

LA MACROECONOMIA DE AMERICA LATINA: DE LA CRISIS DE LA DEUDA A LAS REFORMAS ESTRUCTURALES.

Mario Damill
José María Fanelli

I. INTRODUCCIÓN

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

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

Tales shocks gravitaron en forma perceptible en los balances de pagos y también en las cuentas fiscales de la región: los requerimientos de ahorro externo se incrementaron en forma acentuada, al tiempo que las cuentas públicas tendían a desmejorar generalizadamente¹. La notoria ampliación de los desequilibrios externo y fiscal dificultó grandemente o hizo inviable la continuidad de las estrategias basadas en la acción del estado como "locomotora del crecimiento", que habían estado vigentes desde mediados del siglo.

Las respuestas iniciales consistieron en general en medidas de política comercial, orientadas a mejorar el saldo del intercambio de bienes y compensar de ese modo el deterioro del balance de pagos originado en la cuenta de servicios financieros. Estas incluyeron con frecuencia restricciones a las importaciones, que se combinaron con medidas monetarias y de manejo de la deuda pública

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

dirigidas a facilitar la financiación de los desbalances fiscal y externo antes que a ajustar el nivel de la absorción doméstica al sendero declinante del ingreso nacional.

Sin embargo, el nuevo shock que siguió a la cesación de pagos de México en agosto de 1982, en la forma de un marcado racionamiento del crédito voluntario hacia la región, impidió que la estrategia de financiar dichos desequilibrios recurriendo a fuentes externas de fondos pudiese sostenerse. Las economías latinoamericanas se vieron entonces forzadas a ingresar, de manera casi simultánea, en una segunda fase en los ochenta: iniciaron drásticos procesos de ajuste, basados generalmente en masivas devaluaciones y medidas dirigidas a reducir la absorción doméstica, en particular el gasto público. En esta nueva etapa las economías de la región alcanzaron grados de éxito diversos, tanto en lo que se refiere a la medida en que lograron recomponer los equilibrios macroeconómicos básicos cuanto al costo del ajuste (en términos de recesión, inflación, desintermediación financiera, desempleo, caída de salarios) y a la persistencia de los logros. Así lo revelaría la multiplicidad de senderos macroeconómicos observables en la segunda mitad de los ochenta.

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

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

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

Los desequilibrios transitorios, usualmente del tipo flujo/flujo (vgr. excesos de absorción

doméstica), generan desbalances macroeconómicos de corto plazo. Los que persisten, que típicamente toman la forma de stock/flujo (vgr. entre el stock de deuda acumulado y el flujo de ingreso nacional), afectan además la capacidad de crecimiento en la medida en que producen mutaciones en la estructura de la economía y gravitan marcadamente en las decisiones intertemporales de los agentes como el ahorro y la inversión. Mientras el primer tipo de situación se puede afrontar con políticas de estabilización tradicionales, la segunda necesita de reformas estructurales y de un monto adecuado de crédito para financiar un período de transición que suele ser más prolongado que el requerido por un ajuste tradicional entre el ingreso y la absorción.

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

Las reformas siguieron, en general, los lineamientos del Consenso de Washington². El mayor ahorro externo disponible y las reformas, no obstante, no parecen haber sido suficientes para reinstaurar un proceso vigoroso de crecimiento. Importantes secuelas de la crisis y otros desbalances estructurales de más vieja data todavía no han podido ser superados por las reformas estructurales en curso y, según se argumentará en la sección final del trabajo, es posible que ellas no sean totalmente apropiadas para lograrlo.

Nota: Por razones de espacio, a los efectos de su publicación en los Anales de la Asociación Argentina de Economía Política, se ha suprimido la segunda parte del trabajo que describe la evolución de las brechas en cada uno de los países tratados. La versión completa del trabajo está disponible como Documento CEDES/100.

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

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

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

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

Cuadro 1. Crecimiento, ahorro, inversión y transferencia externa durante la crisis de la deuda.

	g	I	ABN	Transf. Neta/X	Transf. Neta/PBI
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Colombia	3.5	-0.9	1.8	12.4	1.9
Costa Rica	2.8	1.4	6.6	-5.2	-1.8
Chile	2.5	-1.0	3.6	8.9	2.7
Brasil	2.2	-1.6	3.3	32.2	3.2
México	0.9	-5.4	-2.8	24.7	4.2
Bolivia	-0.1	-2.0	-5.8	-7.3	-1.2
Argentina	-0.4	-11.3	-7.7	36.7	3.5

(1) Tasa de crecimiento promedio 1982-90.

(2) Variación del coeficiente Inversión/PBI entre 1980 y 1990.

(3) Variación del coeficiente Ahorro Bruto Nacional/PBI entre 1980 y 1990.

(4) Valor promedio de la relación Superávit comercial/exportaciones en el lapso 1982-1990.

(5) Valor promedio de la relación Superávit comercial/PBI en el lapso 1982-1990.

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

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

disparos pero siempre positivas. El crecimiento colombiano fue bajo pero sostenido.

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

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

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

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

En el cuadro anterior se muestra la transferencia externa promedio efectuada por cada uno de los países en el período bajo análisis, medida en función del superávit comercial³. Los datos ponen en claro que ajuste de la absorción doméstica no es sinónimo de estabilización y menos aún de capacidad de recuperación del crecimiento. Dentro del grupo de países con menor crecimiento se encuentran también los que efectuaron el mayor esfuerzo de ajuste en términos del producto: México y Argentina realizaron las transferencias al exterior más altas durante la crisis de la deuda y consecuentemente los ajustes más severos de la absorción interna. Por otra parte, Colombia y Costa Rica, que son los que más crecieron, se encuentran entre los que transfirieron menos recursos al exterior. En el caso de Costa Rica la transferencia realizada fue en realidad *negativa*. Los casos intermedios de Brasil y Chile aportan también evidencia en el mismo sentido. Brasil transfirió más recursos y logró reducir mucho más su dependencia del ahorro externo que Chile. Sin embargo, fue éste último y no Brasil el que logró reinstaurar un proceso de crecimiento sostenido en un marco de creciente estabilidad.

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

³ Esta medida muestra valores muy similares a los presentados en CEPAL (1991).

lograr un superávit comercial acorde con la transferencia a efectuar era mucho menor en un caso que en el otro. En realidad, en todos los países de muy bajo crecimiento -a excepción de Bolivia, afectada por una particular crisis productiva estructural- la transferencia representó una alta proporción de las exportaciones. Argentina efectuó pagos netos equivalentes a un 36.7% de las exportaciones y México 24.7 %. Lo inverso ocurre con los que crecieron más. Cabe acotar, no obstante, que en el caso de Colombia la relativamente baja proporción de la transferencia en las exportaciones se debió al menor stock de deuda y no tanto al grado de apertura.

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

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

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

En todos los casos analizados, en un primer momento, la crisis indujo reducciones en la tasa de ahorro nacional. El abrupto incremento de los intereses a pagar al exterior redujo el ingreso

nacional y ello tuvo consecuencias negativas sobre el ahorro. Una vez absorbido el efecto impacto, sin embargo, desde mediados de los ochenta, los países considerados mostraron capacidades muy diferentes para recomponer el ahorro nacional. Los que más crecieron son justamente aquéllos que tuvieron éxito en la recuperación del ahorro nacional, como puede verse en el cuadro 1. En un contexto donde el racionamiento del crédito externo obligaba a reducir el déficit de cuenta corriente, los países que lograron mantener o aumentar el coeficiente de inversión son aquéllos que estuvieron en condiciones de inducir un aumento de la tasa de ahorro nacional. En los casos en que la tasa de ahorro se estancó o incluso bajó, la única opción para aumentar la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión fue la de deprimir la inversión.

La dinámica de ajuste que estamos analizando -que se originó en la interacción entre la transferencia externa neta, el ahorro y la inversión- indujo fuertes cambios en las relaciones de financiamiento que ligan a los tres agentes agregados de mayor relevancia: el sector público, el privado y el resto del mundo. Tales cambios pueden "leerse" observando la evolución de los superávits generados por cada uno de ellos. En el cuadro 2 se muestra el cambio en los superávits anuales promedio de cada sector entre los períodos 1982/85 y 1986/90.

Entre los dos períodos considerados, todos los países -con la excepción de Costa Rica, que mostraba un superávit en el período 1982/85- redujeron su déficit fiscal. Como la suma de los superávits de los distintos sectores debe sumar cero, la reducción del déficit público liberó recursos financieros que podían ser usados por el sector privado y/o el resto del mundo para disminuir su superávit (o aumentar su déficit). Pero, como dijimos, la política general fue la de privilegiar la reducción del déficit de cuenta corriente y, en consecuencia, con la excepción de Bolivia, en todos los casos la reducción del déficit fiscal tuvo como contrapartida una reducción del superávit del resto del mundo. Esto incluye a México, si bien no se observa en el cuadro porque ese país logró una fuerte reducción de su déficit en cuenta corriente ya durante el proceso de ajuste caótico de 1982/85. La reducción del déficit fiscal, por lo tanto, sirvió para disminuir la demanda de crédito externo. *Ceteris paribus* la carga de intereses a pagar, ello implica que la reducción del déficit fiscal se utilizó en primer lugar para aumentar la transferencia externa. Esto impidió que fuera la inversión privada doméstica -y por ende el crecimiento- la beneficiaria de la liberación de fondos prestables por parte del gobierno. Sin duda este hecho se correlaciona con la baja tasa de crecimiento de América Latina en este período.

Cuadro 2. Evolución de los superávit sectoriales.
(Valores anuales promedio por período, expresados como porcentaje del PBI).

	Supe		Supp		Supg	
	(1)		(2)		(3)	
	82/85	86/90	82/85	86/90	82/85	86/90
Colombia	3.9	-2.3	2.1	3.4	-6.0	-1.1
Costa Rica	9.4	7.5	-10.9	-7.5	1.5	0.0
Chile	8.4	3.7	-2.2	-2.0	-6.2	-1.7 (*)
Brasil	2.3	0.3	2.4	3.6	-4.7	-3.9
México	-1.9	0.7	3.6	0.2	-1.7	-0.9
Bolivia	3.7	6.2	13.5	-1.2	-17.2	-5.0
Argentina	1.6	1.4	6.4	3.9	-8.0	-5.3

(*) Estimado.

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

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

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

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

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

Chile y Costa Rica son sin duda los casos más exitosos de estabilización y recuperación del crecimiento luego de la etapa de ajuste caótico. Entre 1986 y 1990 Chile experimentó una tasa promedio sostenida de crecimiento del 6.7 % y Costa Rica del 4.7%. Pero del cuadro surge que fueron también los países que contaron con una mayor proporción de financiamiento externo (Supe) en relación al producto durante la estabilización, tanto en la fase de ajuste caótico como en la siguiente. Los montos de apoyo financiero externo en términos del PBI recibidos por estos dos países

son varias veces superiores a los destinados a cualquiera de los otros casos analizados, a excepción de Bolivia. Como el crédito externo disponible siguió siendo significativo y el déficit fiscal bajó, el sector privado se benefició de una disponibilidad de fondos razonable. Nótese que Costa Rica y Chile son los únicos casos donde el sector privado muestra un déficit tanto en el período de ajuste caótico como en el siguiente. En Chile y Costa Rica el sector privado contó con fondos para la inversión que excedieron el ahorro que generaba y, por lo tanto, no resulta extraño que estos dos países fueran aquéllos en los que la inversión privada experimentó la recuperación más importante. En Costa Rica, la inversión privada era 6 puntos del PBI más alta en 1990 que en 1980, y en Chile se recobró sensible y sistemáticamente desde mediados de los ochenta.

El caso de Bolivia es también una muestra de la importancia de que el financiamiento externo no cayera en forma pronunciada durante el período de ajuste fiscal: el déficit fiscal se redujo sustancialmente, pero se mantuvo en un nivel promedio alto y muy superior al de Costa Rica o Chile en la segunda mitad de los ochenta. Además, Bolivia tenía un problema estructural en su sector externo. Aún así, este país logró estabilizar su economía luego de 1985, en un contexto en el que el sector privado redujo espectacularmente su superávit hasta convertirlo en un déficit. La diferencia con Costa Rica y Chile es que la falta de proyectos rentables determinó que la tasa de inversión privada continuara sin recuperarse, a pesar de la mayor disponibilidad de fondos. Claramente, el mayor apoyo externo no es una condición suficiente para crecer.

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

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

el mayor derrumbe de esa variable. La dinámica mediante la cual el ahorro y la inversión fueron adaptados al nivel de transferencia externa requerido actuó en sentido inverso a los casos exitosos de Chile y Costa Rica.

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

En el anterior análisis hemos separado los períodos 1982/85 y 1986/90 porque representan dos fases relativamente bien diferenciadas. En la primera se dio un proceso de ajuste caótico. Ante el abrupto aumento del déficit tanto fiscal como de cuenta corriente provocado por el efecto impacto de la crisis, las autoridades reaccionaron tratando de ajustar de una manera bastante desarticulada. En la segunda, desde mediados de 1985, los países más severamente afectados por la crisis pusieron en práctica programas integrales de estabilización que luego serían seguidos por intentos de reforma estructural. Argentina implementó el Plan Austral, México primero el PIRE y luego el PSE, Bolivia el plan Sachs, Chile el Plan Büchi y Brasil el Cruzado. Estos programas compartían la característica de basarse en un diagnóstico que reconocía que la profundidad de la crisis necesitaba de herramientas de estabilización diferentes de las tradicionales y que éstas debían complementarse con medidas de reforma estructural. Sin embargo, el grado de éxito alcanzado en el control de la inestabilidad y la recuperación del crecimiento fue notablemente disímil. Argentina y Brasil fallaron completamente. Bolivia y México estabilizaron la inflación pero no lograron reinstalar un proceso de crecimiento sostenido. Chile tuvo un éxito notable en ambos frentes y en menor grado también Costa Rica. Colombia, afectada de forma menos dramática por la crisis, pudo conservar un marco de razonable estabilidad y aumentó sus tasas de crecimiento, aunque sólo de manera modesta.

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

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

Luego de estallar la crisis de la deuda, el mercado de crédito externo pasó a estar racionado y el déficit de la cuenta corriente no podía ser superior al total del flujo de financiamiento externo disponible. Como todos los países mostraban un fuerte déficit estructural en la cuenta de servicios

financieros, era necesario generar un superávit comercial igual al déficit en la cuenta de servicios, neto de la cuota de financiamiento externo asignada. Cuanto mas escasa la asignación de crédito, mayor el superávit comercial necesario y mayor la transferencia neta a realizar. Como la disponibilidad de financiamiento externo fue diferente para cada país también lo fue, como vimos, la transferencia neta realizada. Una vez establecida de esta manera la cuantía de la transferencia externa neta a efectuar quedaba definido el nivel de la absorción doméstica compatible con el cierre externo. Las políticas de ajuste tenían la misión de transformar una parte de la absorción potencial en transferencia de recursos al exterior.

Dado que la mayor proporción de deuda externa pertenecía al sector público o fue nacionalizada al comienzo de la crisis, prácticamente el total de los intereses externos se devengaban en las cuentas públicas. Por lo tanto era el gobierno el que debía realizar la transferencia externa. Para ello, debía contar con recursos suficientes para adquirir las divisas provenientes del superávit comercial y girarlas al exterior en pago de los intereses de la deuda. Para generar "genuinamente" (esto es, en el marco de un déficit fiscal global nulo) los fondos destinados a adquirir las divisas originadas en el superávit comercial, la consistencia macroeconómica marcaba que era necesario inducir un superávit fiscal primario igual a los intereses externos a pagar. Si, más modestamente, sólo se buscaba evitar la presión de la transferencia sobre el mercado financiero doméstico, el requisito era generar un superávit primario igual a los intereses a pagar netos del financiamiento externo disponible para el sector público. En cualquier caso, el problema de la transferencia y del ajuste de la absorción doméstica apareció en primer lugar como la necesidad de reducir el déficit público primario en forma pronunciada. En algunos casos -como en Brasil y México donde la deuda interna era considerable- la regla a seguir para determinar el superávit primario compatible con un déficit global igual a cero era aún más estricta porque el superávit primario debía cubrir además los intereses devengados por las obligaciones públicas domésticas.

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

carácter de condición necesaria para reinstaurar el crecimiento.

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

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

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

Cuadro 3. Los indicadores macroeconómicos clave y el problema de la transferencia doméstica.

	M1/PBI (1)	Def*/M1 (2)	TCR (3)	INF (4)
Colombia	12.1	23.1	133.1	23.6
Costa Rica	13.9	-48.0	166.0	22.4
Chile	5.2	-38.0	182.3	21.4
Brasil	5.0	60.0	123.6	390.9
México	5.9	28.8	131.7	69.9
Bolivia	9.2	57.6	150.3	258.7
Argentina	2.7	144.4	293.6	506.9

- (1) Valores anuales promedio de 1982-90, en porcentajes.
 (2) Def* es el déficit fiscal neto del financiamiento externo. Los valores de la relación Def*/M1 corresponden al promedio de los datos anuales de 1982-90, en porcentajes.
 (3) Valores anuales promedio de 1982-90 del tipo de cambio real, base 1980=100.
 (4) Promedio de inflación anual 1982-90, medida por el índice de precios al consumidor.

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

El régimen inflacionario preexistente fue importante porque determinó los efectos de la devaluación nominal sobre la tasa de inflación. En las economías altamente indexadas, las continuas correcciones del tipo de cambio nominal repercutían rápidamente sobre el resto de los precios absolutos realimentando la inflación. De tal forma, la corrección real del tipo de cambio sólo podía lograrse al costo de una mayor aceleración de la inflación. Este fue el caso típico de Brasil y la Argentina que, como puede verse en el cuadro, fueron los países que mostraron los promedios de inflación más elevados. Asimismo, al consolidarse un régimen de alta inflación alimentado por la devaluación y la indexación, aparecieron nuevos factores de inestabilidad. Entre ellos, los más importantes fueron el efecto Olivera-Tanzi, que erosionaba los ingresos fiscales; la reducción en la demanda de dinero; el aumento en la variabilidad de los precios relativos y el acortamiento generalizado de la duración de los contratos, tanto del lado real como del financiero. Este último factor fue particularmente negativo. El acortamiento de los períodos de indexación y recontratación reforzó la potencia de los impulsos inflacionarios originados en la devaluación.

Vale la pena remarcar, por otra parte, que los factores tributarios e inflacionarios que estamos analizando mostraron una estrecha interrelación. Fundamentalmente porque el reducido tamaño de los mercados de bonos públicos en América Latina hace que la política monetaria y la fiscal sean escasamente independientes. Si el acceso a los mercados de capital del resto del mundo está

racionado y sólo se puede colocar una muy reducida cantidad de bonos internamente, la emisión monetaria tiende endógenamente a crecer a causa de la devaluación, en los casos en que ésta aumenta el déficit fiscal. De tal forma, los países en los cuales la devaluación al menos no empeoraba la situación de las cuentas públicas, pudieron ejercer un control mucho más estricto sobre la política monetaria y no se vieron en la obligación de convalidar pasivamente desde el lado monetario las presiones inflacionarias generadas por la devaluación nominal.

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

El mejor ejemplo en relación con esto es Bolivia. Luego de implementado su exitoso programa de estabilización, entre 1986 y 1990, este país muestra un déficit fiscal similar al argentino y más alto que el brasileño y, sin embargo, logra una reducción dramática de las tasas de inflación. La diferencia específica es que Bolivia, a diferencia de Argentina y Brasil, contó con un flujo anual de crédito externo superior a las necesidades de financiamiento originadas en el déficit fiscal y evitó, así, presionar sobre el mercado financiero y la inflación domésticos. El cociente $Def^*/M1$ que aparece en el cuadro es el promedio de un valor de 100% entre 1982 y 1985 cuando el país experimentó un proceso hiperinflacionario y otro de -23% correspondiente a 1986/90 cuando se lograron tasas de inflación dramáticamente más bajas de entre 10% y 20% anual.

En definitiva, la peor combinación que un país podía enfrentar a la hora de resolver los problemas de inestabilidad generados por la doble transferencia era contar con escaso financiamiento externo, ingresos tributarios atados al nivel de actividad interno, bajo grado de monetización en relación al tamaño del déficit fiscal y una economía altamente indexada. Argentina y Brasil, los países más inestables, enfrentaron de hecho tal situación y los mecanismos de amplificación del desequilibrio originados en las brechas fiscal y externa actuaron con total firmeza. Con el objeto de aumentar el superávit comercial se devaluaba, la devaluación empeoraba las cuentas públicas y aumentaba la presión de la emisión monetaria sobre el mercado financiero. A su vez, la devaluación nominal permanente consolidaba un régimen de alta inflación que, vía caída de la demanda de dinero, agravaba el problema monetario, y vía efecto Olivera-Tanzi deterioraba las cuentas fiscales. Los países que lograron estabilizar, como Costa Rica, Chile o Bolivia y en menor medida México, estuvieron en condiciones de cortar la cadena de causalidad que iba de la devaluación a la inestabilidad en algún

punto. Sea porque contaron con mayor apoyo externo, u obtuvieron mayores reducciones del déficit fiscal en base a ingresos tributarios que se favorecían con la devaluación, o lograron éxitos remarcables en la desindexación o, lo que fue el caso típico, porque lograron combinar de manera razonable varios de estos factores.

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

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

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

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

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

Los dos factores que jugaron un rol central en el estallido de la crisis de la deuda -el racionamiento del crédito externo y el sensible incremento de las tasas de interés- experimentaron una marcada reversión en la presente década. Como contrapartida, la restricción externa se flexibilizó de manera sustancial. La flexibilización tomó la forma concreta de una fuerte caída en la transferencia neta realizada a consecuencia tanto de la fuerte caída de las tasas de interés como de la apreciable reversión en el sentido de los flujos de capital. Mientras en la segunda mitad de los ochenta, para América Latina en su conjunto, la transferencia externa representó en promedio un 18,4% de las exportaciones, en los últimos tres años la región recibió una transferencia **positiva** equivalente al 13,5% del total de sus exportaciones. Los ingresos de capital, a su vez, pasaron de un promedio anual

de US\$ 12.200 millones a US\$ 52.000 millones en los períodos mencionados. Esto significa que los países de la región pasaron de exportadores a importadores netos de fondos prestables del resto del mundo.

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

Cuadro 4. Indicadores clave de la evolución macroeconómica reciente de América Latina.

	g (1)	Inflación (2)	Ing. de Capitales (3)	Déficit Comercial (4)	Déficit Cta.Cte. (5)
Colombia	3.3	24.3	1.160	-3.142	-1.678
Costa Rica	4.9	17.0	1.797	1.378	1.218
Chile	7.3	14.5	7.781	-1.422	3.407
Brasil	1.5	1.089.7	13.882	-39.603	-6.023
México	2.4	13.1	71.642	51.531	57.824
Bolivia	3.4	11.4	2.034	812	1.876
Argentina	7.8	32.5	28.343	2.627	19.365

- (1) Tasa de crecimiento promedio 1991-93 (1993 estimado).
 (2) Tasa de inflación promedio 1991-93 (IPC, 1993 estimado).
 (3) Ingreso de capitales, acumulado 1991-93 (1993 estimado).
 (4) y (5) Valores acumulados en 1991-93 (1993 estimado).

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

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

que hizo el tránsito inverso: pasó de mostrar tasas negativas a liderar el grupo de los países de mayor crecimiento.

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

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

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

Otros dos elementos que gravitaron muy favorablemente en el desempeño fiscal y por ende

en la estabilidad -sobre todo en los países más afectados por el problema de la transferencia doméstica- fueron la recuperación de los niveles de absorción doméstica y la tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. El aumento del nivel de actividad incrementó fuertemente la recaudación fiscal en los países en los cuales la estructura impositiva es muy dependiente del nivel de demanda agregada interna. La reducción en el tipo de cambio real, por su parte, indujo una tendencia a la baja en el gasto público en la medida en que hizo disminuir el peso real del rubro de intereses externos a pagar. Argentina, sin lugar a dudas, es el mejor ejemplo en relación con este punto⁴.

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

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

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

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

⁴ Ver Fanelli y Machuca (1994).

aún a costa de la equidad e incluso del crecimiento.

Si bien las recomendaciones del Consenso de Washington eran claras en relación a qué tipo de reformas implementar, había varios aspectos de crucial importancia para el proceso de reforma que fueron tratados en forma ambigua o bien directamente ignorados³. Tres puntos, en particular, merecen ser mencionados porque tienen plena actualidad en América Latina. El primero se refiere a la **secuencia temporal** concreta que debía seguirse en la implementación de las reformas⁴. En general, el Consenso optó por ignorar las complejidades del proceso de transición y sólo fue contundente sobre dos cuestiones: el paso inicial en la secuencia de políticas debía ser la estabilización y el último la liberalización de los movimientos de capital, el cual en ningún caso debía preceder o ser simultáneo con la apertura del comercio exterior. El segundo punto que no recibió un tratamiento sistemático fue la cuestión de si las reformas estructurales eran suficientes o incluso apropiadas para atacar los desbalances macroeconómicos básicos que la crisis dejó como secuela y que listamos más arriba. El tercer punto guarda estrecha relación con los anteriores y fue prácticamente ignorado: ¿podría darse el caso de que las reformas per-se -o la interacción entre ellas- generaran nuevos desequilibrios macroeconómicos que incluso podrían influenciar de una manera negativa los desbalances existentes?. Se dio por sentado que si se lograba la estabilidad, las reformas subsiguientes nunca podrían empeorarla.

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

³ Por razones de especialización metodológica, en nuestro análisis hemos tratado los factores estrictamente macroeconómicos ligados a la estabilidad y la consistencia ahorro/inversión y se han dejado de lado los aspectos atinentes a los importantes desequilibrios inducidos por la crisis en la estructura productiva de la economía. En concordancia con ello, en las reflexiones que siguen se enfatiza la interacción de las reformas con las restricciones dejadas por la crisis en el nuevo contexto macroeconómico de los noventa, sin hacer referencia a los efectos sobre la eficiencia productiva.

⁴ Para una evaluación crítica del problema de la "secuencia" ver Fanelli y Frenkel (1993).

generalizado que en los casos de Argentina y Chile.

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

Uno de los desequilibrios fundamentales que han aparecido en el proceso de reforma afecta al sector externo. El período de transición ha resultado ser intensivo en el uso de crédito externo y no está claro que las reformas, en el futuro, generarán los recursos en divisas necesarios para repagarlo. Esto es, en la actualidad, no hay una flexibilización ostensible de la restricción de ahorro nacional y como resultado está aumentando el endeudamiento externo. Por ende, es posible que la restricción externa en términos intertemporales sea todavía muy fuerte, aún cuando hoy no esté operando con intensidad debido a la particular situación del mercado de capitales internacional. Si en el futuro tal situación empeora, tanto la escasez de ahorro como la brecha externa podrían constituirse en severas restricciones para la tasa de inversión, que todavía dista de haberse recuperado lo suficiente. Una serie de factores que han actuado en el proceso de transición parecen relacionarse con esto. Tres merecen mencionarse aquí.

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

El segundo es que la secuencia de políticas ha tendido a seguir un orden dictado más por la coyuntura, tanto económica como política (en sentido estricto) de cada país, que por un diagnóstico que tomara en cuenta las experiencias del pasado. Particularmente importante es que la apertura del comercio externo se ha producido en un contexto de creciente liberalización de la cuenta de capitales y del mercado financiero doméstico. El abrupto aumento en los flujos de capital externo ha generado una fuerte tendencia a la apreciación de los tipos de cambio. En algunos casos como en la Argentina, la política doméstica se adaptó pasivamente y el tipo de cambio real cayó en forma significativa. En otros, como en México, pero sobre todo Chile y Colombia, las autoridades trataron de implementar políticas de esterilización activas para defender el tipo de cambio, pero los costos en términos fiscales y de aumento de tasas domésticas impidieron que tales políticas pudieran ser utilizadas en forma masiva y sistemática para defender una alta paridad cambiaria real⁷. De tal forma, al igual que en la

⁷ Sobre los efectos macroeconómicos de las entradas de capital ver Cárdenas y Barrera (1994); Agosin, Fuentes y Letelier (1994), Ros (1994) y Damill y Fanelli (1994).

experiencia de liberalización en el Cono Sur a fines de los setenta, la apertura comercial se está produciendo en el contexto de tipos de cambio que tienden a retrasarse. No es sorprendente, entonces, que el proceso de reforma haya inducido fuertes aumentos en los déficits de comercio de la región. En realidad, el país en que se ha procurado respetar en mayor medida la advertencia de no abrir el comercio en un contexto tal es Brasil donde al costo de una fuerte inestabilidad macroeconómica se trató de defender el tipo de cambio real, aunque de todos modos se ha producido cierta apreciación en relación con los promedios de la segunda mitad de los ochenta. En función de la información disponible, Brasil parece ser el país donde la apertura ha dado los mejores frutos en términos de mejoramiento de la eficiencia productiva y de la competitividad externa. Esto contrasta fuertemente con el caso argentino, donde la conjunción de la apertura comercial con la pasividad de la política de corto plazo, se tradujo en un fuerte aumento del déficit comercial financiado con endeudamiento externo.

El tercero es que los programas de privatización también están planteando problemas de secuencia. Argentina, por la velocidad y profundidad del proceso, puede ser considerado un caso arquetípico en este sentido. En este país, el capital extranjero ha participado fuertemente en la compra de empresas del Estado. Buena parte de la fuerte entrada de capital en los últimos años se explica por esta razón. En un contexto de plena apertura de la cuenta de capitales y reversión de la fuga de fondos, los ingresos por privatizaciones vinieron a sumarse y maximizar los flujos de capital que ya se estaban produciendo, exacerbando por ende las tendencias a la apreciación del tipo de cambio.

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

Por último, también es ambiguo el rol de las privatizaciones en términos de su contribución para resolver el problema de la brecha externa. Aún cuando en los últimos tres años los fondos originados en las mismas fueron decisivos para el financiamiento de la cuenta corriente, en el futuro también habrá un mayor pago de divisas en concepto de beneficios de las empresas multinacionales, que presionará fuertemente sobre el déficit existente en la cuenta de servicios financieros, a menos

que la reinversión de utilidades sea importante. Un punto que hace este problema más difícil es que buena parte de la inversión externa está dirigiéndose a la producción de servicios en las ex-empresas públicas que por definición son no-comercializables. Por ende, la capacidad de generación de divisas en otros sectores debería estar aumentando para estar en condiciones de financiar los pagos de dividendos al exterior en el futuro. Dada la actual configuración de precios relativos, ello no parece estar ocurriendo.

Cabe mencionar, para finalizar, que en este contexto de transición y reforma estructural, han surgido problemas de "economía política" muy difíciles de solucionar y donde la lógica misma de la situación lleva a que las autoridades no tengan incentivos para desactivar "preventivamente" los mecanismos que, en el futuro, podrían llevar a situaciones inestables. Esto es muy claro en lo que hace a la política cambiaria y su relación con la estabilidad tanto macroeconómica como financiera. El mayor control sobre el tipo de cambio nominal ayudó fuertemente a la estabilización de la inflación en varios países (Argentina, México y Bolivia son los casos paradigmáticos). El costo fue que los precios domésticos han tendido a moverse por encima de las variaciones del tipo de cambio nominal llevando a la apreciación de la moneda doméstica. En otra situación, ello no hubiera sido sostenible debido a la ampliación del déficit comercial, pero debido a la fuerte entrada de capitales, tal déficit ha sido financiado sin problemas. En tal contexto, en función de evitar desequilibrios futuros, las autoridades podrían actuar preventivamente corrigiendo el tipo de cambio. En las actuales circunstancias, sin embargo, los incentivos políticos para actuar de tal manera son débiles porque serían altamente impopulares. La corrección del tipo de cambio aceleraría la inflación; la reducción del déficit comercial reduciría la absorción doméstica y, además, en países como Argentina, Bolivia, Perú o Uruguay, con sistemas financieros altamente dolarizados, ello aumentaría el peso de la deuda del sector privado. Además, debido a que es el endeudamiento externo privado y no el público el que está aumentando en varios países de la región, tampoco existe una corriente de opinión en favor de reducir el grado de exposición externa de las economías: en función de la visión dominante de la política económica, se asume que las decisiones del sector privado son siempre eficientes.

BIBLIOGRAFIA

- AGOSIN, M., FUENTES, J. y LETELIER, L. (1994). "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Chile", en: OCAMPO, J.A. (Ed., 1994). Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- CARDENAS, M. y BARRERA, F. (1994). "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano", en: OCAMPO, J.A. (Ed., 1994). Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- CEPAL. Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe, varios números, Santiago de Chile.
- CEPAL. Estudio Económico de América Latina, varios números, Santiago de Chile.
- CEPAL (1991). "La transferencia de recursos externos de América Latina en la posguerra", Cuadernos de la Cepal Nro 67.
- DAMILL, M., FANELLI, J.M. y FRENKEL, R.(1992). "Shock Externo y Desequilibrio Fiscal. La Macroeconomía de América Latina en los Ochenta: Bolivia". Documento CEDES/75, Buenos Aires.
- * (1992a). "Shock Externo y Desequilibrio Fiscal. La Macroeconomía de América Latina en los Ochenta: Brasil". Documento CEDES/76, Buenos Aires.
- * (1992b). "Shock Externo y Desequilibrio Fiscal. La Macroeconomía de América Latina en los Ochenta: Chile". Documento CEDES/77, Buenos Aires.
- * (1992c). "Shock Externo y Desequilibrio Fiscal. La Macroeconomía de América Latina en los Ochenta: Colombia". Documento CEDES/89, Buenos Aires.
- * (1992d). "Shock Externo y Desequilibrio Fiscal. La Macroeconomía de América Latina en los Ochenta: México". Documento CEDES/90, Buenos Aires.
- FANELLI, J.M., y DAMILL, M. (1994). "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina", en: OCAMPO, J.A. (Ed., 1994). Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- FANELLI, J.M., y FRENKEL, R. (1993). "On Gradualism, Shock Treatment and Sequencing", en: UNCTAD, International, Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol.II, Washington D.C.
- FANELLI, J.M., FRENKEL, R. y ROZENWURCEL, G.(1992). "Growth and Structural Reform in Latin America. Where We Stand", in Alvaro Zini Junior (cd.), The Market and The State in Economic Development in the 1990s. North Holland, Amsterdam, N.York, Oxford y Tokio.
- FANELLI, J.M., FRENKEL, R. y TAYLOR, L. (1992). "The World Development Report 1991: A Critical Assessment", en: UNCTAD, International, Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol.I, Washington D.C.

FANELLI, J.M. y MACHINEA, J.L. (1994). "Capital Movements in Argentina", Mimeo, CEDES, Buenos Aires.

IPEA/INPES (1989). Perspectivas da Economia Brasileira. 1989, Rfo de Janeiro.

OCAMPO, J.A. (Ed., 1994). Los capitales extranjeros en las economfas latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.

ROS, J. (1994). "Mercados financieros y flujos de capital en México", en: OCAMPO, J.A. (Ed., 1994). Los capitales extranjeros en las economfas latinoamericanas, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.

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

WILLIAMSON, J. (1990), "What Washington Means by Policy Reform" en: Williamson, J., Latin American Adjustment. How Much has Happened?, Washington, Institute for International Economics.