989	1990	1991	1992	1993
Colombia	80,2	74,8	91,6	102,9	100	96,4	77,3	70,9
Chile	71,6	62,5	88,5	91,2	100	100,8	98,3	98,9
México	86,2	90,7	99,9	103,9	100	98,7	92,2	90,4
Argentina	99,6	108,5	109,2	99,6	100	90,9	85,8	88,2
Brasil	67,0	77,0	74,6	109,3	100	88,7	96,6	95,4

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Cuentas Nacionales de los distintos países.

En consecuencia, la contraparte en la absorción del aumento de la tasa de ahorro externo fue casi exclusivamente el incremento del consumo. En 1993 la tasa de ahorro nacional era 4,4 % del PBI menor que en 1980* y entro los mismos años hubo un incremento de similar magnitud en la tasa de ahorro externo. Como veremos más---adelante, la evolución de la formación de. capital en Colombia en los '90 es mucho más favorable de lo que sugiere la tasa de inversión a precios corrientes, porque hubo en el período una importante caída del precio relativo de los bienes de capital.

En México, en el período 1990-93, la tasa de inversión no aumentó. El incremento de 3,5 % del PBI de la tasa de ahorro externo contrapesó una reducción equivalente de la tasa de ahorro nacional. Aunque el patrón de evolución de la absorción de México en los '90 es similar al de Colombia, no parece tener las mismas consecuencias sobre el potencial de crecimiento. En México las tasas de inversión y ahorro nacional se habían Contraído en los '80 en 5,3 y 6,4 puntos del producto, respectivamente. En 1993 estas tasas eran 5,2 % y 6,4 % del PBI más bajas que en 1980, respectivamente.

En el caso argentino el incremento de la tasa de inversión fue significativo en los 90: 4,4 % del PBI, contra el promedio 1980-90. En el mismo período hubo un aumento de 6.2 % del PBI en la tasa de ahorro externo y una reducción equivalente a 1,8 puntos del producto en la tasa de ahorro nacional. En consecuencia, aproximadamente dos tercios del incremento del ahorro externo financiaron un aumento de la inversión y un tercio contrapesó la reducción del ahorro nacional. Pero en los '80 la tasa de inversión había caído en 12,3 puntos del PBI y la tasa de ahorro nacional en 6,6 % del PBI. De aquí que en 1993 esas tasas eran, respectivamente. 7,9 % y 8,4 % del PBI inferiores a las de 1980.

Por último, en el caso de Brasil, las tasas de inversión, ahorro nacional y ahorro externo se contrajeron en los '90. En los '80, la tasa de inversión de ese país cayó menos que en México y Argentina: aproximadamente un punto porcentual del PBI. Entre 1980 y 1993 se redujo en 3,7 puntos del producto. Sin embargo se verá enseguida que la de formación de capital brasileña se deterioró bastante más que lo que indica la inversión a precios corrientes, porque en los '80 aumentó en forma significativa el precio relativo de los bienes de capital.

En efecto, para contar con una estimación algo más precisa de la evolución de la formación de capital es necesario considerar explícitamente el comportamiento del precio relativo de los bienes de inversión. A este fin y también para observar un periodo más prolongado, el cuadro 12 muestra las tasas de inversión en años seleccionados, desde 1970. El cuadro 13 sintetiza estas cifras mostrando las variaciones de las tasas de inversión en los períodos indicados. La segunda columna de; cuadro muestra los cambios en los '90, comparando las cifras de 1993 con el promedio de los años 1989 y 1990. Como puede verse, todos los países con la excepción de Brasil mejoraron la tasa de inversión a precios constantes gracias a una caída del precio relativo de los bienes de capital en el período. En la primera columna del cuadro se compara la tasa de inversión real de 1993 con la media de los años 1970 y 1980. La performance relativa de los países que se desprende de esta comparación confirma los resultados previos: en 1993, las tasas de inversión en Argentina, Brasil y México son significativamente, inferiores a las medias de 1970-1980, mientras que resultan 1,4 % del PBI y 2,3 % del PBI superiores en los casos de Chile y Colombia, respectivamente.

La caída del precio relativo de los bienes de capital es uno de, los marcados cambios de precios relativos que tuvieron lugar en los '90. Este, en particular, ha resultado beneficioso para la formación de capital, en especial en Colombia, México y Argentina. Su evolución se muestra en el cuadro 14: en general, el precio relativo de los bienes de capital siguió una trayectoria ascendente en los '80 y tendió a declinar en el '90. Este movimiento está asociado con la apreciación cambiaria y la reducción de aranceles, por el mayor contenido de importaciones de la inversión.

Los precios relativos, la productividad y la competitividad

En este punto se examina en mayor detalle la tendencia generalizada a la apreciación de los tipos de cambio y se presentan algunos indicadores de los efectos de los cambios de precios relativos sobre la competitividad internacional de las actividades domésticas. Para este propósito se consideran conjuntamente la evolución del tipo de cambio real y de la productividad.

Una primera visión se presenta en los cuadros 15, 17, 19 y 21. En todos los casos el salario considerado es el de la industria manufacturera. Todos los índices están expresados en proporción a sus valores promedio del segundo quinquenio de los años '80. El índice de salarios en dólares puede considerarse una aproximación del precio en dólares constantes del trabajo o, más generalmente, no una estimación aproximada de la evolución del precio de los servicios. Esta puede compararse con la evolución del producto per cápita a precios constantes a fin de estimar la tendencia de la competitividad de las actividades comerciables domésticas.

CUADRO 15
Productividad, salarios y tipo de cambio en México

(1986-90 - 100)

	PBI per cápita	Salario en dólares constantes (a)	Tipo de cambio real	Salario real
1986	99,59	80,34	117,40	96,76
1987	99,40	80,90	117,05	97,14
1988	98,65	98,93	93,76	95,15
1989	99,97	113,75	88,81	103,63
1990	102,40	126,08	82,98	107,32
1991	104,06	152,41	72,70	113,67
1992	104,80	184,18	64,92	122,66
1993	103,25	194,55	60,39	120,53

(a) Salario manufacturero en dólares nominales deflactado por el índice de precios mayoristas de EE.UU. Fuentes: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, varios números; Banco de México, datos no publicados del Ministerio de Finanzas, Salinas de Gortari (1993) y *Estadísticas Financieras Internacionales del FMI*, tomados de Dornbusch y Werner (1994).

CUADRO 16
Empleo, productividad y competitividad internacional de la manufactura en México

(1986-90 a 100)

	Empleo	PBI manufactura	Productividad del trabajo	Costo laboral unitario en dólares constantes
1986	99,06	91,63	92,50	86,85
1987	99,24	95,20	95,93	84,33
1988	98,98	98,05	99,06	99,87
1989	101,29	104,43	103,09	110,33
1990	101,43	110,69	109,13	115,53
1991	99,72	115,12	115,45	132,02
1992	95,82	117,77	1490	149,86
1993	91,06	116,12	127,53	152,56

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de CEPAL. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*. FIEL. *Indicadores de Coyuntura* números; Banco de México, datos no publicados del Ministerio de Finanzas, Salinas de Gortari (1993) y *Estadísticas financieras del FMI*, tomados de Dornbusch y Werner (1994).

Como puede verse, el salario en dólares constantes se incrementó más que la productividad media de la economía en todos los países. Pero los órdenes de magnitud son diferentes.

En México y Argentina la política cambiaria de los años '90 predeterminó el tipo de cambio nominal. La fijación del tipo de cambio comenzó en 1988 en México y en 1991 en Argentina. Aunque la tasa de inflación tendió sistemáticamente a reducirse, la inflación de los precios de los bienes de consumo fue mayor que la suma de la tasa de inflación internacional (aproximada por la tasa de los precios mayoristas de Estados Unidos) más la tasa predeterminada de aumento del tipo de cambio nominal (cero en el caso argentino). Así, como puede verse en los cuadros, el tipo de cambio real tendió sistemáticamente a apreciarse desde la

prefijación del tipo nominal. Si los salarios se hubieran indexado completamente con la inflación de precios de los bienes de consumo su valor en dólares habría tendido sistemáticamente a incrementarse. De hecho, el salario real se mantuvo estable en Argentina y aumentó en México. De este manera, en ambos países el valor en dólares del salario era en 1993 aproximadamente el doble del promedio del segundo quinquenio de los '80. Entretanto, en México y Argentina, el PBI en 1993 era 3 % y 13 % mayor, respectivamente, que en la segunda mitad de los '80.

Cuadro 17
Productividad, salarios y tipo de cambio en Argentina

	PBI per cápita	Salario en dólares (a)	Tipo de cambio real	Salario real
				(1986-90=100)
1986	104,24	113,2	96,52	118,52
1987	105,65	101,26	97,52	106,91
1988	102,13	104,75	93,44	103,38
1989	94,64	62,15	139,22	83,63
1990	93,35	118,73	73,26	87,56
1991	100,49	152,57	53,10	88,79
1992	107,87	181,61	44,43	89,94
1993	113,14	192,78	41,08	88,77

(a) Salario medio manufacturero en dólares nominales deflactado por el índice de precios mayoristas de EEUU.

Fuentes: Elaboración propia en base a datos CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, varios números e INDEC.

CUADRO 18
Empleo, productividad y competitividad internacional de la manufactura en Argentina

	Empleo	PBI manufactura	Productividad del trabajo	Costo laboral unitario en dólares constantes
				(1986-90=100)
1986	104,01	104,10	100,09	113,01
1987	103,57	105,98	102,32	98,96
1988	104,74	100,79	96,23	108,85
1989	96,46	93,63	97,07	64,03
1990	91,23	95,50	104,69	113,41
1991	87,10	106,87	122,69	124,35
1992	86,29	114,67	132,89	136,66
1993	83,66	119,83	143,22	134,60

En Chile se verificaron también tendencias sistemáticas a la apreciación del dólar y al aumento del salario real desde 1989. En 1993 el valor en dólares del salario se habla incrementado en un 50 % respecto el promedio del segundo quinquenio de los '80. Este aumento obedeció aproximadamente por mitades a la apreciación del tipo de cambio y al incremento del salario real. En el mismo período, el producto per cápita se elevó un 27%.

En el caso de Brasil, el salario en dólares de 1993 era un 35 % más alto que en la segunda mitad de los '80 mientras que el PBI per cápita era 5 % inferior. La tendencia de largo plazo del salario en dólares obedeció en proporciones semejantes a la apreciación del cambio y al aumento del salario real, pero ambas variables fluctuaron en los '90 siguiendo los cambios de orientación de la política económica.

Los precios relativos, el empleo y la productividad en la industria manufacturera

En línea con lo expuesto arriba, los cuadros 16, 18, 20 y 22 presentan algunos indicadores nacionales comparables sobre la performance del sector industrial en los años '90.

Efectos semejantes atribuibles a la apertura comercial y el cambio de precios relativos se observan en México y en la Argentina. En ambos casos se verificaron aumentos importantes de la productividad por trabajador ocupado. Alrededor de un tercio de este aumento de productividad obedeció a la reducción del empleo. Respecto al nivel medio de ocupación de la segunda mitad de los '80, en 1993 el empleo en la industria habla caído 9 % en el caso de México y 16 % en el caso de Argentina.

CUADRO 19
Productividad, salarios y tipo de cambio en Chile

(1986-90=100)

	PBI per cápita	Salario en dólares constantes (a)	Tipo de cambio real	Salario real
1986	90,57	91,88	103,53	95,35
1987	94,48	93,79	101,02	94,96
1988	99,45	99,09	102,03	101,33
1989	107,16	103,29	99,73	103,25
1990	108,33	11,95	93,68	105,11
1991	112,73	124,99	88,18	110,47
1992	121,80	144,22	79,94	115,55
1993	126,68	150,15	80,09	120,52

(a) Salario medio manufacturero en dólares nominales deflactado por el índice de precios mayoristas de EE.UU.

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, varios números; Banco Central de Chile, *Indicadores Económicos y Sociales 1960- 1988*.

CUADRO 20
Empleo, productividad y competitividad internacional de la manufactura en Chile

(1986-90=100)

	Empleo	PBI manufactura	Productividad del trabajo	Costo laboral unitario en dólares constantes
1986	81,25	84,58	104,10	88,26
1987	92,82	90,42	97,41	96,29
1988	102,44	99,82	97,44	101,69
1989	114,02	112,00	98,22	105,16
1990	109,46	112,56	102,83	108,87
1991	115,11	118,97	103,36	120,93
1992	124,38	132,06	106,18	135,83
1993	127,36	136,81	107,09	140,21

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, varios números; Banco Central de Chile, *Indicadores Económicos y Sociales 1960-1988*. Sociales 1960- 1986.

CUADRO 21
Productividad, salarios y tipo de cambio en Brasil

(1987-90=100)

	PEN por cápita	Salario en dólares constantes (a)	Tipo de cambio real	Salario real
1987	102,19	78,35	119,44	93,58
1988	100,18	88,65	114,33	101,35
1989	101,59	116,88	93,47	109,25
1990	95,45	130,74	73,29	95,82
1991	94,74	112,97	81,34	91,89
1992	92,23	117,10	86,40	101,17
1993	95,35	134,54	83,69	112,60

(a) Salario medio manufacturero en dólares nominales deflactado por el índice de precios mayoristas de EE.UU.

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de CEPAL, *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, IESP, *Indicadores*, varios números; FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, varios números.

CUADRO 22
Empleo, productividad y competitividad internacional de la manufactura en Brasil

(1987-90=100)

	Empleo	PBI manufactura	Productividad del trabajo	Costo laboral unitario en dólares constantes
1987	101,22	102,02	100,79	71,74
1988	99,20	101,79	102,61	86,39
1989	101,28	102,49	101,20	115,50
1990	99,15	90,91	91,69	142,59

1991	91,42	89,58	97,99	115,29
1992	85,57	85,89	100,37	116,66
1993	82,40	96,04	116,55	115,44

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de CEPAL. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*; IESP, Indicadores, varios números; FIEL, *Indicadores de Coyuntura*, varios números.

El producto industrial de 1993 muestra incrementos semejantes respecto del segundo quinquenio de los '80: 16 % en México y 20 % en Argentina, aunque la dinámica que llevó a esta situación fue diferente. En México fue una tendencia paulatina iniciada a mediados de los '80. En Argentina resultó de una fuerte expansión de la demanda que se dio simultáneamente con la apertura de shock y la apreciación del cambio, desde una recesión profunda a final de la década.

Pese al aumento de la productividad por trabajador ocupado, el incremento del valor del salario en dólares determinó en ambos casos alzas significativas del costo salario en dólares constantes por unidad de producto. Este indicador se incrementó en 53 % en México y en 35 % en la Argentina.

Efectos similares de la apertura comercial se observan en menor escala en el Brasil, donde el proceso de apertura se inició en 1990. En contraste con lo que venía ocurriendo a finales de los '80, en los '90 el producto industrial fluctuó siguiendo el ciclo de la demanda agregada, mientras que el empleo en las manufacturas tendía sistemáticamente a reducirse. La reactivación iniciada a mediados de 1992, reflejada en un crecimiento del producto industrial de 19 % en dos años, se produjo simultáneamente con una reducción del empleo.

El patrón observado en Chile es completamente diferente. En este país la apertura comercial data de los años '70 y desde la segunda mitad de los '80 el crecimiento de la industria incluyó la expansión de sectores como el textil y el de producción metalmecánica -en lo que algunos autores llaman una "nueva fase de sustitución de importaciones"- . En 1993 el producto y el empleo de la industria eran 37 % y 28 % más altos, respectivamente, que los correspondientes promedios de la segunda mitad de los '80. La productividad por ocupado se incrementó en 7 %. La apreciación del tipo de cambio y el aumento del salario real determinaron que el costo salario en dólares constantes por unidad de producto se incrementara en 40 %. Aunque los efectos de la tendencia a la apreciación del tipo de cambio sobre la competitividad de la industria son también motivo de preocupación en Chile, la performance industrial de los años '90 sugiere que hacia finales de los '80 existían ventajas competitivas sistémicas -incluyendo un tipo de cambio depreciado- que habrían permitido absorber la apreciación cambiaria. El fuerte aumento de las exportaciones de manufacturas chilenas a Argentina en este período reafirma el punto, dado que el aumento del costo laboral unitario en dólares es similar en los dos países. Aunque la cuestión requiere un análisis más pormenorizado, esto sugiere que las industrias chilenas ya contaban con ventajas competitivas relativas en el momento que Argentina eliminó las restricciones cuantitativas y redujo sus aranceles.

RESUMEN

En este trabajo se evalúa el desempeño de las economías latinoamericanas en los tempranos años '90. Se enfoca en primer lugar el problema de la sustentabilidad de las tendencias macroeconómicas observados en el periodo. En segundo término se examinan algunas características de largo plazo implícitas en el desempeño reciente en materia de crecimiento. Con el fin de ilustrar la diversidad de trayectorias macroeconómicas observables actualmente en la región, se enfocan las experiencias de cinco países que permiten configurar tras 'casos estilizados'. Argentina y México, Chile y Colombia, y el Brasil. El trabajo analiza el impacto de la crisis de México de diciembre de 1994, que constituye la reaparición de la inestabilidad y la incertidumbre en el polo que había liderado el proceso regional de estabilización y reforma estructural -en especial luego de firma, en 1990, del primer plan Brady de reestructuración de la deuda externa- con un fuerte efecto de arrastre sobre las corrientes de capital hacia la región. Desde inicios de 1995 los países de América Latina confrontan las nuevas condiciones de financiamiento internacional de modos bien diferentes en función de sus distintas situaciones externas y de la solidez de los cierres fiscales y externos alcanzados con anterioridad a la etapa de los "tempranos noventa". Chile y Colombia fueron poco afectados por la crisis, mientras que México y Argentina enfrentaron nuevamente las consecuencias desestabilizantes del ajuste externo, en México la inflación se aceleró y en ambos países se experimentan tendencias recesivas.

BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

- CEPAL** (1994a): *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Santiago de Chile.
- CEPAL** (1994b): *El regionalismo abierto en América Latina y el Caribe. La integración económica al servicio de la transformación productiva con equidad*. Santiago de Chile.
- DAMILL, M., FANELLI, J. M., Y FRENKEL, R.** (1994): *Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile y México*, CEPAL. Santiago de Chile
- DAMILL, M., FANELLI, J. M., Y FRENKEL, R., Y ROZENWURCEL, G.** (1993): "Crecimiento económico en América Latina: experiencia reciente y perspectivas", en *Desarrollo Económico* vol, 33. número 130, julio-septiembre.
- DORNBUSCH, R., y WERNER, A.** (1994): "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1994. The Brookings Institution, Washington, D.C.
- FANELLI, J. M., y FRENKEL, R.** (1994): "Estabilidad y Estructura: Interacciones en el Crecimiento Económico", CEPAL-CIID, Santiago de Chile.
- FANELLI, J. M., FRENKEL, R., y ROZENWURCEL, G.** (1993): "Growth and Structural Reform In Latin America: Where We Stand", UNCTAD, Discussion Papers N° 62, Ginebra.
- FFRENCH DAVIS, R., y GRIFFITH JONES, S.** (Eds. 1995): *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*. CEPAL-El Trimestre Económico. Chile-México.
- FFRENKEL, R.** (1996): "Macroeconomic Sustainability and Development Prospect: the Latin American performance in the 1990's" UNCTAD, Discussion Papers N° 100. Ginebra. agosto.
- UNCTAD:** *Trade and Development Report 1993*, Naciones Unidas, Nueva York.