

De México a México: el desempeño de América Latina en los 90

De México a México: o desempenho da América Latina nos anos 90

MÁRIO DAMILL*
JOSÉ MARÍA FANELLI**
ROBERTO FRENKEL***

RESUMO: O objetivo deste artigo é avaliar o desempenho das economias latino-americanas nos anos 90, até a crise do México de dezembro de 1994. A avaliação enfoca o problema da sustentabilidade das tendências macroeconômicas observadas na presente década e algumas características de longo prazo implícitas no desempenho recente em matéria de crescimento. Duas principais conclusões do artigo são que, após a crise do México – país que exercia até então uma influência positiva na atração de capitais –, as análises sobre as economias da região passaram a compreender que o processo de modernização em curso não era imune a crises, e que, dada a revisão nos indicadores de risco-país, os futuros ingressos de capitais não se assemelharão, em quantidade e tipo, àqueles do início dos anos 90, colocando em permanente mudança as decisões de investimentos na região.

PALAVRAS-CHAVE: Crise econômica; crescimento econômico; fluxos de capital.

ABSTRACT: The purpose of this article is to assess the performance of Latin American economies in the 1990s, until the Mexico crisis of December 1994. The assessment focuses on the problem of the sustainability of the macroeconomic trends observed in the present decade and some long-term characteristics implicit in performance growth. Two main conclusions of the article are that, after the crisis in Mexico – a country that until then had had a positive influence on attracting capital –, analyzes of the region's economies came to understand that the ongoing modernization process was not immune to crises, and that, given the revision in the country risk indicators, future capital inflows will not be similar, in quantity and type, to those of the early 90s, putting investment decisions in the region in permanent change.

KEYWORDS: Economic crisis; economic growth; capital flow.

JEL Classification: G01; O40.

* Profesor de la Universidad de Buenos Aires – UBA, Buenos Aires, Argentina. E-mail: damill@cedes.org.

** Profesor de la Universidad de Buenos Aires – UBA, Buenos Aires, Argentina. E-mail: josefan@cedes.org..

***Profesor de la Universidad de Buenos Aires – UBA, Buenos Aires, Argentina. E-mail: frenkel@cedes.org.

1. INTRODUCCIÓN: LOS PRIMEROS AÑOS 90 Y LA CRISIS MEXICANA¹

El objetivo 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 el problema de la sustentabilidad de las tendencias macroeconómicas observadas a comienzos de la presente década y algunas características de largo plazo implícitas en el desempeño reciente en materia de crecimiento. La primera cuestión se refiere a fragilidad de los equilibrios macroeconómicos alcanzados por las distintas economías de la región. La otra cuestión se trata de indagar en que medida las tasas de crecimiento positivas que la mayor parte de los países de región han venido experimentando en los últimos años pueden interpretarse como evidencia de un proceso sostenido de desarrollo.

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 de región 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 puede argumentarse, tres “casos estilizados”: Argentina y México, Chile y Colombia y Brasil.

Desde el comienzo de los años 90, América Latina mostró nítidos indicadores de recuperación económica. 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, lanzado en julio, puso a esa economía en sintonía con el del resto de los países mayores del área, tanto en materia de inflación cuanto en lo nivel de actividad. Paradójicamente, pocos meses después de que la economía del Brasil se alineara 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 podía 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 región en conjunto. Su evolución en los 90 era considerada un proceso estable de desarrollo con creciente integración comercial y financiera internacional y era percibido como la vanguardia de procesos de semejante naturaleza en otros países. Así, la atracción ejercida por México

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

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. En este sentido, la crisis mexicana es un hito que marca el fin de un período para toda la América Latina – los primeros años 90 – cuyo momento inicial puede ubicarse en 1990, cuando México, precisamente, firmara el primer plan Brady de reestructuración de la deuda externa.

La ayuda masiva financiera 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 1992, el mercado financiero continuó esta vez abierto para los países de región. De cualquier modo, 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 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 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 externo y fiscal. 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 fiscal.³ 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

² Cf. Damill, Fanelli & 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.

masivo de fondos del exterior. Con el alivio de la restricción externa, el desempeño económico regional mejoró porque muchos de los mecanismos que habían alimentado la inestabilidad en los 80 pudieron ser desactivados como la disponibilidad de financiamiento externo, que permitió la expansión de la absorción doméstica y la reversión de los flujos de capital. 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 para 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 tributarias y administrativas con mayor eficacia que en el pasado. En algunos países el equilibrio fiscal fue facilitado por la realización de privatizaciones masivas financiadas en parte con ingresos de capital del exterior.

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. La tasa media de crecimiento regional fue de 3,3% en 1991-93 y 3,7% en 1994. México creció 2,4% en 1991-93 y 3% en 1994. El PBI de Argentina aumentó en media 7,8% en 1991-93, inducido por una expansión de la demanda que siguió a la aplicación del Plan de Convertibilidad, iniciado en abril de 1991 y 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 en Colombia en 1991 para volver luego a mantenerse estable en los años siguientes, cerca de 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 mostró el mismo tipo de expansión que se había observado en la Argentina, en 1991.

En relación a la inflación (Cuadro 1), 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 gradual-

mente 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 32,4% en 1990 y desde entonces ha venido reduciéndose en un proceso también asociado con la apreciación cambiaria. Recientemente, a finales de 1994, se intentó un programa antiinflacionario de mayor alcance. 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. En 1991-93 los flujos netos de recursos financieros a la región sumaron US\$ 165,9 mil millones, mientras que los déficits de cuenta corriente acumularon US\$ 98 mil millones (Cuadro 1). 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, US\$ 75, 29,3, 19,5 y 7,7 mil millones correspondieron a México, Argentina, Brasil e Chile, respectivamente. Estos países concentraron 80% del flujo regional total en 1991-93. Fuera del grupo de países considerado, los ingresos de fondos fueron significativos en Perú y Venezuela. El ingreso máximo anual se registró en 1993, cuando alcanzó a los US\$ 70 mil millones, de los cuales US\$ 29,5 e 14,8 mil millones correspondieron a México y a Argentina, respectivamente.

Los tipos de cambio. La apreciación cambiaria fue un fenómeno generalizado en América Latina. Sin embargo, los países difieren respecto a la magnitud del fenómeno (Cuadros 2 y 3). 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, 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 en 1990, como consecuencia del Plan Collor; después de su fracaso, el tipo de cambio real fue devaluado continuamente hasta 1993. 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 asociada 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).

La evolución del balance comercial. El déficit comercial de la región tuvo una tendencia creciente y alcanzó los US\$ 15,3 mil millones en 1993. Pero las cifras latinoamericanas agregadas comprenden comportamientos nacionales muy dife-

rentes. En Brasil acumuló US\$ 39,8 e 11,3 mil millones en 1991-93 y 1994, respectivamente, pese al aumento de importaciones (Cuadro 1). En el otro lado, en 1991-93, México y Argentina registraron US\$ 63,2 e 8,1 mil millones de déficit comercial acumulado, respectivamente. 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 US\$ 29 mil millones. 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 US\$ 2,3 mil millones en 1991 a un déficit de US\$ 2,1 mil 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 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 en los términos del intercambio de América Latina – incremento de 2,7%. En los casos de Colombia e Chile el incremento fue de 12,7% y 7,9%. En estos países las exportaciones aumentaban 20% e 25% e las importaciones 22% e 7%, respectivamente (los precios del cobre y del café subieron alrededor de 19% y 94%, respectivamente). 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 real se aceleró. En Chile, 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, México y Argentina experimentaban en 1994 un deterioro adicional en sus cuentas de comercio, alcanzando 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 gravitó sobre la evolución de los indicadores que permiten caracterizar el grado de fragilidad externa de las economías consideradas (Cuadro 5). La relación Déficit de Cuenta Corriente/Exportaciones (DCC/X) para América Latina en conjunto era de 27,5% en 1993 y 26,1% en 1994. Este indicador regional está “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 1993, porque constituye el antecedente inmediato del cambio de tendencia de los flujos de capital en 1994, que se describirá más adelante. 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 en Colombia 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.

El desempeño fiscal. 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. 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 (Cuadro 8).

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 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 – en 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 estas 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 principales 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 drástica reducción de la inversión pública, acentuada en los 90, 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 sostener el proceso de apreciación cambiaria y de desinflación y 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 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 al 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 superávits 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 bajo el régimen de tipo de cambio fijo.

En el caso del Brasil 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 (Cuadro 8). 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 cocientes más desfavorables de fragilidad externa en la región. En

ese marco era dable esperar que se plantearan dificultades para mantener los indicadores de desempeño 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 del arribo a un punto de inflexión. Uno de ellos fue el cambio en la tendencia de las reservas internacionales en Argentina y en México 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.

A partir de esa decisión de la FED, los precios de los bonos de largo plazo cayeron y las tasas de largo se incrementaron conjuntamente con las de corto. Ambos movimientos tuvieron, entre tanto, 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 (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. Esta 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 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.

El incremento de las primas de riesgo-país no fue parejo en la región: las mismas parecen haberse elevado en estrecha correlación 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 secundaria es sintomático (Cuadro 6B): se observan caídas en los casos de México y Argentina ya a comienzos de 1994, una declinación menor en el caso del Brasil y una estabilidad en el caso 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 consideraba “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 Latina.⁴

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 1994, ingresos totales en América Latina sumaron US\$ 47 y 55 mil millones en 1994 y en promedio anual en 1991-93, respectivamente y a un máximo del orden de los US\$ 70 mil millones en 1993. Este cambio está explicado por los dos países mencionados, y en mayor medida por México, cuyo ingreso neto anual se redujo a US\$ 10,5 mil millones. En Brasil y Colombia los inlfujos de capital aumentaron en 1994 y en el resto de la región fueron estables.

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, para México y Argentina, los déficits habían sido de US\$ 23,5 y 7,5 mil millones y aumentaron para US\$ 30,6 y 11,1 mil millones en 1994, respectivamente. 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 primera vez en los años 90. México contaba con US\$ 29 mil millones de reservas en febrero de 1994, cuando la política monetaria de Estados Unidos empezó a aumentar las tasas de interés, y éstas se habían reducido a US\$ 6 mil 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 – 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 aquéllos que hasta 1993 habían 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 inercial de la cuenta corriente del bal-

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

ance 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. En México e en la Argentina los déficits de cuenta corriente crecieron persistentemente en 1991-93, mientras los influjos de capital resultaban aún 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, 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 deuda externa y el balance comercial son los elementos principales de la cuenta corriente. el primero de ellos tiene un obvio componente inercial. El 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, aún 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 conjuntamente con la liberalización del comercio, y la estructura productiva se ha adaptado considerablemente a la disponibilidad de bienes 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 (los procesos denominados de desindustrialización y de desubstitución).

Si los ingresos de capitales continuaran declinando en el futuro, tanto en la Argentina como en México, los déficits 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 entre 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, 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. Otro punto que debe mencionarse se refiere a la reversión de los influjos 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.

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 influjos de capitales de los primeros años de 90 pudiesen ser permanentes o, al menos, fuesen a mantenerse en niveles elevados por un período lo suficientemente extenso para financiar los 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 los mismos 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 influjos 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 confrontan 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 efectos del Plan Real sobre el balance de pagos del Brasil colocaron a esta economía en una situación 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 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 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 déficits 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 cambiaria 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: (i) la crisis involucra directamente a un caso ejemplar de la región en materia de ortodoxia y reforma estructural orientada al mercado; (ii) 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; (iii) 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 1993-94 y (iv) aunque el FMI expresó en 1981, en relación con Chile, la misma opinión y los mismos juicios optimistas que expresara recientemente en relación con México, tanto el FMI 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.

Las circunstancias señaladas contribuyen a explicar las características extraordinarias del paquete promovido por la administración de los Estados Unidos y por el Fondo. 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, aún 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 en el período de crisis de los 80.

Los efectos persistentes del período de inestabilidad sobre la estructura económica.⁵ 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 microeconómica que debilitaron la capacidad de alcanzar tasas altas de crecimiento. Los casos extremos de procesos prolongados de alta inflación, como los de Argentina y Brasil, sirven para ejemplificar el punto. En casos como estos se experimentó una gran volatilidad de las variables económicas durante años. 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 de asignación reales y financieras asumidas en un ambiente de alta incertidumbre y 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.

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 aquéllos 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 en 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

⁵ Cf. Fanelli & Frenkel (1994).

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 años 80 inflaciones comparables a las de Argentina, Brasil y México – las tasas máximas fueron del orden de 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. 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 (Cuadros 10 y 11). 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% en Argentina y de 8,3% del PIB en México.

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. Por contrapartida, las situaciones 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 las diferencias en los patrones de crecimiento y 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. En el período 1982-90 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%, 36,7% e 32,2% de las exportaciones e 4,2%, 3,5% e 3,2% del PIB en México, Argentina e Brasil, respectivamente.

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 as-

pectos importantes del proceso de reforma han sido en la práctica tratados ambiguamente o ignorados: (i) 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; (ii) 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 económicas y políticas de corto plazo, más que por un diagnóstico que tome en cuenta las lecciones de las experiencias pasadas. 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. 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 la expansión de la liquidez y el crédito indujo una fuerte expansión de las importaciones de bienes de consumo e intermedios y una caída de las tasas de ahorro (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. el efecto de 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 transitaría 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 Entre los países considerados,

⁶ Merece ser mencionado que los efectos de desplazamiento de la liberalización comercial deben esperarse aún cuando no se produzca simultáneamente apreciación cambiaria. La teoría convencional de la apertura comercial supone que estos efectos serán compensados por nuevas actividades de

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 conjuntamente con un fuerte boom de demanda agregada inducida por los propios ingresos de capital.⁷ En este caso, la expresión más notable de los efectos es la evolución del desempleo: 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 del 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 inversión.⁸

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

exportación – dejando los recursos totales plenamente ocupados – con aumentos netos 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 de 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 consecuencia la inversión total.

Perú, los rasgos estilizados de la evolución reciente de los sistemas financieros se asemejan 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.

El comportamiento del ahorro y la inversión. En este punto se examina el comportamiento del ahorro y la inversión. La información analizada está basada en las estadísticas de Cuentas Nacionales de cada país y las diferentes prácticas de contabilidad nacional no permiten una comparación internacional estricta, aunque sí comparaciones inter-temporales en cada país. Se examinan 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. Cabe anotar que, en todos los casos, las tasas medidas en proporción del PIB desde 1980 (Cuadro 20), 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 años 70: desde 2,5% en Argentina, hasta 7,1 % en Chile. 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.

En Chile, las tasas de inversión y ahorro nacional en porcentajes del PIB alcanzaron en los 90 la tasa de 2,5% (Cuadro 11). En el período hubo una pequeña reducción de la tasa de ahorro nacional y el ahorro externo aumentó 2,8%. En consecuencia, puede decirse que prácticamente todo el aumento de la tasa de ahorro externo financió el incremento de la tasa de inversión. Entre 1980-90 la tasa de inversión había aumentado en 5,3% y la de ahorro nacional en 10,3%. En 1993, las tasas de inversión y de ahorro nacional estaban 7,8% y 10% por sobre los niveles de 1980, respectivamente. En Colombia, la tasa de inversión de 1993 era similar a las de 1990-80. Hubo un ligero aumento en los 90. Por otro lado, en el mismo período la tasa de ahorro externo se incrementó en 6,7% y la tasa de ahorro nacional se redujo 6,2 %. 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% menor que en 1980 y entre los mismos años hubo un incremento de similar magnitud en la tasa de ahorro externo. Como veremos 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 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% 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 3%, respectivamente. En 1993 estas tasas eran 5,2% y 6,4% más bajas que en 1980, respectivamente. En el caso argentino el incremento de la tasa de inversión fue significativo en los 90: 4,4%, contra el promedio 1980-90. En el mismo período hubo un aumento de 6,2% en la tasa de ahorro externo y una reducción equivalente a 1,8 % 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% 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. 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 1 % del PBI. Entre 1980- 93 se redujo en 3, 7 %. Sin embargo, se verá enseguida que la tasa de formación de capital brasileña se deterioró bastante más que lo que indica la tasa de inversión a precios corrientes, porque en los 80 aumentó en forma significativa el precio relativo de los bienes de capital.

Para contar con una estimación más precisa de la evolución de la formación de capital es necesario considerar el comportamiento del precio relativo de los bienes de inversión. 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 (Cuadro 12). La performance relativa de los países en comparación de 1993 con la media de 1970-80 confirma los resultados previos: en 1993, las tasas de inversión en Argentina, Brasil y México son significativamente inferiores a las medias de 1970-80, mientras son 1,4% y 2,3% del PBI superiores en los casos de Chile y Colombia, respectivamente (Cuadro 13). 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 ha resultado beneficioso para la formación de capital, en especial en Colombia, México y Argentina. En general, el precio relativo de los bienes de capital siguió una trayectoria ascendente en los 80 y tendió a declinar en los 90 (Cuadro 14), que está asociado con la apreciación cambiaria y la reducción de aranceles.

Los precios relativos, la productividad y la competitividad. En este punto se examina 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. el índice de salarios en dólares puede considerarse una aproximación del precio en dólares constantes del trabajo o, más generalmente, como una estimación aproximada de la evolución del precio de los servicios. Esta puede compararse con la evolución del producto per capita a precios constantes a fin de estimar la tendencia de la competitividad de las actividades comerciables domésticas. 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 (1991) y Argentina (1988) la política cambiaria de los años 90 predeterminó el tipo de cambio nominal. Aunque la tasa de inflación tendió 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, el tipo de cambio real tendió a apreciarse desde la prefijación del tipo nominal (Cuadros 15 y 17). Si los salarios se hubieran indexado completamente con la inflación de precios de los bienes de consumo, su valor en dólares habría tendido a incrementarse. De hecho, el salario real se mantuvo estable en Argentina y aumentó en México. 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. En Chile se verificaron también tendencias sistemáticas a la apreciación del dólar y el aumento del salario real desde 1989 (Cuadro 19). En 1993, el valor en dólares del salario se había incrementado en 50% respecto al 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 capita se elevó un 27%. En Brasil, el salario en dólares de 1993 era 35% más alto que en la segunda mitad de los 80 mientras que el PBI per capita era 5% inferior (Cuadro 21). 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. 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. Cerca 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 había caído 9% e 16% en México y Argentina, respectivamente. 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 (Cuadro 15) y en 35% en la Argentina (Cuadro 17).

En Brasil, en los 90, el producto industrial fluctuó siguiendo el ciclo de la demanda agregada, mientras que el empleo en las manufacturas tendía sistemática-

mente a reducirse. La reactivación se ha iniciado a mediados de 1992 (Cuadro 22), simultáneamente con una reducción del empleo. En Chile, en 1993, el producto y el empleo de la industria eran 37% y 28% (Cuadro 20) 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 aumento de las exportaciones de manufacturas chilenas a Argentina en este período refuerza 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.

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. & 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., FRENKEL, R. & ROZENWURCEL, G. (1993) “Crecimiento económico en América Latina: experiencia reciente y perspectivas”. *Desarrollo Económico*, v. 33, n. 130, julio-setiembre.
- DORNBUSCH, R. & WERNER, A. (1994) “Mexico: stabilization, reform, and no Growth, Brookings Papers on Economic Activity”, I: 1994, Washington, D.C, The Brookings Institution.
- FANELLI, J. M. & FRENKEL, R. (1994) “Estabilidad y estructura: interacciones en el crecimiento económico”. Santiago de Chile, CEPAL-CIID.
- FANELLI, J. M., FRENKEL, R. & ROZENWURCEL, G. (1993) “Growth and structural reform in Latin America: where we stand”. UNCTAD, Discussion Papers n. 62, Ginebra.
- FFRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES, S. (eds.) (1995) “Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas”. CEPAL-*El Trimestre Económico*, Chile-México.
- FRENKEL, R. (1995) “Macroeconomic sustainability and development prospects: the Latin-American performance in the 1990s”. UNCTAD, Discussion Papers n. 100, Ginebra, agosto.
- UNCTAD, Trade and Development Report 1993, Naciones Unidas, Nueva York.

CUADRO 1
Indicadores macroeconómicos claves de los 90

	Crecimiento (1)	Inflación (2)	Entrada de capitales (3)	Déficit comercial (4)	Déficit cuenta corriente (5)
	1991-1994 1993	1991-1994 1993	1991-1994 1993	1991-1994 1993	1991-1994 1993
COLOMBIA	3.3 5.0	24.3 23.0	1853 3075	-2535 2160	-1055 3020
CHILE	7.3 4.5	14.5 8.9	7729 3145	-374 -605	3513 645
MÉXICO	2.4 3.0	13.1 6.9	75005 ^(a) 00	63213 23645	59184 ^(a) 30600
ARGENTINA	7.8 6.5	32.5 3.6	29374 10238	8130 6000	14828 11118
BRASIL	1.5 4.5	1089.7 ^(b) 950.0	19483 13060	-39897 -11300	-4186 3060
AMERICA LATINA y EL CARIBE	3.3 3.7		165915 47265	16139 19200	97922 52300

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

(2) 1991-1993: tasa de inflación promedio (%); 1994: estimada. Precios al consumidor.

(3) (4) y (5): 1991-1993: montos acumulados; 1994: estimado (millones de dólares).

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

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

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.

CUADRO 2
Tipo de cambio real^(a)
(Indices 1990=100)

País/ período	Promedio 1986-1990	1991	1992	1993	1994	1994/ Prom. 1986-1990
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 Estados Unidos y deflacionado por el IPC.

Fuentes: CEPAL e Instituto de Economía do Setor Público (Brasil).

CUADRO 3
Tipo de cambio real efectivo de exportación^(a)
(Indices 1990=100)

País/ período	1986-1990	1991	1992	1993	1994	1994/(1986-1990) (%)
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.

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

País/periodo	Promedio 1986-1990		1991		1992		1993		Promedio 1991-1993		1994 ^(b)		Promedio 1991-1994	
	X	M	X	M	X	M	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
América 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 US\$ bienes en millones, 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.

CUADRO 5
Indicadores de fragilidad financiera externa

País/ período	Déficit de cuenta corriente/ exportaciones (%)*		Deuda externa total desembolsada/ exportaciones (%) ^a	
	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

^(a) Exportaciones de bienes y servicios.

Fuente: Elaboración propia en base a CEPAL, Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1994.

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

(Porcentaje del valor nominal)									
País	1993				1994				1995
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Trim.
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 EE.UU.

País	Bono	Rendimiento		Spread	
		Oct. 1993	Oct. 1994	Oct. 1993	Oct. 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.

CUADRO 8
Déficit (-) o superávit del sector público a precios corrientes
(Porcentaje del Producto Bruto Interno)

País	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 ^(*)	0.5 ^(*)		
	nominal	-8.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Argentina	-4.6	0.1	0.4	1.1	0.1	
		-1.1 ^(*)	-0.4 ^(*)			
Brasil	operacional	-4.1	1.4	-2.1	0.3	-
		nominal	-48.8	-23.4	-41.0	-49.6

^(a) Estimación preliminar.

^(*) 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 México, Banco Central de Brasil y Ministerio de Economía de Argentina.

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

País	Crecimiento promedio del PBI	Tasa media anual de inflación
Colombia	4.6	26.3
Chile	6.1	20.1
México	1.4	73.2
Argentina	0.4	1382.1
Brasil	2.0	942.3

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL.

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	-0.5	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	7.8	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.

CUADRO 11
Variaciones de las tasas de ahorro e 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.*

CUADRO 13
Variación de las tasas de inversión
(En porcentajes 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.

CUADRO 15
Productividad, salarios y tipo de cambio en México
(1986-90 = 100)

	PBI per capita	Salario en dólares constantes (1)	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

⁽¹⁾ Salario medio manufacturero en dólares nominales deflactado por el Índice de Precios Mayoristas de Estados Unidos.

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 & Werner (1994).

CUADRO 16
Empleo, productividad y competitividad internacional de la manufactura en México
(1986-90 = 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	122.90	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, varios números; Banco de México, datos no publicados de el Ministerio de Finanzas, Salinas de Gortari (1993) y Estadísticas financieras internacionales del FMI, tomados de Dornbusch & Werner (1994).

CUADRO 17
Productividad, salarios y tipo de cambio en Argentina
(1986-90 = 100)

	PBI per capita	Salario en dólares constantes (1)	Tipo de cambio real	Salario real
1986	104.24	113.12	96.52	118.52
1987	105.65	101.26	97.56	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

(1) Salario medio manufacturero en dólares nominales deflactado por el Índice de Precios Mayoristas de Estados Unidos.

Fuentes: Elaboración propia en base a datos de 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
(1986-90 = 100)

	Empleo	PBI Manufactura	Productividad del trabajo	Costo laboral unitario en dólares constantes
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

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

CUADRO 19
Productividad, salarios y tipo de cambio en Chile
(1986-90 = 100)

	PBI per capita	Salario en dólares constantes (1)	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	111.95	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

(1) Salario medio manufacturero en dólares nominales deflactado por el Índice de Precios Mayoristas de Estados Unidos.

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	127.76	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.

CUADRO 21
Productividad, salarios y tipo de cambio en Brasil
(1987-90 = 100)

	PBI per capita	Salario en dólares constantes (1)	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

(1) Salario medio manufacturero en dólares nominales deflactado por el Índice de Precios Mayoristas de Estados Unidos.

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	77.74
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.

