

(“Crisis financieras en ...”)

## I. GLOBALIZACIÓN DE LA VOLATILIDAD FINANCIERA: DESAFÍOS PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Ricardo Ffrench-Davis  
José Antonio Ocampo

|  |    |
|--|----|
| Introducción .....   | 1  |
| 1. Tres episodios de afluencia financiera a las economías emergentes desde los setenta .....                     | 3  |
| 2. Entradas de capitales y deterioro de los fundamentos macroeconómicos .....                                    | 6  |
| a) La sostenibilidad de la recuperación de las economías en recesión.....  | 7  |
| b) Sobreajuste expansivo en las economías emergentes de Asia y América Latina .....                              | 8  |
| c) Por qué el mercado no impide que se excedan los límites sostenibles .....                                     | 10 |
| 3. Costos económicos y sociales de las crisis mexicana y asiática en los estudios por países seleccionados ..... | 14 |
| a) México y la crisis del tequila .....  | 15 |
| b) Corea y la crisis asiática.....   | 17 |
| c) Chile y Taiwán, contra la moda .....  | 19 |
| 4. Recetas o creencias erróneas en boga .....  | 22 |
| a) La recuperación de las crisis recientes ha sido rápida.....   | 23 |
| b) La apertura de la cuenta de capitales desalienta los desequilibrios macroeconómicos .....                     | 24 |
| c) Los regímenes cambiarios extremos son las únicas opciones eficientes hoy .....                                | 26 |
| d) El ahorro externo tiende a complementar al ahorro interno .....   | 28 |
| e) La regulación y la supervisión prudenciales son suficientes para hacer frente a la volatilidad externa .....  | 29 |
| 5. Lecciones de políticas que no deben ignorarse .....   | 30 |
| a) Mantener un nivel, composición y utilización sostenible de los flujos de capital ....                         | 30 |
| b) Evitar macroprecios e indicadores desalineados.....   | 31 |
| c) Adoptar una regulación selectiva flexible.....  | 32 |
| d) Reforma del entorno internacional para una globalización más eficiente y balanceada.....                      | 33 |
| e) El foco central de una política anti-crisis consiste en un manejo prudencial de los auges .....               | 34 |
| Referencias bibliográficas .....   | 35 |
| Cuadros y gráficos.....  | 39 |

30/01/01

## **I. GLOBALIZACIÓN DE LA VOLATILIDAD FINANCIERA: DESAFÍOS PARA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES**

Ricardo Ffrench-Davis  
José Antonio Ocampo\*

### **INTRODUCCION**

Una de las características sobresalientes de las crisis financieras modernas es que han ocurrido en economías emergentes consideradas generalmente exitosas hasta el momento de la crisis. Además, las crisis recientes son muy distintas de las que sucedieron entre los decenios de 1940 y de 1970 en América Latina, cuando presentaban tres rasgos diferentes a los de las experiencias recientes. En el pasado las crisis suponían, en primer lugar, grandes déficit fiscales financiados desde el exterior, o, en su defecto, por el banco central. Por otro lado, los sistemas financieros internos estaban “reprimidos”, hecho acompañado generalmente por el acceso del sector privado a créditos o redescuentos bancarios con tasas de interés reales negativas. Por último, las crisis de balanza de pagos se asociaban frecuentemente con un empeoramiento abrupto de los términos del intercambio y/o la existencia de tipos de cambio excesivamente revaluados, fruto de decisiones de política explícitas.

En los últimos veinticinco años, se ha ido desarrollando paulatinamente una nueva variedad de crisis en América Latina y Asia, con cuatro características que las distinguen de las anteriores. En primer lugar, el mercado internacional de capitales ha sido el principal generador de shocks (tanto positivos como negativos). En segundo lugar, los flujos generalmente se han efectuado entre agentes privados, es decir se trata de corrientes de “privados a privados”. Por el contrario, los déficit fiscales han cumplido un papel secundario y, de hecho, en la mayoría de los casos las finanzas públicas estaban equilibradas o eran superavitarias. En tercer lugar, las víctimas de estas crisis financieras han sido economías emergentes (EE) consideradas muy “creíbles” y “exitosas”. En realidad, el grueso de las corrientes financieras privadas se concentró en unos pocos países en desarrollo que figuraban entre los más florecientes y mejor organizados.

---

\* Asesor Regional Principal y Secretario Ejecutivo de la CEPAL, respectivamente. Agradecemos la colaboración de Angela Parra y Heriberto Tapia.

En cuarto lugar, estas corrientes se han caracterizado por una falta de regulación, tanto por el lado de la oferta como de la demanda. Habitualmente, los sistemas financieros nacionales han sido liberalizados, sin la evolución paralela, en grado suficiente, de un sistema de supervisión y regulación prudencial interno.

En la práctica, por supuesto, la diferencia entre las crisis "nuevas" y las "antiguas" es menos pronunciada que la expuesta. Una experiencia pionera del nuevo tipo de crisis fue la registrada en Chile en el decenio de 1970 y primeros años de los ochenta, pero las crisis antiguas siguieron predominando en América Latina en la misma época, y otros países del cono sur se encontraban en una situación intermedia. En el decenio de 1990 ya predominaba el nuevo tipo de crisis, tanto en América Latina como en Asia, aunque ha habido episodios mixtos en que las nuevas crisis aparecían con características antiguas –déficit fiscales y fluctuaciones de los términos del intercambio.

La evolución de las corrientes de capital privado en los últimos treinta años es bien conocida. En el decenio de 1970, se puso a disposición de muchos países en desarrollo un volumen considerable de fondos. Luego, en el decenio siguiente, se produjo una severa y generalizada escasez de financiamiento, sobre todo para los países latinoamericanos. Por el contrario, con la sola excepción de las Filipinas, los países asiáticos afectados por los vaivenes de los mercados financieros internacionales se reajustaron rápidamente y superaron los efectos de contagio. En el decenio de 1990, el financiamiento volvió a América Latina, pero cargado de volatilidad. Luego del retorno de las corrientes de capital entre 1991 y 1994, hubo una gran reducción, con una salida generalizada de los flujos de cartera a fines de 1994 y comienzos de 1995, concentrada en México y Argentina. A la crisis del “tequila” siguió un renovado acceso en 1996-97, pero en 1998-2000 se produjo una nueva escasez de financiamiento externo, como contagio de la crisis que estalló en Asia en 1997, agravada por el empeoramiento de los términos del intercambio de muchos países de la región. En todos estos episodios, los movimientos del financiamiento externo fueron inducidos en gran parte por factores de la oferta.<sup>1</sup> Tuvieron un fuerte impacto sobre las economías nacionales en ambos extremos del ciclo, con el contagio del exceso de optimismo, primero, y de un pesimismo exagerado, más tarde.

---

<sup>1</sup> Hay evidencia de que estos cambios se originaron, en gran medida, en las fuentes de oferta. Véase Calvo (1998); Culpeper (1995).

Hasta 1996, las economías emergentes prósperas de Asia parecían inmunes a la inestabilidad que se asocia a los flujos de capital, según se dedujo por su comportamiento durante la crisis del tequila. En realidad, parte de los egresos de fondos desde los países latinoamericanos se desviaron al Asia durante ese episodio. Los acontecimientos posteriores muestran que ya no operó esa inmunidad, lo que implica que ambas regiones soportaron fuerzas desestabilizadoras comunes.

La sección 1 describe los tres episodios de afluencia masiva de capitales hacia América Latina desde el decenio de 1970. En la sección 2 se pasa revista a los principales efectos macroeconómicos que tuvieron esas afluencias y sus repercusiones de política. La sección 3 compara la experiencia concreta de distintos países emergentes incluidos en el proyecto de investigación: tres casos de economías consideradas muy “exitosas” hasta que, repentinamente, tuvieron que afrontar graves crisis, a saber: Corea y México en el decenio de 1990 y Chile en el de 1970; por el contrario, Chile en los primeros años de la década de 1990 y Taiwán en los últimos dos decenios se incluyen como ejemplos de economías que, por aplicar políticas macroeconómicas prudentes, pudieron evitar los desequilibrios internos y amortiguar los efectos de contagio. En la sección 4 se analizan cinco planteamientos que involucran la aplicación de recetas falaces que están de moda. En la sección 5 se resumen algunas lecciones que podrían ser útiles para la conducción de la política interna y para la reforma de la arquitectura del sistema financiero internacional.

### **I. Tres episodios de afluencia financiera a las economías emergentes desde los setenta**

A nivel mundial, los factores puramente financieros han estado evolucionando a una velocidad mucho más acelerada que el comercio internacional y la globalización de la producción. En los decenios de 1970 y 1980, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros y a relajar o eliminar sus restricciones sobre el uso de monedas extranjeras (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989). Este fenómeno, junto con las innovaciones revolucionarias en materia de informática y telecomunicaciones, así como en el uso de técnicas financieras cada vez más refinadas, contribuyeron al notable auge de los flujos internacionales. En general, el auge financiero se desarrolló en un contexto de regulación y supervisión flojas o inexistentes, y

en el cual, además, las reglamentaciones tenían un sesgo procíclico (Ocampo, 1999 y 2000; Griffith-Jones, 2001; Naciones Unidas, 1999; Turner, 2000).

El ingreso neto de capitales a América Latina representó alrededor de 5% del PIB en 1977-81, 1991-94 y 1996-97. En los tres períodos, los tipos de cambio se apreciaron, lo que llevó naturalmente a un acelerado incremento de las importaciones *vis-à-vis* las exportaciones; el consiguiente déficit en cuenta corriente fue financiado (en realidad, sobrefinanciado) por un fuerte aumento de los pasivos externos (CEPAL, 1998 y 2000b). Todas estas variables macroeconómicas experimentaron sobreajuste.<sup>2</sup> En algunos casos, el proceso de “ajuste” se ancló a una variable dominante única, lo que generalmente ha determinado desequilibrios en otras variables; frecuentemente, un descenso de la inflación ha estado asociado con la apreciación del tipo de cambio real y déficit externos crecientes. Como es evidente, ese tipo de ajuste se facilitaba con el acceso al financiamiento externo; es decir, probablemente habría estado ausente si la oferta de financiamiento hubiera sido escasa.

A consecuencia del mayor volumen de financiamiento externo disponible se generó una demanda mayor por acceder a él, debido a políticas internas procíclicas o pasivas. Los países receptores que adoptaban tales políticas procíclicas registraban así una creciente revaluación cambiaria, con mayores déficit en cuenta corriente financiados en alto grado con afluencias volátiles de capital, y tendían a volverse cada vez más vulnerables frente a sus acreedores externos. El ejemplo más conspicuo fue el de México en 1991-94 (Ros, 2001). Dada la gran cantidad de activos financieros colocados en la región, los acreedores se volvieron más sensibles ante cualquier “mala noticia”. Esta sensibilidad aumentaba fuertemente con el volumen de los pasivos de corto plazo (Rodrik y Velasco, 1999).

El aumento espectacular de las corrientes financieras internacionales en los últimos años ha sido más diversificado en el decenio de 1990 en comparación con los setenta, pero la situación es ahora potencialmente más inestable, ya que la tendencia ha sido ir desde el crédito bancario de largo plazo, predominante en el decenio de 1970, hacia los flujos de cartera, los préstamos bancarios de corto y mediano plazo y los depósitos a plazos cortos; es decir, una proporción muy alta de la nueva oferta de financiamiento se caracteriza por ser de corto plazo o

---

<sup>2</sup> La generación de desequilibrios, en un contexto de repetidas declaraciones sobre la necesidad de mantener los equilibrios macroeconómicos, revela una insuficiente comprensión sobre la forma de lograr equilibrios sostenibles y consistentes con el proceso de desarrollo. Véase Ffrench-Davis (1999, cap. VI).

líquida. Así, paradójicamente, ha ocurrido una diversificación hacia una mayor volatilidad en los noventa; el mejoramiento relativo después del tequilazo, en que aumentó la proporción de la inversión extranjera directa<sup>3</sup>, incluyó todavía una proporción apreciable de flujos volátiles. Sobre las bases establecidas para los bonos Brady a fines de los años ochenta, un amplio mercado líquido para las inversiones de cartera se consolidó en los noventa, siendo América Latina el principal destino del financiamiento por la vía de bonos y acciones; este mercado ofrecía expectativas de una alta rentabilidad durante las fases ascendentes de ambos ciclos en el decenio de 1990, como se examinará más adelante (véase la sección 2c).

En 1991, el stock efectivo de activos invertidos en América Latina por los inversionistas que habían *descubierto* estos mercados emergentes estaba, evidentemente, por debajo del stock deseado. Es así como hacia 1994 los inversionistas habían colocado un volumen notable en la región. Los ingresos netos de capital financiaron los crecientes déficit en cuenta corriente, y los pasivos se fueron acumulando con el tiempo. A veces se registraban al mismo tiempo grandes descalces en la estructura de los vencimientos en las hojas de balance de los intermediarios financieros nacionales cuando se usaban fondos externos de corto plazo para financiar créditos internos de plazos mayores; este problema era tanto más agudo en el segmento dolarizado del sistema financiero o en aquellos casos en que se empleaban las líneas de crédito externo interbancario como fuente importante del financiamiento interno.

En consecuencia, la región entró en una *zona de vulnerabilidad*, en que la economía se tornó cada vez más sensible a los acontecimientos políticos o económicos adversos y "quedó sometida a las veleidades de unos pocos analistas de Londres, Frankfurt y Nueva York" (Rodrik,1998). Esto es, las economías quedan "a merced de los ocasionalmente antojadizos mercados de capitales" (Calvo, 1998). Mientras más tiempo y más profundamente se permanezca en esa zona, más severa es la *trampa financiera* en la que caen las autoridades, y menores son las probabilidades de salir sin sufrir una crisis. México y Argentina estuvieron particularmente atrapados en 1994. En contraste, Chile había evitado deliberadamente penetrar en la zona de vulnerabilidad. Por su parte, los países de Asia Oriental y Sudoriental apenas comenzaban a aventurarse por ese camino en los primeros años de los noventa, siendo a veces más graves los

---

<sup>3</sup> La relación positiva, bien documentada, entre la inversión extranjera directa y la inversión productiva (véase Ffrench-Davis y Reisen,1998, cap. I) se debilitó por el hecho de que alrededor de un 40% de la inversión extranjera directa corresponde a adquisiciones de las empresas latinoamericanas y no a la creación de nueva capacidad (véase CEPAL, 2000a, cap.1).

problemas de descalce de madurez en las hojas de balance de los intermediarios financieros nacionales de algunos países que aquéllos de empeoramiento de su saldo neto de endeudamiento. En el siguiente ciclo, varias economías, tanto de Asia como de América Latina, se sumergieron de lleno en la zona de vulnerabilidad, lo que se tradujo en profundas crisis en ambas regiones (véase la sección 3).

## **2. Entradas de capitales y deterioro de los fundamentos macroeconómicos**

Las economías latinoamericanas han mostrado una gran vulnerabilidad ante los vaivenes de los mercados financieros internacionales, los que han actuado como un poderoso factor procíclico para las economías emergentes. La significativa inestabilidad de las economías latinoamericanas ha estado asociada con la volatilidad de los mercados internacionales desde el decenio de 1970 y con las políticas macroeconómicas procíclicas adoptadas por los países receptores. Varias economías emergentes de Asia se unieron al grupo en los años noventa.

El crecimiento anual del PIB se elevó en los países latinoamericanos desde una tasa de 1,3% en el decenio de 1980 a 4,1% entre 1991 y 1994, y a 4,5% en 1996-97, aunque hubo ajustes recesivos en 1995 y en 1998-99 (véase el cuadro 1). Con éstos incluidos, en promedio, el PIB se situó alrededor de un modesto 3%. Dada la fuerte inestabilidad del PIB, la cifra exacta depende del período que se mida. En los últimos diez años (1991-2000), la tasa es 3,3%. Para los noventa (1990-99) la tasa fue 2,8%, porque ese decenio culminó con una situación recesiva.

Con todo, la tasa del orden de 3% (1,3% per cápita) refleja la generación de capacidad productiva, la que es notablemente baja para las expectativas generadas por las reformas económicas, y para las necesidades de la región. La comparación con la época de oro anterior es impactante. En los tres decenios que van de 1950 a 1980, el PIB había crecido a una tasa de 5,5% anual (2,7% por habitante); por su parte, se registraron altas tasas de inversión interna, las que sustentaron aquel crecimiento económico relativamente vigoroso. En el decenio de 1980, descendió abruptamente la inversión interna bruta: 7 puntos del PIB. Por el contrario, fue débil la recuperación en los noventa (véase el gráfico 1). De hecho, la inversión creció mucho menos durante este decenio que los ingresos de capital, por lo que una parte considerable de éstos financió un mayor consumo y desplazó así al ahorro interno (véase la sección 4d; y Ffrench-Davis, 1999, caps. I y V; Uthoff y Titelman, 1998).

## Cuadro 1 y gráfico 1

### a) *La sostenibilidad de la recuperación de las economías en recesión*

La coyuntura macroeconómica nacional tiene fuertes implicaciones para la naturaleza del vínculo entre las corrientes de capital y la actividad económica. Cuando existe una restricción externa dominante (RED), toda entrada de capitales ayudará a relajarla, facilitando así la recuperación de la actividad económica. Estas restricciones han sido características de varios episodios en los países latinoamericanos y fueron más comunes desde comienzos de los años ochenta hasta 1990, en 1995 y en 1998-2000.

En los primeros años noventa, la renovada afluencia de capitales contribuyó a la recuperación de la actividad económica. Además, facilitó la adopción de exitosos ajustes antiinflacionarios. Argentina y Perú ofrecen dos ejemplos sobresalientes de países con una gran capacidad subutilizada que hacían frente a una hiperinflación; las medidas para hacer desaparecer la restricción externa y reintroducir la disciplina macroeconómica para combatir la hiperinflación, fueron muy complementarios. Los efectos monetarios de la acumulación de reservas y los efectos riqueza de la apreciación del tipo de cambio tendieron a elevar la demanda global, lo que facilitó la recuperación de la actividad económica. En el otro extremo se encontraban Chile y México, donde la subutilización de capacidad era insignificante, y por lo tanto no existía la relación automática entre las entradas de capital y aumento del PIB efectivo. Que se creara una relación positiva dependía, en estos casos, de la capacidad para transformar el mayor financiamiento externo en mayor inversión.

En promedio, durante 1991-94, gracias a la mayor utilización de la capacidad, el PIB de América Latina se elevó más rápido que la frontera productiva. Se estima que alrededor de un tercio del crecimiento anual de 4,1% en los años 1991-94 se basó en un mayor aprovechamiento de la capacidad productiva. En 1995, la restricción externa se convirtió en una variable relevante y el crecimiento del PIB fue inferior al de la capacidad productiva. Con la renovación de los ingresos de capital en los años siguientes se activó nuevamente la recuperación, basada en parte en el exceso de capacidad resultante del ajuste recesivo en 1995. Sin embargo, la reaparición de la restricción externa en 1998-99, sobre todo en América del Sur, llevó a una nueva recesión.

Una conclusión que se deriva de este análisis es que toda investigación seria debe tomar en cuenta las grandes fluctuaciones en la tasa de utilización de la capacidad productiva, cuando

se intente medir la productividad y la eficiencia de las políticas y reformas. Cuando existe capacidad ociosa, la recuperación naturalmente tiene un alto rendimiento social y privado, pero éste se asienta en desequilibrios anteriores: en utilidades, salarios, impuestos y empleo no realizados. Que la recuperación dé lugar a un crecimiento más sostenido, dependerá en alto grado de las características de la transición económica en dos dimensiones diferentes. En primer lugar, dependerá de cuán rápido se haya ampliado la capacidad, por efecto de la inversión física, en la gente y ganancias de productividad; estos factores determinan el potencial de crecimiento futuro. En segundo lugar, dependerá de la sostenibilidad del entorno macroeconómico que se genera durante la recuperación, es decir, de los tipos de cambio y tasas de interés, el déficit en cuenta corriente, la vulnerabilidad financiera del mercado nacional, las cuentas fiscales y los precios de los activos. Estos factores determinarán si puede mantenerse el crecimiento de la demanda o si estará sujeto a correcciones asociadas con los desequilibrios acumulados durante la recuperación.

*b) Sobreajuste expansivo en las economías emergentes de Asia y América Latina*

La mayor disponibilidad de financiamiento en los noventa eliminó la restricción externa dominante que había impuesto un decenio de recesión a América Latina. Sin embargo, no se sentaron las bases para el crecimiento, pues no se elevó la inversión a un ritmo acelerado; al mismo tiempo, se fueron acumulando otros desequilibrios. La producción efectiva se aproximó así a la frontera productiva, mientras el tipo de cambio se sobrevaluaba<sup>4</sup> y se generaban burbujas en los mercados de valores (véanse los cuadros 2 y 3, más abajo). Junto con la acumulación de pasivos externos (véase el gráfico 2), que eran líquidos en parte significativa, las economías se volvieron más vulnerables frente a futuros shocks externos negativos. Con algunas variantes, esta historia ocurrió tanto en 1991-94 como en 1995-97, y a su vez repetía la trayectoria hacia la crisis de 1976-81.

Gráfico 2

Durante 1995, la región asiática casi no sintió los efectos del tequilazo. Ni siquiera se vieron afectados Malasia y Tailandia, economías con grandes déficit en cuenta corriente. Por

---

<sup>4</sup> Cabe recordar que varios países latinoamericanos estaban aplicando liberalizaciones drásticas de las importaciones junto con la apreciación cambiaria. Véase Ffrench-Davis (1999, cap. III) y CEPAL (1998, cap. V). El arancel medio para las importaciones se redujo de 45% a mediados del decenio de 1980 a 13% a mediados de los noventa; además, las restricciones no arancelarias también se rebajaron considerablemente.

consiguiente, en el año 1996 muchos destacados investigadores y observadores sostenían que tales déficit no importaban si se mantenían altas tasas de inversión y crecimiento económico.

Varios países asiáticos habían logrado regular con éxito los ingresos de capitales y los mercados cambiarios durante largos períodos (véanse los casos de Malasia, Indonesia y Tailandia, en Sachs, Tornell y Velasco,1996; y el de Corea y Taiwán, en Agosin, 2001). En realidad, el proceso de desarrollo económico era sostenido, y a tasas muy altas. En 1970-96, el crecimiento anual del PIB promedió 8% en el conjunto de Corea, Indonesia, Malasia, Tailandia, Taiwán y Filipinas (el único de crecimiento bajo; véase el cuadro 1); la tasa de inversión superaba frecuentemente el 33% con un coeficiente de ahorro interno cercano a ese nivel extraordinario. La inflación era baja (en torno al 5% anual), y los presupuestos fiscales o estaban equilibrados o registraban un superávit (la excepción era Taiwán, con un déficit persistente elevado). En cambio, el crecimiento medio del PIB en América Latina era de 2% y la tasa de inversión fluctuaba alrededor del 20%.

¿Cómo se explica el brusco empeoramiento de la situación en Asia?

En primer lugar, el dinamismo de sus exportaciones se debilitó en muchas economías asiáticas. Varios sectores de exportación, que habían disfrutado de una demanda muy dinámica, vieron como se restringían sus mercados, debido a un exceso temporal de la oferta (Radelet y Sachs,1998) o porque los mercados estaban llegando a un punto de saturación. La larga crisis japonesa fue un factor coadyuvante de la intensidad de estos problemas.

En segundo lugar, la fuerte moda de la liberalización financiera que se dio en todo el mundo, penetró también en varios países asiáticos en los noventa (Agosin, 2001; Ariff y Ean, 1999; Furman y Stiglitz,1998; Jomo,1998; Wang, 2000). China India y Taiwan fueron tres excepciones notables. En realidad, los ingresos de capital y los déficit en cuenta corriente aumentaron considerablemente en Corea y Tailandia a partir de 1993 (véase el gráfico 2 para el conjunto de Asia Oriental-5). Los desequilibrios externos no estaban asociados con déficit fiscales y no suponían una pérdida de reservas internacionales: por el contrario, en Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia las reservas internacionales se acumularon persistentemente entre 1992 y comienzos de 1997, alimentadas por entradas de capitales; sus reservas internacionales más que se duplicaron en ese período. Todos los antecedentes estarían indicando que la causa del desequilibrio fue el aumento del gasto privado, estimulado por los ingresos de capital, los que permitieron relajar las restricciones de liquidez. El auge del crédito interno inducido así, fue

acompañado por movimientos especulativos en bienes raíces y precios bursátiles. En algunos casos, el abaratamiento de las importaciones, provocado por la apreciación cambiaria real y la liberalización comercial, también contribuyó al auge de las importaciones.

En tercer lugar, la mayoría de los ingresos de capitales fueron de corto plazo, incluso una gran proporción de los préstamos interbancarios (FMI,1998; Radelet y Sachs,1998). Fue así como las hojas de balance de las empresas se volvieron muy vulnerables por efecto de los descalces cambiario y de madurez y el acelerado endeudamiento de las empresas (Krugman,1999). La debilidad de la supervisión prudencial del sistema financiero, que no tenía tanta importancia en los mercados nacionales otrora reprimidos, se hicieron evidentes con la liberalización financiera y el auge del crédito.

La vulnerabilidad se asociaba así en los países asiáticos con un empeoramiento de los fundamentos macroeconómicos, estimulado por la afluencia de capitales, que llevó a la apreciación del tipo de cambio (en forma moderada en comparación con América Latina), al auge de la demanda privada global (con un crecimiento significativo del déficit en cuenta corriente, correspondiente a 5 puntos del PIB en Corea, 2 puntos en Indonesia y 3 puntos en Tailandia) y la creciente vulnerabilidad de los balances de los intermediarios financieros nacionales. El desequilibrio fue advertido por los mercados financieros recién en 1997 y se cobró una elevada cuenta en 1998. Este error de política fue el mismo en que incurrieron la similar reforma financiera de Chile en los setenta (Ffrench-Davis y Tapia, 2001) y la de México en los años noventa (Ros, 2001).

c) *Por qué el mercado no impide que se excedan los límites sostenibles*

En general, tanto en América Latina como en Asia, las autoridades operaban con un criterio procíclico, lo que permitía que la afluencia de capitales se transmitiera al interior del país, según se aprecia en los cuadros 2 y 3 y el gráfico 2. Así, se entró en una *trampa financierista* de donde era muy improbable escapar sin un ajuste traumático, en el cual las autoridades se ven forzadas a enfrentar un tipo de cambio real y tasas de interés excesivamente altos y restricciones de liquidez notables. Todo ello conforma, entonces, un entorno macroeconómico muy poco "amigable" para trabajadores y empresas.

La mayoría de las autoridades (y observadores), pensaba que no debían actuar durante la etapa expansiva o que no podían actuar, o preferían aprovechar un poco más la bonanza de

capitales. Después de los hechos, la mayoría de los observadores concordó en que los desequilibrios se habían ido gestando de a poco. Dado que los flujos voluntarios necesitan la disposición tanto de acreedores como de deudores para poder ocurrir, ¿por qué ninguna de las partes actuó oportunamente para morigerar esas corrientes?

¿Por qué los deudores no detienen el ingreso de capitales antes que se produzca la crisis? ¿Por qué los acreedores no acometen esta tarea cuando fallan los deudores? ¿Por qué, si algunos especialistas fueron capaces de constatar el problema y advertir sobre la creciente vulnerabilidad en los tres episodios, el mercado no tomó medidas para evitar una crisis grave?<sup>5</sup>

La asimetría de información entre los acreedores y los deudores, la falta de una adecuada internalización de las externalidades negativas que genera cada agente sobre los demás (por su creciente vulnerabilidad) y otras imperfecciones de los mercados de capitales internacionales explican los ciclos de abundancia y escasez del financiamiento externo (McKinnon,1991; Rodrik,1998; Stiglitz, 2000; Wyplosz,1998). Ellos contribuyen al comportamiento de rebaño, al contagio transfronterizo y a los equilibrios múltiples.

Pero, más allá de ello, es de vital importancia reconocer la naturaleza específica de los agentes que predominan por el lado de los acreedores. Los horizontes de plazo corto constituyen un rasgo sobresaliente de los acontecimientos de los años noventa, como se aprecia por la volatilidad de los movimientos de capital que caracterizaron los ciclos de auge y caída. La difusión gradual de la información sobre las posibilidades de inversión es otra característica clave; los agentes de distintos segmentos del mercado financiero se incorporan gradualmente a las operaciones internacionales, a medida que se dan cuenta de las posibilidades de lucro que ofrecen las economías emergentes. Así se explica por qué los tres auges de capital en las economías emergentes fueron *procesos* que duraron varios años y no se trató de un cambio abrupto por una sola vez de la oferta.

Por el lado del mercado interno, en el caso de América Latina las oleadas de capitales, dirigidas a economías que se encontraban en recesión, con mercados accionarios y de bienes raíces deprimidos, así como con altas tasas de interés y tipos de cambio depreciados, ofrecían

---

<sup>5</sup> Por ejemplo, véase la advertencia sobre América Latina, formulada ya a mediados de 1992, reproducida en French-Davis (1999, cap. VIII.B).

expectativas de altas tasas de rentabilidad.<sup>6</sup> En efecto, a comienzos del decenio de 1990 los precios de las acciones y de los bienes raíces se encontraban muy deprimidos en América Latina. Se produjeron así ganancias de capital que promediaron el 300% en las bolsas de valores latinoamericanas entre fines de 1990 y septiembre de 1994 (véase el cuadro 2),<sup>7</sup> con una relación precios/utilidad que subía rápidamente. Después de una fuerte caída durante la crisis del tequila, que contagié a todas las bolsas de valores de la región, los precios medios casi se duplicaron entre marzo de 1995 y junio de 1997, empujados de nuevo directamente por las entradas de cartera.

### Cuadros 2 y 3

En lo que se refiere a las tasas internas de interés, al inicio de cada episodio eran altas, reflejando la restricción externa dominante que afectaba a diversos países, políticas monetarias restrictivas vigentes y el sesgo cortoplacista que caracterizó a las reformas financieras aplicadas en América Latina (Ffrench-Davis, 1999, cap. II). Por último, y sin por ello agotar la lista, la mayor oferta de financiamiento externo se tradujo en un proceso de apreciación del tipo de cambio en la mayoría de los países latinoamericanos (véase el cuadro 3); ese proceso estimuló, a su vez, la afluencia de capitales por parte de los agentes financieros que operaban con horizontes de vencimiento dentro de los límites de la apreciación esperada de la moneda nacional.

La interacción entre ambas series de factores –naturaleza de los agentes y un proceso de ajuste– explica la dinámica histórica de los movimientos de capital financiero. Cuando los acreedores descubren un mercado emergente, comienzan sus operaciones sin exposición previa. Entonces generan una serie de flujos consecutivos, que se acumulan haciendo aumentar rápidamente el stock de sus activos en el mercado emergente. La sensibilidad de los acreedores ante las malas noticias aumenta notablemente con el mayor volumen de sus activos financieros en el país (o región) y con el grado de dependencia del deudor de flujos adicionales, lo que se relaciona con la magnitud del déficit en cuenta corriente, el refinanciamiento de las obligaciones que van venciendo y la cantidad de pasivos líquidos que pueden salir del país en caso de crisis.

---

<sup>6</sup> Un resultado similar debería obtenerse en una economía emergente que evoluciona desde un mercado financiero cerrado a uno con una cuenta de capitales abierta. Naturalmente, la rentabilidad tenderá a ser mayor en las economías emergentes, que se caracterizan por la escasez de capital, en contraste con los mercados maduros con abundancia de capital productivo.

<sup>7</sup> Las cifras están expresadas en dólares corrientes; deben agregarse las utilidades distribuidas y restarse la inflación del dólar a fin de calcular la tasa de rentabilidad real.

No debiera resultar sorprendente que, después de un alza importante en el precio de los activos y apreciaciones cambiarias pronunciadas con el aumento del volumen de los pasivos externos, crezca exponencialmente la probabilidad de un vuelco en las expectativas.

Tanto la acumulación de stocks así como un posterior cambio de signo de los flujos financieros, pueden ser considerados ambos como respuestas racionales por parte de cada operador individual, dado el horizonte de corto plazo que caracteriza a los principales agentes por el lado de la oferta. Esto se explica por el hecho de que los inversionistas con horizontes cortos no se preocupan del mejoramiento o empeoramiento de los indicadores fundamentales (de largo plazo) mientras continúan ingresando capitales. Lo que les importa principalmente es que ciertos indicadores cruciales –bienes raíces, precios de bonos y acciones, y tipos de cambio– sigan rindiéndoles utilidades en el corto plazo y, obviamente, que la liquidez de los mercados les permita echar marcha atrás oportunamente; siendo así, seguirán invirtiendo su dinero hasta que parezca inminente un vuelco en la coyuntura. De este modo, para los operadores financieros más influyentes, las variables que más importan no se relacionan con los indicadores fundamentales (de largo plazo) sino con la utilidad inmediata. Así se explica cómo puedan cambiar radicalmente de opinión de un día al otro sobre la situación económica de un país cuyos parámetros fundamentales, salvo por su liquidez en moneda extranjera, siguen casi inalterados durante la transición desde un sobreoptimismo a un sobrepesimismo.

Siendo así, sería errónea, por ejemplo, la visión predominante de que la crisis mexicana de 1994 no podía haberse previsto por el ocultamiento de información. Si bien es cierto que la información sobre las reservas internacionales aparecía sólo esporádicamente, no lo es menos que se disponía de manera regular de los datos claves sobre la apreciación del tipo de cambio real, el alto déficit en cuenta corriente y su financiamiento con recursos volátiles, así como el escaso crecimiento del PIB pese a las abundantes entradas de capital. Asimismo, también había información sobre el significativo desplazamiento (crowding-out) del ahorro nacional y existían análisis que destacaban ese hecho. No obstante, eran generalizadas las alabanzas de las políticas mexicanas en las instituciones o la prensa financiera y evaluadores de riesgo (Gurría, 1995), estimuladas también por la incorporación de México a dos clubes de países ricos en 1994: el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y la OCDE. El problema esencial, sin embargo, era que ni por el lado de la oferta ni por el de la demanda se prestaba suficiente atención a las informaciones disponibles, hasta que estalló la crisis.

Es interesante señalar que, en los tres períodos de auge, siguieron cayendo los spreads mientras que el volumen de pasivos externos subía abruptamente: durante 5-6 años en el decenio de 1970; en 3-4 años antes de la crisis del tequila, y en un par de años después de la crisis asiática. Esto implica, durante la etapa expansiva del ciclo, la existencia de una curva de oferta de mediano plazo de inclinación negativa, lo que ciertamente es una característica desestabilizadora (véase el gráfico 3 para 1992-2000).

### Gráfico 3

Un hecho inquietante es que agentes económicos especializados en microfinanzas, que son muy competentes en su labor, pero que son “miopes por entrenamiento e incentivos”, han llegado a determinar la coyuntura macroeconómica y el diseño de las políticas. No es raro que esto se traduzca en desequilibrios macroeconómicos insostenibles, macroprecios “erróneos” o desalineados, y un clima negativo para la inversión productiva (sobre todo en transables). Entonces, lo que resulta “irracional”, y a todas luces ineficiente desde el punto de vista de la asignación de los recursos y la productividad total de los factores, es que las autoridades, cuya misión se orienta al largo plazo, se entrapen con las presiones y recomendaciones de expertos y medios de comunicación con un claro sesgo microfinanciero; ello suele desembocar en una "exuberancia irracional", usando la conocida expresión de Greenspan. De ahí que sea necesario que las autoridades macroeconómicas asuman su responsabilidad de hacer prevalecer las variables fundamentales, para lograr equilibrios macroeconómicos que sean sostenibles, y también funcionales para el crecimiento económico de largo plazo. Para eso deben evitar penetrar en las *zonas de vulnerabilidad* durante los ciclos económicos de bonanza de capitales, que tienden a sumergir los diseños de política en la *trampa financierista*.

### **3. Costos económicos y sociales de las crisis mexicana y asiática en los estudios por países seleccionados**

Un lugar común en la literatura es que la única manera correcta de conducir la política económica supone una cuenta de capitales abierta tal como Corea y México lo entendieron en los noventa. En contraste, el hecho incontrovertible es que hay mucho espacio para la diversidad de

políticas. De hecho, Chile y Taiwán ofrecen dos ejemplos notables de variantes de política eficaces y de una administración macroeconómica prudencial de la cuenta de capitales.

a) *México y la crisis del tequila*

La crisis mexicana que estalló en 1994 muestra el perjuicio que puede ocasionarse cuando un país absorbe un volumen masivo de ingresos de capital, que se traduce en un gran volumen de pasivos externos –especialmente cuando predomina el financiamiento de corto plazo o líquido– y en una expansión excesiva del crédito interno (Ros, 2001; Sachs, Tornell y Velasco, 1996). Entre 1990 y 1994, los productores y los consumidores se acomodaron a un volumen de gasto total que rápidamente fue mucho mayor que el PIB potencial. El tipo de cambio real se apreció significativamente, contribuyendo al aumento drástico del déficit externo. Como las cuentas del sector público estaban equilibradas, el desequilibrio se dio en el sector privado. Cuando se dispararon las expectativas de rentabilidad en 1994 después de varios shocks negativos bien conocidos, los volúmenes de endeudamiento llegaron a ser insostenibles. En ese momento, una pronunciada reducción del financiamiento por parte de los acreedores obligó a México a emprender un reajuste muy restrictivo, y se registró una devaluación masiva luego de adoptar un tipo de cambio flexible, pese al gran apoyo internacional que recibió México en 1995 (Lustig, 1997). En 1995, México sufrió una caída de 6,1% del PIB y de casi 30% en la formación de capital.

La recuperación de la tasa de crecimiento del PIB se produjo poco después, pero con un promedio general de apenas 2,9% en 1995-99. Cabe señalar que este lento crecimiento se dio pese a que México disfrutaba de un estímulo positivo considerable gracias a la bonanza en los Estados Unidos, que se reflejó en la vigorosa expansión del volumen de sus exportaciones (16% anual en 1995-99), de las cuales cuatro quintas partes se destinaron a los mercados estadounidenses; México registró un acelerado crecimiento sólo en el 2000. La abrupta caída del coeficiente de inversión en 1995, no se recuperó plenamente sino hasta 1998. Los salarios reales decayeron intensamente durante la crisis y estaban lejos de haberse recuperado hacia el año 2000. Lo propio sucedió con el índice de pobreza: subió de 45% a 52% de la población entre 1994 y 1996 y, aunque bajó a 47% en 1998, no había retomado los niveles anteriores a la crisis (CEPAL, 2000c).

En 1995, la crisis mexicana no tuvo un efecto generalizado en toda la región, como sucedió en 1982. La excepción fue la economía argentina, que se vio seriamente afectada por el contagio con caídas importantes del PIB, empleo e inversión en 1995.

No obstante, durante 1995 en muchos países aparecieron corrientes negativas en diversos segmentos de la oferta de fondos, en especial en los mercados de bonos, depósitos y acciones. Con posterioridad, las corrientes de fondos volvieron a tornarse abundantes. Particular fuerza tuvo la recuperación del PIB en Argentina y México, dada la abrupta caída que registraron ambos países en 1995, que había generado una brecha importante entre la capacidad productiva y el PIB efectivo. La importante reactivación consiguiente llevó a una mirada complaciente –en esos países, en las IFIs y en casi en todas partes– sobre los efectos de las crisis y de la capacidad de recuperación. Sin embargo, considerando el período 1995-99 en su conjunto, fue lento el crecimiento en México (2,9%), como hemos visto, y aún más en la Argentina (2,2), donde, de hecho, se registró una nueva y grave recesión en 1999-2000.

Se acentuaron también diferencias importantes entre Argentina y México. México abandonó el tipo de cambio casi fijo que regía en 1990-94 por un tipo flexible que le permitió ajustarse más fácilmente a los shocks financieros derivados de la crisis asiática. Asimismo, el país se benefició del impacto muy positivo del persistente y acelerado crecimiento de la economía de los Estados Unidos durante y después de la crisis asiática. En cambio, con su peso pegado al dólar y su caja de conversión, Argentina sufría los efectos negativos de la crisis asiática, de la devaluación brasileña y de la apreciación internacional del dólar. En consecuencia, el PIB de México se deslizó suavemente de 6,1% en 1996-97 a 4,3% en 1998-99, experiencia muy distinta a la de Argentina que, como se dijo, experimentaba una nueva recesión (el PIB pasó de un alza de 6,7% en 1996-97 a 3,9% en 1998, y a una caída de 3,0% en 1999). Este resultado negativo se explica por la incapacidad de Argentina de facilitar la corrección de los precios relativos usando activamente el tipo de cambio nominal, por los efectos adversos adicionales de la fuerte apreciación internacional del dólar y por la persistente escasez de oferta de fondos externos. Como se verá más adelante, esta última característica, la persistente contracción de los mercados internacionales de capital durante la crisis reciente, a pesar de la boyante economía de los Estados Unidos y de la aceleración de la economía europea, es una señal de que los mercados financieros también tienden a recuperarse en forma lenta e incompleta. Esto aconteció, asimismo, con gran fuerza en los años ochenta.

b) *Corea y la crisis asiática*

Los países del Asia Oriental padecieron profundas recesiones en 1998, luego de décadas de un sólido crecimiento del PIB a una tasa del orden de 8% anual. La recesión en Indonesia alcanzó el 13%, parecida a la espectacular caída del PIB chileno en 1982. En los casos de Corea, Malasia y Tailandia se registraron descensos entre 7% y 10%. Hay diferencias en cuanto a la naturaleza de las crisis entre los distintos países asiáticos. Pero en Corea –como en Malasia y en Tailandia– parece haber estado estrechamente asociada con el auge de capitales de los años noventa y su liquidez. Corea y Malasia se recuperaron durante 1999-2000 más rápidamente que los demás países de la región. Aunque en Corea se registró un crecimiento impresionante del PIB, los costos fueron significativos: en 1998-2000, el PIB promedió un nivel inferior en 12% a la proyección de su tendencia histórica; y la inversión del bienio 1998-99 decayó en un quinto respecto del cuatrienio 1993-96 (28,9% y 36,4%, respectivamente). Como se registraba también un extraordinario superávit externo de 9% del PIB en ese bienio, contra un déficit de 4 a 5% en 1996, el ingreso disponible estaba muy por debajo del producto.

Estas recesiones en el Este Asiático son comparables con las de América Latina en 1982-83, con caídas de la inversión productiva, crisis bancarias y regresión social<sup>8</sup>. Aparte de la solidez intrínseca de la estructura económica coreana y de varias economías asiáticas (salvo Indonesia), cuatro características del entorno económico internacional explican en gran parte por qué la recuperación después de la recesión fue más rápida que en la crisis latinoamericana de la deuda: la amplia oferta de financiamiento oficial; la rápida gestión de las autoridades estadounidenses para refinanciar créditos privados, especialmente, los préstamos interbancarios; tasas de interés mucho más bajas en las economías desarrolladas y tasas de crecimiento significativamente más altas, sobre todo en los Estados Unidos. Importa señalar que el sector público coreano desempeñó un papel destacado en esta recuperación, al aplicar una política anticíclica; en consecuencia, el balance fiscal evolucionó de un superávit de 0,5% del PIB en 1993-96 a un déficit de 4,7% en 1998-99.

Hasta principios de los noventa, en Corea había una extensa regulación de la cuenta de capitales, con una mezcla de fuerzas de mercado y conducción estatal (Agosin, 2001; Furman y

---

<sup>8</sup> Véanse diversas interpretaciones sobre la crisis asiática en Furman y Stiglitz (1998); Krugman (1999); Agosin, 2001; Akyüz (1998); Perry y Lederman (1998); Radelet y Sachs (1998); Reisen (1998); Stiglitz (1998); Wang (2000); Wyplosz (1998).

Stiglitz, 1998). Desde 1991, en Corea se comenzaron a aplicar una gran variedad de medidas para liberalizar la cuenta de capitales. Contrario a lo que se sostiene con frecuencia, se desregularon las inversiones extranjeras directas (no las adquisiciones), además se autorizó a las empresas y a los bancos locales a emitir títulos de deuda en el extranjero, y se permitió a los extranjeros la compra de acciones de empresas coreanas, con límites que se ampliaron gradualmente desde 1992; se liberalizaron también los préstamos en moneda extranjera para empresas locales, los créditos comerciales y el financiamiento de corto plazo. Sólo se mantuvieron restringidos el endeudamiento de largo plazo y las adquisiciones de empresas. Asimismo, los bancos y las empresas coreanas asumieron el arbitraje entre prestamistas internacionales y los mercados locales, recurriendo al endeudamiento externo de corto plazo y, en algunos casos, otorgando préstamos internos de largo plazo. Ese comportamiento no habría sido posible bajo las normas vigentes antes de la liberalización de principios de los noventa. Adicionalmente, la elevada solvencia crediticia que ostentaba Corea, les permitió a sus empresas obtener favorables spreads y acceso expedito al financiamiento, que emplearon en parte para financiar la inversión y los préstamos en otros mercados asiáticos.<sup>9</sup>

Las corrientes de capital se tornaron enormes después de la liberalización, e incluían compra de acciones, colocación de bonos, y préstamos privados a bancos y a empresas no financieras; los pasivos externos presentaban un alto grado de liquidez, y la deuda de corto plazo se empinaba al doble de las reservas internacionales en 1996. Sin embargo, no se fortaleció al mismo tiempo una regulación y supervisión prudencial, replicando entonces la fallida experiencia de América Latina (véase CEPAL, 1998, cap. XII).

En el proceso de apertura de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se apreció en relación con las monedas en que se expresaban sus pasivos externos, lo que estimuló un mayor endeudamiento de las economías asiáticas que ofrecían una rentabilidad más alta que la de los países originarios. Corea se acomodó al exceso de capital con la ayuda de la liberalización comercial y la apreciación cambiaria, y la relajación de restricciones de liquidez del mercado interno. El efecto conjunto del aumento de las importaciones y el deterioro de los precios de exportación explica cómo el déficit de cuenta corriente subió hasta representar el 5% del PIB en

---

<sup>9</sup> Corea había sido clasificada por el World Economic Forum, en junio de 1995, en el quinto lugar entre las plazas más seguras de inversión del mundo (véase Dean, 1998), luego que, en mayo de 1997, uno de los grandes evaluadores internacionales de riesgos había mejorado la clasificación del riesgo soberano de Corea (véase Wang, 2000).

1996. Las corrientes netas de fondos aumentaron de 7 000 millones de dólares en 1992 a 24 000 millones en 1996, pero los flujos brutos llegaron a 49 000 millones.

Esta apertura de la cuenta de capitales fue una fuente de vulnerabilidad, acentuada por la permisividad bancaria; dejó a Corea propensa al contagio, en una economía que, en general, exhibía sólidos fundamentos macroeconómicos. En su estudio para este proyecto, Agosin (2001) concluye que, de hecho, "el principal responsable de la debacle coreana fue el hecho de que la liberalización de la cuenta de capitales se hubiese implementado en ausencia de la adopción simultánea de una adecuada regulación bancaria y de medidas macroeconómicas prudenciales, orientadas a desalentar una afluencia excesiva de capitales externos".

c) *Chile y Taiwán, contra la moda*

¿Es posible avanzar contra la marea de la moda? Chile, en la primera mitad de los noventa, y Taiwán, durante todo el decenio, muestran que es posible y que esto representa un seguro barato y eficiente contra las costosas crisis económicas.

Chile muestra tres variedades de política para la cuenta de capitales en el último cuarto de siglo (French-Davis y Tapia, 2001). Una experiencia marcadamente neoliberal de los años setenta, que terminó en una crisis de proporciones mayúsculas en 1982, con una caída de 14% del PIB y un desempleo de 30% en 1983. Se diseñó una política opuesta a la moda en 1990-95, con un conjunto de políticas macroeconómicas activas, que incluían la regulación de los flujos de capital hacia Chile; fue ésta una innovación sustancial respecto de las políticas indiscriminadas de apertura de la cuenta de capitales. Como resultado, Chile emergió casi inmune frente al tequilazo. El tercer caso ocurrió después de 1995 con el relajamiento relativo de las políticas de prudencia macroeconómica, permitiendo una revaluación sustancial y aceptando el aumento del déficit externo, que se duplicó, como proporción del PIB, en 1996-97, comparado con 1991-95: 5,7% y 2,5%, respectivamente.

El desempeño de Chile fue el opuesto de México en 1995, a pesar de las numerosas similitudes de los años anteriores. El resultado distinto se debió a una divergencia marcada de políticas macroeconómicas en los años 1990-94. Hacia fines del decenio de 1980, ambos países habían abierto su comercio considerablemente, sus presupuestos fiscales habían mejorado significativamente, las privatizaciones ya se habían realizado en gran escala, la inflación anual bordeaba el 20-30% y ambos países tenían tasas de ahorro interno parecidas. Como se muestra

en los estudios de casos nacionales de este volumen, en 1990-94 Chile y México eligieron distintos caminos en el tratamiento de los ingresos de capitales, la política cambiaria y la regulación y supervisión prudencial del sistema financiero interno. Los mejores resultados de Chile en 1995 se explican, principalmente, por el hecho de que, frente a la abundancia de recursos externos en 1990-94, aplicó deliberadamente una política de regulación prudencial macroeconómica.

En vez de tomar y gastar la gran oferta disponible, que habría llevado a una apreciación importante del peso y a un déficit creciente en cuenta corriente, Chile optó por desalentar la entrada de capitales de corto plazo. En 1991 les aplicó un impuesto y un encaje no remunerado a los créditos externos de corto plazo; el encaje se extendió posteriormente a los depósitos en moneda extranjera y a los ADRs secundarios, en tanto que las emisiones primarias de ADR y el capital de riesgo en la inversión extranjera directa quedaron exentos; la inversión extranjera directa debía mantenerse en el país al menos por un año; el sistema financiero estaba afecto a una reglamentación prudencial relativamente estricta, que incluía la supervisión selectiva de los activos y las provisiones requeridas, así como restricciones y sanciones severas sobre las operaciones con terceros relacionados. El conjunto de medidas adoptado desalentó efectivamente los movimientos de capital especulativo (Agosin y Ffrench-Davis, 2001; Le Fort y Lehmann, 2000). La mayor parte de la investigación empírica muestra un impacto importante de las regulaciones sobre el volumen de los flujos de corto plazo y varios estudios muestran, además, impactos sobre los ingresos totales.<sup>10</sup>

La transición ordenada a la democracia, la creciente aprobación internacional sobre las políticas económicas chilenas y las elevadas tasas de interés internas fomentaron la afluencia de capitales hacia Chile desde mediados de 1990, *antes* que en otras economías emergentes y con *mayor* fuerza. No obstante, gracias a su conjunto de políticas macroeconómicas prudenciales, hacia fines de 1994 Chile exhibía un déficit externo moderado, elevadas reservas internacionales, una deuda de corto plazo manejable, una tasa de ahorro interno creciente (y no decreciente como en el caso de México), un nivel de inversión interna que desde 1993 había superado los valores históricos máximos, y un tipo de cambio real en 1990-94 más cercano al de equilibrio (véase el

---

<sup>10</sup> Véanse diversas referencias en el caso de Chile en este volumen. El estudio clásico que argumenta contra la eficacia del encaje o requisito chileno de reserva es Valdés-Prieto y Soto (1998).

cuadro 3) en comparación con la mayoría de los demás países latinoamericanos, según se aprecia en su moderado déficit de cuenta corriente en ese período.

La política logró eficientemente sus objetivos en la mayor parte de los noventa. Sin embargo, en 1996-97 esta mezcla de políticas, y la intensidad con que se aplicaba no se modificó, a pesar de la nueva y vigorosa oleada de capital que llegó a la mayoría de los países de la región, y en especial a Chile, por su gran fortaleza frente al efecto tequila. Esta oleada debería haberse enfrentado con mayores restricciones al ingreso de capitales, ya sea elevando la tasa o el plazo o la cobertura del encaje (Le Fort y Lehmann, 2000). Como no se hizo, los capitales entraron en exceso al país, pagando el costo del encaje, y sin que haya habido una evasión importante (aunque sí algunos flujos seguían exentos, lo que hacía recomendable ampliar la cobertura), como lo destacan los autores recién citados.

Como resultado, a pesar de la fuerte intervención del Banco Central en el mercado cambiario, en el bienio se registraron una aguda revaluación del tipo de cambio y un aumento del déficit de cuenta corriente, lo que colocó a Chile en una situación de vulnerabilidad. No obstante, los beneficios de la reglamentación activa aplicada hasta mediados del decenio habían dejado grandes reservas internacionales, un reducido monto de pasivos internacionales y una pequeña proporción de corrientes volátiles, de modo que los desequilibrios acumulados eran moderados. Por desgracia, estas fuerzas fueron contrarrestadas, en parte, no sólo por la excesiva apreciación cambiaria y por el elevado déficit en cuenta corriente que se registró en 1996-97, sino también por la demora del Banco Central en reaccionar frente al deterioro del entorno externo; la demora del Banco en aceptar presiones devaluatorias del mercado obedecieron a su temor de que cualquier alza del tipo de cambio se trasladaría plenamente a inflación. El resultado fue una caída “automática” de 10% de la demanda agregada y del 1% del PIB, un aumento del desempleo de 3,5 puntos de la fuerza de trabajo y un fuerte descenso de la formación de capital en 1999. Sin embargo, a pesar de esta recesión, Chile logró una tasa de crecimiento promedio del 6,4% en el decenio de 1990, la más alta jamás registrada.

El caso de Taiwán es mucho más sencillo. Taiwán siguió también una política contra la moda, pero mucho más dura. Mantuvo vigentes una variedad de controles directos de la cuenta de capital, como lo había hecho en años anteriores (véase Agosin, 2001). El dólar taiwanés continuó siendo inconvertible. Los ingresos de fondos externos a los bancos, las empresas y la bolsa de valores fueron restringidos por las autoridades. Las adquisiciones estaban prohibidas

(como sucedió en Corea hasta la crisis). Taiwán impuso restricciones cuantitativas sobre las acciones que las personas naturales e inversionistas institucionales extranjeros podían poseer. Los bancos nacionales también estaban sujetos a la estricta orientación del Banco Central. En general, los pasivos externos eran de escaso monto cuando ocurrió la crisis asiática, porque Taiwán los había restringido durante el anterior auge financiero hacia las economías emergentes.

La economía taiwanesa mostró un dinamismo marcadamente estable, similar al de Corea, durante treinta años. Como se sabe, la información sobre Taiwán es mucho más limitada, pero muy ilustrativa para nuestros fines. La información disponible muestra que en 1993-96 –los años inmediatamente anteriores a la crisis– Taiwán creció 0,7 puntos menos que Corea (6,7% frente a 7,3%), sin registrar entradas de capital significativas, exhibiendo un superávit en su cuenta corriente. Taiwán estaba más allá de la abundante oleada de capitales. Una característica sobresaliente de Taiwán, que lo diferencia del comportamiento fiscal de la mayoría de las economías emergentes, fue su elevado déficit, con la inversión pública financiada en el mercado interno de capitales. En general, el ahorro privado interno financió un déficit fiscal de 2,7% del PIB, y un superávit externo de 3,2% en 1992-96. Es notable que ese déficit fiscal coexistiera con una tasa de inflación más baja que la de Corea, México o Chile y con un tipo de cambio estable.

Hubo contagio y el dólar taiwanés sufrió ataques, pese a su entorno macroeconómico muy seguro, respaldado por enormes reservas internacionales (88 000 millones de dólares en 1996). Gracias a la falta de fuentes de vulnerabilidad, el ataque cesó pronto; una devaluación inicial del 20% se revirtió en una mitad. Se registró apenas un suave ajuste macroeconómico a la baja con un crecimiento de 5,9% del PIB, en 1998-2000; comparado con el 4,2% de Corea. La estricta adhesión a la sustentabilidad macroeconómica real parece haber sido muy fructífera para Taiwán.

#### **4. Recetas o creencias erróneas en boga**

Hay una serie de hipótesis o creencias de aceptación general en el mundo financiero, incluidos los organismos financieros internacionales, aunque con algún cambio positivo en el enfoque de estos últimos a raíz de la crisis asiática. Hemos escogido cinco de esas falacias, las que creemos tienen mayor importancia por sus consecuencias para el diseño de políticas y para el bienestar de trabajadores y empresarios. Sostenemos que son contradichos por el

comportamiento real de los mercados financieros internacionales y más aún por el comportamiento de los mercados internos de las economías emergentes.

a) *La recuperación de las crisis recientes ha sido rápida*

Un primer juicio generalizado es que la recuperación de las crisis es un proceso rápido. Esta es la hipótesis fundamental en que se basan los argumentos de que las autoridades deben promover la operación libre autocorrectiva, de los mercados, ya que los intentos de poner en marcha políticas que contrarresten los auges o aceleren la reactivación podrían generar inestabilidad adicional. Como los mercados financieros son la fuente más importante de inestabilidad económica en las economías emergentes, esta argumentación implica, de hecho, que la inestabilidad es inevitable pero no altamente costosa.

Este razonamiento es inconsistente con la evidencia. Para empezar, las crisis generan efectos de mediano o largo plazo en los mercados financieros. En las últimas décadas, el caso más importante ha sido el efecto de la crisis de la deuda en América Latina sobre los préstamos bancarios sindicados de largo plazo que habían sido en los setenta el mecanismo predominante de financiamiento. Esta forma de financiamiento desapareció y los préstamos bancarios no volvieron a ser una fuente principal para los países de América Latina en los noventa. Asimismo, la crisis asiática afectó el financiamiento con bonos, el que no se había recuperado aún tres años después del estallido de esa crisis. Como muestra el gráfico 3, las emisiones siguen siendo volátiles, los costos elevados y los plazos de vencimiento promedios bajos. La opinión corriente de que los mercados se recuperan rápidamente se basa, en realidad, en una visión muy parcial de las condiciones imperantes, a menudo en la capacidad de las economías emergentes para volver al mercado, pero sin tener en cuenta debidamente las condiciones de ese acceso, en términos de estabilidad, costos y plazos del financiamiento.

Como se ha visto, el rápido retorno a tasas positivas de crecimiento del PIB, de ninguna manera apoya la hipótesis de que las crisis son cortas por naturaleza. La realidad de todos los países que han atravesado por crisis graves –incluida Corea, donde la recuperación fue muy vigorosa– indica que caen a una llanura inferior de crecimiento del PIB. Especial importancia tienen tres canales a través de los cuales se transmiten estos efectos de mediano plazo o permanentes, sobre el PIB: (i) la reducción acentuada de la inversión que ocurre durante la crisis y que afecta la evolución de la capacidad productiva; (ii) la pérdida de capacidad de producción

por efecto de la quiebra de empresas, lo que se traduce en una pérdida permanente de clientela, las redes de producción y comercio y del capital social de esas empresas; incluso aquellas que no quiebran pueden atravesar por largos períodos de reestructuración de deudas, en que los “derechos de propiedad” son indeterminados, lo que puede afectar su rendimiento; y (iii) las crisis financieras internas que pueden sobrevenir si se deteriora gravemente la cartera de las instituciones financieras locales; la experiencia de las economías emergentes (y hasta del Japón) señala que restaurar un sistema financiero viable puede tardar varios años, con efectos negativos durante todo el período de reconstrucción.

Además, hay un cúmulo de pruebas de que los ciclos de auge y caída tienen efectos irreversibles sobre las variables sociales (Lustig, 1999; Rodrik, 2001). El deterioro del mercado laboral (a través de desocupación abierta o el desmejoramiento de la calidad del empleo o de los salarios reales) suele ser muy rápido, mientras que la recuperación es muy lenta e incompleta. Así se vio en el empeoramiento prolongado del desempleo argentino y de los salarios reales de México después del tequilazo, y se refleja en la cesantía en Brasil y Chile tras la recesión de 1999, a pesar de la recuperación bastante positiva en ambos casos (CEPAL, 2000b). La experiencia en cuanto a la pobreza indica también la irreversibilidad del fenómeno. Como se señaló, a pesar de la recuperación, en 1998 la pobreza no había vuelto a bajar en México a los niveles de 1994.

b) *La apertura de la cuenta de capitales desalienta los desequilibrios macroeconómicos*

Se sostiene también comúnmente que la apertura completa de la cuenta de capitales previene el mal manejo macroeconómico interno y promueve la buena administración de las variables fundamentales. Esto es cierto, en parte, en cuanto a las fuentes internas de inestabilidad, es decir, los grandes déficit fiscales, la política monetaria permisiva y el tipo de cambio arbitrariamente sobrevaluado. Sin embargo, la volatilidad que caracteriza al mercado financiero hace altamente ineficiente este tipo de control en los períodos de liquidez internacional: las políticas blandas con respecto de la demanda o la sobrevaluación del tipo de cambio tienden a ser promovidas por los mercados financieros durante los períodos de auge (o de “exuberancia irracional”, para usar de nuevo la terminología de Alan Greenspan), y un castigo exagerado durante las crisis puede obligar a las autoridades a adoptar políticas de contracción excesiva (sobreacción irracional). Al revés de lo que se sostiene habitualmente, este fenómeno

no se relaciona con una información inadecuada. Hasta los agentes del mercado mejor informados, como los organismos clasificadores de riesgo o los bancos de inversión, operan usualmente de manera procíclica (véase Larraín, Reisen y von Maltzan, 2000, en relación con las agencias calificadoras de riesgo).<sup>11</sup>

De hecho, la apertura de la cuenta de capitales puede llevar a las economías emergentes a importar inestabilidad financiera externa, con ingresos de capitales que lleven al deterioro de las variables macroeconómicas fundamentales. De esta forma, aunque la disciplina del mercado puede servir como freno para las fuentes internas de inestabilidad –un freno ineficiente en todo caso, dados los cambios de opiniones y expectativas que caracterizan a los mercados financieros– ciertamente constituye una fuente de inestabilidad de origen externo. Así, el mercado no sólo puede calificar equivocadamente algunas políticas internas como no adecuadas, sino que puede provocar una desviación de esas variables desde niveles antes sustentables. En otras palabras, es el mercado mismo el que, en los auges, tiende a generar incentivos para que las economías emergentes penetren en las zonas de vulnerabilidad.

Los operadores financieros cumplen evidentemente una función microeconómica insustituible como intermediarios entre los ahorrantes y los usuarios de fondos, en las coberturas de riesgo y como proveedores de liquidez. Sin embargo, en la práctica, quizás sin quererlo, han llegado a desempeñar un papel con fuertes implicaciones macroeconómicas. Con sus comportamientos de “rebaño”, han contribuido a intensificar las corrientes de financiamiento hacia los países “exitosos” durante los auges, permitiendo el rápido crecimiento de los precios de activos financieros y de bienes raíces, así como pronunciadas revaluaciones del tipo de cambio en los países beneficiarios. Aparte de la baja calidad de la regulación y supervisión prudenciales en esos mercados, las señales macroeconómicas contribuyen a prolongar un proceso que, equivocadamente, parece eficiente y sostenible (con grandes utilidades y garantías crediticias aparentemente solventes), apoyado por altos valores bursátiles y un bajo valor de la deuda en moneda local expresada en dólares. Pero, en la realidad, se están generando burbujas especulativas, con macroprecios desalineados que, tarde o temprano, tenderán a estallar.

Ha predominado la práctica, en tiempos de auge, que los países beneficiarios hayan sido alentados y elogiados por los organismos financieros internacionales y por los especialistas

---

<sup>11</sup> La disciplina de los mercados financieros puede también poner obstáculos a la necesaria reforma social (por ejemplo a la elevación de impuestos para financiar una inversión eficiente en capital humano) o a la capacidad de captar rentas económicas de recursos naturales, pero estos temas trascienden este trabajo.

financieros para que acepten la oferta creciente de recursos. Más aún, la situación típica ha sido la caída gradual del costo del financiamiento externo durante el período de bonanza, lo que implica que en realidad el mercado opera con una oferta de fondos de mediano plazo de pendiente negativa (véase el gráfico 3). Las lamentaciones y críticas sobre el endeudamiento excesivo resultante son a posteriori, durante los períodos de egresos masivos, en muchos casos, por parte de los mismos agentes que elogiaron el desempeño económico de esas economías emergentes durante el auge. Hay una contradicción evidente entre ambas actitudes.

Hay consenso sobre lo esencial de tener fundamentos macroeconómicos sanos. Sin embargo, hay gran incompreensión sobre cómo se definen. La definición convencional inapropiada, junto con la “exuberancia irracional” es lo que llevó a las altas calificaciones de Chile justo antes de la crisis de 1982, de Corea y Tailandia en 1996, y de México y Argentina en 1994. Algo “fundamental” estaba faltando en la evaluación por parte del mercado de los “fundamentos del mercado”. Evidentemente, las agudas crisis de esos cinco países no han sido sólo mala suerte o contagio puro, sino el resultado del deterioro de algunos componentes claves de un conjunto integral de indicadores fundamentales, un deterioro precedido por ingresos masivos de capitales. Una definición apropiada de los fundamentos macroeconómicos debería, entonces, incluir –junto con la inflación baja, cuentas fiscales saneadas y exportaciones dinámicas– déficit externos y deudas netas sostenibles, pasivos líquidos netos reducidos, tipo de cambio real no desalineado, una fuerte regulación y supervisión prudencial, y transparencia del sistema financiero.

*c) Los regímenes cambiarios extremos son las únicas opciones eficientes hoy*

En los países en desarrollo abiertos de hoy, el régimen cambiario está sujeto a dos demandas conflictivas, que reflejan los grados de libertad más restringidos que enfrentan las autoridades, en un mundo con instrumentos de política más débiles y menos eficientes. La primera demanda proviene del comercio: con el desmantelamiento de las políticas comerciales tradicionales, el determinante clave de la competitividad internacional es el tipo de cambio real. La segunda proviene de la cuenta de capitales. Los ciclos de auge-caída en los mercados financieros internacionales generan una demanda por variables macroeconómicas flexibles que puedan absorber, a corto plazo, los impactos positivos y negativos que generan. Dada la reducida eficacia de algunos instrumentos de política tradicionales, particularmente la política monetaria,

el tipo de cambio puede desempeñar un papel esencial de amortiguador de los impactos. Este objetivo, que se asocia con el manejo macroeconómico de corto plazo, no es fácil de conciliar con los objetivos comerciales de la política cambiaria.

La importancia de esta demanda dual no es considerada debidamente por muchos analistas cuando recomiendan cualquiera de los dos regímenes cambiarios extremos: el tipo de cambio totalmente flexible o un régimen de caja de conversión (o la dolarización abierta). Los regímenes intermedios, de flexibilidad administrada del tipo de cambio –como las paridades y bandas móviles, y la flotación sucia– representan un intento serio por reconciliar estas demandas en conflicto.<sup>12</sup>

Los regímenes de cajas de conversión ciertamente suponen sistemas institucionales automáticos que imparten disciplina fiscal y monetaria, pero reducen, o incluso eliminan, el espacio de maniobra para las políticas de estabilización monetaria, crediticia y fiscal –todas necesarias, tanto para prevenir las crisis como para promover la recuperación ante un clima de postcrisis. Permiten de esta forma la transmisión interna de los shocks que se originan en los mercados internacionales de capitales, y generan movimientos pendulares de la actividad económica y de los precios de los activos, que se reflejan en una creciente vulnerabilidad financiera interna.

Por otro lado, la característica de volatilidad de los regímenes de tipo de cambio de libre fluctuación no constituye un problema cuando la fluctuación de los mercados es de corta duración, pero llega a ser un problema importante cuando las ondas son más largas, como las que han caracterizado el acceso de las economías emergentes a los mercados de capitales en las últimas décadas. En este caso, tiende a generar efectos perversos en la asignación de recursos. Más aún, políticas monetarias o crediticias anticíclicas, bajo regímenes cambiarios de libre flotación y cuentas de capital abiertas, aumentan las fluctuaciones cíclicas del tipo de cambio, con sus efectos riqueza e ingreso asociados. Si, en estas condiciones, las autoridades tratan de suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio real, deben adoptar políticas monetarias y de crédito procíclicas.

La capacidad de un régimen de tipo de cambio flexible para suavizar los efectos de los ciclos de auge-caída, inducidos externamente, depende así de la capacidad de administrar eficientemente una política monetaria y de crédito anticíclica sin promover movimientos

---

<sup>12</sup> Véase Frankel (1999) y Williamson (2000) sobre regímenes cambiarios intermedios.

procíclicos del tipo de cambio. Esto es posible sólo con regímenes cambiarios de tipo intermedio con regulación de la cuenta de capitales. Sólo en este caso se puede disponer de una “autonomía monetaria” eficaz, aunque ciertamente limitada. Estos regímenes intermedios, de flexibilidad administrada, proporcionan la mejor posibilidad de satisfacer las dos exigencias que se imponen a la política cambiaria. Como es evidente, estos regímenes pueden implicar costos y limitaciones que las autoridades deben considerar. Primero, todos los regímenes intermedios están sujetos a presiones especulativas si no merecen la confianza del mercado y resulta muy alto el costo de defender al tipo de cambio de estas presiones; en coyunturas críticas, como ésta, puede ser conveniente moverse temporalmente a una flexibilidad completa. Segundo, la acumulación de reservas esterilizadas durante los períodos de auge suele ser también costosa. Por último, la regulación de la cuenta de capitales, necesaria para administrar eficientemente los regímenes intermedios, es eficaz sólo parcialmente. Pero, con todo, la alternativa es una costosa volatilidad.

*d) El ahorro externo tiende a complementar al ahorro interno*

Hay una fuerte correlación entre la inversión y las tasas de crecimiento, con una interacción importante entre la acumulación de capital y el progreso técnico (Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996). La experiencia latinoamericana de las últimas décadas, sin embargo, muestra fehacientemente que no es indiferente la forma en que se financie la inversión, ya que los fondos externos son inestables y pueden desplazar al ahorro interno. Además, los efectos inducidos sobre el tipo de cambio real por un financiamiento externo no sostenible pueden traducirse en una mala asignación de los recursos.

En los decenios de 1950 y 1960 las corrientes de capitales a los países en desarrollo estaban en su mayoría atadas a inversiones específicas, destinadas a usuarios del sector público, que financiaban activos reales mediante inversión directa y préstamos oficiales para proyectos. La naturaleza del financiamiento tendía a generar fuertes complementariedades entre el ahorro externo y el interno. Los préstamos de los bancos comerciales, en los años setenta, y principalmente las inversiones privadas de cartera en los noventa, han hecho que el vínculo entre el ahorro externo y la inversión interna se torne muy indirecto y débil (Turner, 1996).

Esta desconexión entre los movimientos del capital y la inversión efectiva implica que: (i) los ingresos de capital pueden generar aumentos del consumo más bien que de la inversión; (ii) las corrientes de capital no promuevan necesariamente la capacidad del país beneficiario para

generar divisas mediante la expansión de la capacidad del sector transable; y (iii) se facilita la reversibilidad de la inversión externa, en la medida en que la adquisición de activos es esencialmente un compromiso de corto plazo.

El primero de estos efectos se asocia con el hecho empírico de que los consumidores y los mercados de activos financieros tienden a reaccionar más rápidamente que los inversionistas productivos frente a la liberación de las restricciones de liquidez. Estos inversionistas reaccionan más lentamente dada la irreversibilidad y mayor tiempo de maduración de sus decisiones. La construcción por lo general reacciona más rápidamente que otros tipos de formación de capital y es más proclive a sobreinvertir debido a los efectos de la liquidez en los precios de los activos.

El distinto comportamiento de los agentes y los mercados explica por qué la estabilidad de los flujos afecta significativamente la relación entre el ahorro interno y externo. Uthoff y Titelman (1998) distinguen entre tendencia y desviaciones de la tendencia para el ahorro interno y el externo. Esto les permite descubrir que existe un fuerte desplazamiento de ahorro interno por el externo cuando las corrientes de capitales son temporales (con altibajos respecto de la tendencia).

Más aún, los efectos de los flujos de fondos sobre el tipo de cambio real distorsionan la asignación de las inversiones. En particular, la apreciación real en los períodos de auge puede conducir a una asignación subóptima de fondos para la expansión de la capacidad productiva en los transables (puede generar los efectos de la “enfermedad holandesa”). Esto debilita severamente el objetivo de mediano plazo de penetrar los mercados externos con nuevas exportaciones y fortalece los efectos negativos, frente a los positivos, de la reforma comercial (Banco Mundial, 1998; CEPAL, 1998 y 2000a; Ffrench-Davis, 1999, cap. III).

*e) La regulación y la supervisión prudenciales son suficientes para hacer frente a la volatilidad externa*

La regulación y supervisión prudenciales deficientes o permisivas de las instituciones financieras locales refuerzan, evidentemente, los desequilibrios. Sin embargo, una reglamentación y supervisión fuertes no resuelven por sí mismas el problema. Primero, una gran proporción de los ingresos de capital usualmente no son intermediados por las instituciones financieras locales; Chile antes de la crisis de 1982, y Corea y México en los noventa son casos a mano. Con la diversificación que se ha registrado en la oferta, la importancia de flujos de origen

no bancario hacia deudores no bancarios ha crecido. Segundo, las expectativas son en sí mismas volátiles. Esta volatilidad involucra no sólo a los intermediarios financieros, sino también, como hemos visto, a las autoridades nacionales y las instituciones financieras internacionales. Así, la regulación y supervisión pueden influir en el mecanismo de transmisión pero difícilmente pueden afectar la fuente de inestabilidad (la volatilidad de las expectativas). Por otro lado, los procedimientos normales (incluidos los criterios de Basilea) tienen características procíclicas (Griffith-Jones, 2001). En particular, las mayores provisiones resultantes de préstamos morosos, a su vez, retardan la reactivación económica. De esta forma, en los períodos de auge, las regulaciones actuales no logran reducir el gran incentivo a prestar, ya que los préstamos vencidos y las provisiones son bajas, los precios y las garantías sobrepasan los requerimientos, y la reinversión del alto nivel de utilidades contribuye a captar el capital necesario para aumentar las colocaciones. Por el contrario, en los períodos de crisis se acrecentan los préstamos vencidos y con ellos las provisiones, lo que reduce la capacidad para expandir las colocaciones, en un contexto en que las bajas utilidades reducen también los fondos disponibles para aumentar la base de capital de los intermediarios financieros.

## **5. Lecciones de políticas que no deben ignorarse**

Las investigaciones de este estudio sobre Asia y América Latina han venido a reforzar las lecciones de políticas que hemos estado desarrollando en los últimos años (véase Ffrench-Davis, 1999; Ocampo, 2001).

### *a) Mantener un nivel, composición y utilización sostenible de los flujos de capital*

Es importante asegurar que la afluencia de capitales sea consistente con la capacidad de absorción del país receptor. Las fallas en este ámbito están en el centro de la reciente inestabilidad macroeconómica en las economías emergentes. La absorción debe estar referida, obviamente, tanto al uso como al crecimiento de la capacidad productiva. La composición de los flujos tiene una incidencia relevante en tres dimensiones. En primer lugar, la IED (excluidas las compras de activos existentes) contribuye directamente a la formación de capital, al igual que créditos de largo plazo para importaciones de equipos y maquinarias. En segundo lugar, los flujos volátiles tienden a impactar directamente en los mercados cambiarios y bursátiles, y están

débilmente asociados a la formación de capital, que requiere financiamiento de largo plazo. En tercer lugar, los flujos de fondos en montos superiores a lo "normal", tienden a filtrarse hacia el consumo debido a la mayor rapidez de la respuesta de los consumidores respecto de las inversiones productivas que son irreversibles.

Si se permite un exceso de "inversiones" en el mercado bursátil y el consumo de bienes importados, se crearán burbujas y desequilibrios que suelen tornarse insostenibles. Particularmente, un incremento acelerado del endeudamiento externo neto de corto plazo y de pasivos líquidos, resulta en una mayor vulnerabilidad. Por su parte, altos niveles de flujos de largo plazo e inversión productiva tienden a incrementar una capacidad de absorción eficiente. En estas condiciones, un mayor volumen de flujos de capitales pasa a ser sostenible.

La experiencia reciente ha evidenciado que permitir que un mercado dominado por agentes con horizontes cortos determine el volumen y la composición de los flujos de capital puede llevar a que las economías emergentes terminen pagando un precio muy alto. Por tal motivo, los costos microeconómicos asociados con el uso de estos instrumentos de regulación deberían ser ponderados con los beneficios sociales en términos de estabilidad macroeconómica, nivel de inversión y tasa de crecimiento del PIB. Es posible hacer una regulación efectiva y eficiente, con un mayor y más sostenido crecimiento del PIB; Chile y Taiwán así lo probaron en los años noventa.

*b) Evitar macroprecios e indicadores desalineados*

Las autoridades económicas deben crear las condiciones necesarias para que los flujos de capital no generen precios desalineados (outlier) o distorsiones significativas en los indicadores macroeconómicos básicos, tales como tasas de interés y tipos de cambio, demanda agregada, composición del gasto entre consumo e inversión, y producción de bienes comerciables. Aumentar artificialmente la capacidad de absorción con una apreciación excesiva y bajas tasas de interés, normalmente termina en un ajuste costoso. Primero, una apreciación real del tipo de cambio durante los auges tiende a distorsionar la asignación de la inversión, debilitando seriamente el objetivo de incrementar estructuralmente la competitividad de las exportaciones. Segundo, si la inversión productiva reacciona rezagada y los mercados financieros internos permanecen incompletos y mal supervisados, las entradas de capitales no podrán ser absorbidas

eficientemente por la economía interna, y se filtrarán hacia inversión ineficiente o hacia el consumo desplazando al ahorro nacional.

Las oleadas de capital no deberían ser utilizadas para obtener un objetivo extremo relacionado con una sola variable económica interna, tal como anclar la inflación. Esto tiende a desequilibrar otras variables importantes. Resulta arriesgado permanecer atado a una tasa nominal fija o pasar a la dolarización plena salvo en aquellos países que constituyan un área monetaria óptima con los Estados Unidos. Como hemos visto, sistemas cambiarios intermedios –que pueden ser extremadamente diversos– son generalmente preferibles, por su utilidad ante la demanda dual –comercial y de la cuenta de capitales– que enfrentan los regímenes cambiarios de las economías emergentes.

*c) Adoptar una regulación selectiva flexible*

Abrir la cuenta de capital en forma indiscriminada ha sido prematuro y debería haber sido pospuesto, admitiéndose sólo avances selectivos hasta generar un proceso de largo plazo en el que otras reformas importantes fueran consolidadas y se hubieran formado nuevos precios de equilibrio (Williamson, 1992). La lección que dejan estas experiencias es que durante un ajuste estructural, con cuentas de capital abiertas (especialmente cuando el financiamiento internacional es abundante) los flujos de capital pueden incrementarse muy rápidamente y producir efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores.

Consecuentemente, no resulta prudente abrir la cuenta de capital en forma indiscriminada, sobre todo a la luz de la importancia crucial que tiene la estabilidad macroeconómica, y en vista de la desproporción que existe entre el volumen de los mercados de capitales internacionales comparados con las pequeñas economías emergentes. Siempre que los movimientos de mercado dependan en una medida significativa de transacciones de corto plazo y los mercados nacionales de valores sigan siendo poco profundos subsistirá un riesgo de gran inestabilidad en esta nueva modalidad de vinculación con la economía internacional. De hecho, las recientes experiencias críticas de México, Corea y Tailandia certifican que es prudente desalentar la acumulación de pasivos externos de corto plazo o líquidos. Dada la actual arquitectura del sistema financiero internacional, la mejor forma de enfrentar este desafío es por medio de regulaciones macroeconómicas prudenciales en el país receptor, que se ajusten con flexibilidad ante cambios en la intensidad de la oferta de fondos externos.

El objetivo de crecimiento económico sostenido, en un entorno de flujos de capitales volátiles, requiere el uso de una batería de instrumentos, incluyendo: (i) regulaciones prudenciales de la cuenta de capitales, basadas en mecanismos que afectan los precios relativos para desalentar los flujos especulativos y mejorar la estructura de madurez de los pasivos externos (instrumentos tales como el encaje que aplicaron Chile y Colombia); (ii) una banda cambiaria reptante con intervención intramarginal o una flexibilidad administrada; (iii) la esterilización de los efectos monetarios de los flujos de capitales; (iv) una rigurosa regulación y supervisión prudencial del sistema financiero, dotada de incentivos anticíclicos, y (v) sólidas cuentas fiscales con mecanismos contracíclicos. Debe ser destacado que el uso de un mecanismo como el encaje (o cualquier otra política que incremente el costo del endeudamiento externo), aunque es muy útil, no previene ataques especulativos si es usado en forma aislada cuando se prevén grandes fluctuaciones cambiarias. Por supuesto, esto implica que es necesario evitar acumular desequilibrios en el tipo de cambio, así como cambios bruscos en el entorno macroeconómico.

*d) Reforma del entorno internacional para una globalización más eficiente y balanceada*

La “governabilidad” de los mercados financieros –nacionales e internacionales– es un elemento clave para el futuro de la economía mundial. Un factor común en las crisis recientes ha sido la gran volatilidad del segmento de más rápido crecimiento en los mercados financieros internacionales: los flujos especulativos y de corto plazo. Las sucesivas ondas de sobreexpansión, seguidas por pánico financiero, indican que el mercado tiende, primero, a crecer y, luego, a contraerse, más de lo que es explicado por los fundamentos macroeconómicos. Estos rasgos son inconsistentes con una globalización eficiente y balanceada. Hay más energía gastada en resolver crisis que en evitarlas. En este sentido, debe enfatizarse que si bien ha habido evidentes deficiencias en la regulación prudencial de los mercados financieros nacionales de la mayoría de los países afectados por las crisis, es todavía más notoria la falta de instituciones internacionales adecuadas para monitorear un mercado financiero tan sofisticado e inestable (Naciones Unidas, 1999; Griffith-Jones, 2001; Ocampo, 1999 y 2000).

e) *El foco central de una política anti-crisis consiste en un manejo prudencial de los auges*

Para finalizar este capítulo queremos enfatizar que el foco de atención de las instituciones nacionales e internacionales debería ser el manejo del boom económico, más que el manejo de las crisis, dado que estas últimas en muchos sentidos son la consecuencia inevitable de situaciones de auges económicos mal administrados. Dado que las instituciones y los instrumentos existentes no han sido efectivos en advertir sobre turbulencias inminentes y más bien han tendido a alentar booms insostenibles, resulta particularmente relevante la acción en dos planos. El diseño de un marco regulatorio apropiado y la adopción de políticas macroeconómicas preventivas, que tienen por objeto controlar los booms antes de que se transformen en una caída inmanejable. Este principio se aplica igualmente al diseño de los organismos internacionales necesarios para una globalización más balanceada y estable.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agosin, M. (2001), "Corea y Taiwan en la crisis financiera asiática", en este volumen.
- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", en S. Griffith-Jones, M. F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/ WIDER, Londres.
- Akyüz, Y. (1998), "The East Asian financial crisis: back to the future", en K. S. Jomo (ed.) *Tigers in Trouble*, Zed Books, Londres.
- Ariff, M. y O. G. Ean (2000), "East Asian response to the instability of financial markets", en J.J. Teunissen (ed.), *The Management of Global Financial Markets*, FONDAD, La Haya.
- Banco Mundial (1998), *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 1998/99, Washington, D. C.
- Calvo, G. (1998), "Varieties of capital-market crises", en G. Calvo y M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, Macmillan, Londres.
- CEPAL (1998), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, segunda versión revisada y actualizada, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (2000a), *Equidad, desarrollo y ciudadanía*, (LC/G.2071/Rev.1-P), Santiago, agosto.
- \_\_\_\_\_ (2000b), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1999-2000*, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (2000c), *Panorama Social de América Latina y el Caribe, 1999-2000*, Santiago.
- Culpeper, R. (1995), "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México y Santiago.
- Dean, J. (1998), "Why left-wing moralists and right-wing academics are wrong about Asia", *Challenge*, marzo-abril.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, N° 1-2, diciembre.
- Ffrench-Davis, R. (1999), *Macroeconomía, comercio y finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, McGraw-Hill, Santiago.

- Ffrench-Davis, R. y H. Reisen (1998) (comps.), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, segunda edición, McGraw-Hill, Santiago.
- Ffrench-Davis, R. y H. Tapia (2001), "Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales ", en este volumen.
- FMI (1998), *Estudios económicos y financieros. Perspectivas de la economía mundial*, Washington, D. C., enero.
- Frankel, J. A. (1999), "No single currency regime is right for all countries or at all times", *Working Paper 7338*, NBER, Cambridge, Ma., septiembre.
- Furman, J. y J. Stiglitz (1998), "Economic crises: evidence and insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2.
- Griffith-Jones, S. (2001), "Una arquitectura financiera internacional para prevenir las crisis", en este volumen.
- Gurría, J. A. (1995), "Corrientes de capital: el caso de México ", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México y Santiago.
- Jomo, K. S. (1998)(ed.), *Tigers in Trouble*, Zed Bks. Ltd., Londres.
- Krugman, P. (1999), "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", mimeo, MIT, enero.
- Larraín, G., H. Reisen y J. von Maltzan (2000), "Emerging market risk and sovereign credit ratings", en H. Reisen, *Pensions, Savings and Capital Flows*, Edward Elgar, Northampton, Mass.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", *Documento de Trabajo* No. 64, Banco Central de Chile, febrero.
- Lustig, N. (1997), "Los Estados Unidos al rescate: la asistencia financiera a México en 1982 y 1995", *Revista de la CEPAL*, N° 61, Santiago, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (1999), "Crises and the poor: socially responsible macroeconomics", Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., octubre.
- McKinnon, R. (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Naciones Unidas (1999), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (LC/G.2054)*, CEPAL, Santiago, marzo.

- Ocampo, J. A. (1999), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, CEPAL y Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (2001), "Reforming the International Financial Architecture: Consensus and Divergence", en D. Nayyar (ed.), *New Roles and Functions of the UN and the Bretton Woods Institutions*, WIDER/Oxford University Press.
- Perry, G. y D. Lederman (1998), "Financial vulnerability, spillover effects and contagion: lessons from the Asian Crises for Latin America", *World Bank Latin American and Caribbean Studies Viewpoints*, Washington, D. C.
- Radelet, S. y J. Sachs (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, Washington, D. C.
- Reisen, H. (1998), "Domestic causes of currency crises: policy lessons for crisis avoidance", *Technical Paper* No. 136, OECD Development Centre, París, junio.
- Rodrik, D. (1998), "Who needs capital account convertibility?", en P. Kenen (ed.), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, *Princeton Essays in International Finance*, N° 207.
- \_\_\_\_\_ (2001), "Why is there so much economic insecurity in Latin America", *Revista de la CEPAL*, No.73, abril.
- \_\_\_\_\_ y A. Velasco (1999), "Short-term capital flows", *Working Paper* N7364, NBER, septiembre.
- Ros, J. (2001), "Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa", en este volumen.
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996), "Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, Washington, D. C.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Servén y A. Solimano (1996), "Savings and investment: paradigms puzzles, policies", *World Bank Research Observer*, Vol. 11.1, Washington, D.C.
- Stiglitz, J. (1998), "The role of the financial system in development", in the Fourth Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, San Salvador, junio.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Capital market liberalization, economic growth and instability", *World Development*, vol. 28, N° 6, junio.
- Turner, Ph. (1996), "Comments on Reisen", en R. Hausmann y H. Reisen, (eds.), *Promoting Savings in Latin America*, IDB and OECD Development Centre, París.

- \_\_\_\_\_ (2000), "Procyclicality of regulatory ratios?", en J. Eatwell y L. Taylor (eds.), Oxford University Press, Nueva York, por aparecer.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Valdés-Prieto, S. y M. Soto (1998), "New selective capital controls in Chile: are they effective?", *Empírica*, 25(2).
- Wang, Y. (2000), "Getting the sequencing right: the Korean experience in the capital market liberalization", Korea Institute for Economic Policy, Seúl.
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, No. 2, Universidad de Chile, Santiago, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", *Policy Analyses in International Economics* 60, Institute for International Economics, Washington, D.C., septiembre.
- Wyplosz, Ch. (1998), "International financial instability", en J.J. Teunissen (ed.), *The Policy Challenges of Global Financial Integration*, FONDAD, La Haya.

**Cuadro 1**  
**AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: PRODUCTO INTERNO BRUTO, 1971-2000**  
**(tasas de crecimiento anual, %)**

**A. AMÉRICA LATINA**

|                            | 1971-80    | 1981-89    | 1990        | 1991-94    | 1995       | 1996-97    | 1998-99    | 1991-2000  |
|----------------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Argentina                  | 2,8        | -0,7       | -2,0        | 8,0        | -2,9       | 6,7        | 0,4        | 4,2        |
| Brasil                     | 8,6        | 2,3        | -4,6        | 2,8        | 4,2        | 3,0        | 0,5        | 2,7        |
| Chile                      | 2,5        | 3,0        | 3,3         | 7,5        | 9,1        | 6,9        | 1,5        | 6,1        |
| Colombia                   | 5,4        | 3,7        | 4,3         | 4,3        | 5,2        | 2,8        | -2,1       | 2,6        |
| México                     | 6,7        | 1,5        | 5,1         | 3,5        | -6,1       | 6,1        | 4,3        | 3,5        |
| Perú                       | 3,9        | -0,7       | -6,0        | 5,1        | 8,6        | 5,4        | 1,0        | 4,5        |
| Venezuela                  | 1,8        | -1,5       | 5,5         | 3,2        | -1,9       | 3,4        | -3,6       | 2,1        |
| <b>América Latina (19)</b> | <b>5,6</b> | <b>1,3</b> | <b>-0,6</b> | <b>4,1</b> | <b>1,1</b> | <b>4,5</b> | <b>1,2</b> | <b>3,3</b> |

Fuente: CEPAL, expresado en dólares de 1980 para 1971-80, en dólares de 1990 para 1981-90 y en dólares de 1995 para 1991-2000.

**B. ASIA ORIENTAL**

|                                      | 1971-80    | 1981-90    | 1991-92    | 1993-96    | 1997       | 1998        | 1999       | 1991-2000  |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| Corea                                | 9,0        | 8,8        | 7,3        | 7,3        | 5,0        | -6,7        | 10,7       | 6,1        |
| Filipinas                            | 5,9        | 1,7        | -0,1       | 4,2        | 5,2        | -0,6        | 3,3        | 2,8        |
| Indonesia                            | 7,7        | 5,5        | 8,1        | 7,7        | 4,7        | -13,2       | 0,2        | 4,2        |
| Malasia                              | 7,8        | 5,2        | 9,2        | 9,7        | 7,5        | -7,5        | 5,4        | 7,1        |
| Tailandia                            | 7,9        | 7,9        | 8,3        | 8,0        | -1,7       | -10,2       | 4,2        | 4,5        |
| Taiwán                               | 9,3        | 8,5        | 7,5        | 6,7        | 6,7        | 4,6         | 5,7        | 6,5        |
| <b>Asia Oriental (6)<sup>a</sup></b> | <b>8,1</b> | <b>7,0</b> | <b>7,3</b> | <b>7,3</b> | <b>4,8</b> | <b>-4,2</b> | <b>6,5</b> | <b>5,6</b> |

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, noviembre de 2000, Banco Asiático de Desarrollo y JP Morgan.

<sup>a</sup> En cada período, el PIB de cada país se ponderó por su participación promedio en el producto de la región expresado en dólares corrientes.

**Cuadro 2**  
**AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: PRECIOS DE ACCIONES, 1990-2000**  
**(índices, julio 1997=100)**

|                              | Dic-90      | Sept-92     | Sept-94      | Mar-95      | Jul-97       | Ago-98      | Dic-99       | Sept-00     |
|------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Argentina                    | 13,4        | 46,9        | 78,2         | 53,5        | 100,0        | 53,4        | 86,7         | 73,9        |
| Brasil                       | 8,0         | 22,1        | 71,8         | 42,8        | 100,0        | 44,4        | 73,5         | 71,2        |
| Chile                        | 24,5        | 51,4        | 93,1         | 89,4        | 100,0        | 48,0        | 75,3         | 66,3        |
| Colombia                     | 16,6        | 65,0        | 113,1        | 96,3        | 100,0        | 49,9        | 44,9         | 28,6        |
| México                       | 38,6        | 72,7        | 132,1        | 45,9        | 100,0        | 49,7        | 110,8        | 102,1       |
| Perú                         | n.d.        | n.d.        | 72,9         | 56,4        | 100,0        | 57,3        | 66,0         | 52,0        |
| Venezuela                    | 84,9        | 82,2        | 50,8         | 37,9        | 100,0        | 26,2        | 37,4         | 46,4        |
| <b>A. América Latina (7)</b> | <b>21,7</b> | <b>44,6</b> | <b>92,5</b>  | <b>52,3</b> | <b>100,0</b> | <b>47,2</b> | <b>84,0</b>  | <b>77,7</b> |
| Corea                        |             | 87,6        | 187,2        | 161,9       | 100,0        | 30,2        | 135,5        | 82,0        |
| Filipinas                    |             | 67,1        | 134,6        | 108,6       | 100,0        | 30,4        | 61,0         | 36,8        |
| Indonesia                    |             | 53,7        | 84,2         | 71,6        | 100,0        | 11,1        | 37,0         | 16,7        |
| Malasia                      |             | 63,7        | 119,0        | 103,5       | 100,0        | 16,8        | 49,9         | 42,7        |
| Tailandia                    |             | 133,9       | 279,8        | 236,3       | 100,0        | 19,0        | 59,1         | 27,9        |
| Taiwán                       |             | 37,1        | 80,9         | 73,5        | 100,0        | 47,6        | 84,1         | 63,6        |
| <b>B. Asia Oriental (6)</b>  |             | <b>49,9</b> | <b>110,0</b> | <b>97,9</b> | <b>100,0</b> | <b>37,0</b> | <b>101,6</b> | <b>72,1</b> |

Fuente: Basado en IFC/Standard & Poor's, *Emerging Stock Market Review*, varios números. Los promedios del Este asiático y de América Latina fueron ponderados por el volumen de transacciones. Los valores corresponden al fin de cada período, expresados en dólares corrientes de EEUU; se excluyen los dividendos distribuidos. Las fechas seleccionadas corresponden a máximos y mínimos para el promedio de América Latina.

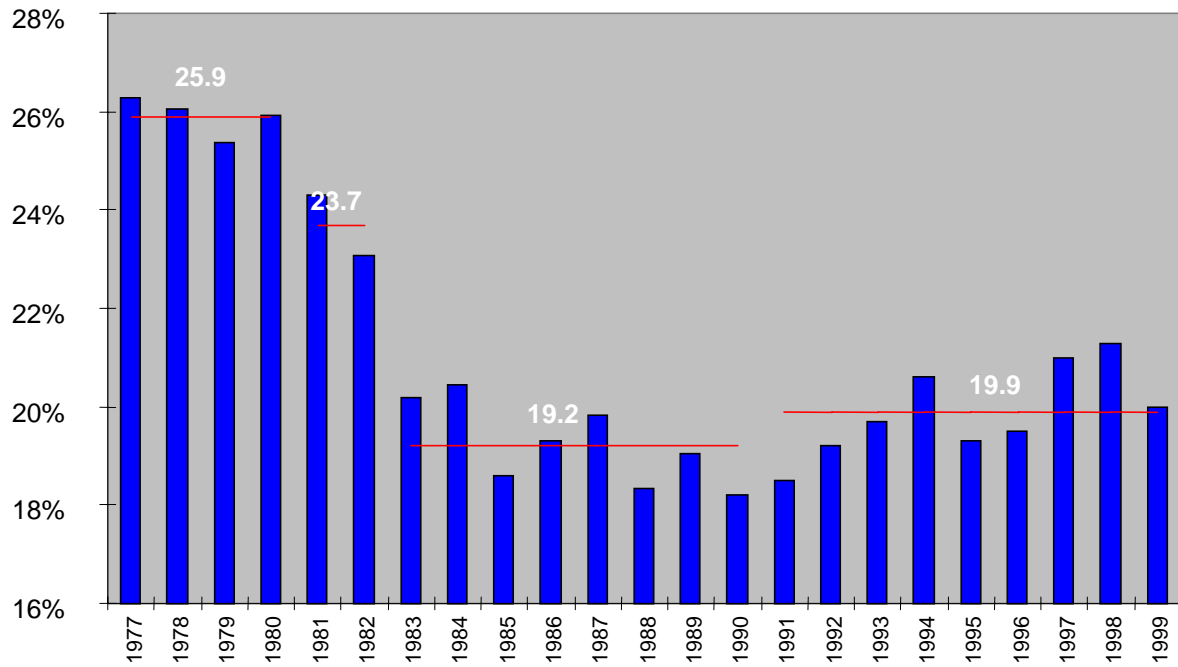
**Cuadro 3**  
**AMÉRICA LATINA: TIPO DE CAMBIO REAL <sup>a</sup>, 1987-2000**  
**(índices, 1987-90=100)**

|                                | 1987-90      | 1994 IV     | 1995 I      | 1997 III    | 1999 I      | 2000 II     |
|--------------------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Argentina                      | 100,0        | 63,1        | 63,8        | 65,6        | 56,6        | 57,2        |
| Brasil                         | 100,0        | 74,3        | 71,5        | 64,4        | 102,8       | 93,6        |
| Chile                          | 100,0        | 96,4        | 97,1        | 80,2        | 85,8        | 87,3        |
| Colombia                       | 100,0        | 80,4        | 79,7        | 71,2        | 80,3        | 91,1        |
| México                         | 100,0        | 75,9        | 116,3       | 81,4        | 81,9        | 71,2        |
| Perú                           | 100,0        | 59,3        | 59,9        | 56,0        | 64,5        | 63,6        |
| <b>Promedio ponderado (18)</b> | <b>100,0</b> | <b>75,9</b> | <b>83,9</b> | <b>71,3</b> | <b>85,3</b> | <b>80,0</b> |

Fuente: Basado en cifras oficiales de 18 países procesadas por CEPAL.

<sup>a</sup> Promedios trimestrales correspondientes al promedio de los índices del tipo de cambio (oficial principal) real de la moneda de cada país con respecto a las monedas de sus principales socios comerciales, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones hacia esos países; inflactado por el IPC externo y deflactado por el IPC interno; para Brasil se ponderó el índice del IPC de Río (<sup>2</sup>/<sub>3</sub>) y la nueva serie oficial de inflación (<sup>1</sup>/<sub>3</sub>). Los trimestres seleccionados corresponden a máximos y mínimos para el promedio de América Latina.

**Gráfico1**  
**AMÉRICA LATINA: INVERSIÓN BRUTA FIJA, 1977-99**  
**(% del PIB)**



Fuente: Sobre datos de CEPAL para 19 países. Cifras escaladas a precios constantes de 1995.

**Gráfico 2**  
**AMÉRICA LATINA Y ASIA ORIENTAL: BALANCE EN CUENTA CORRIENTE, 1990-2000**  
 (% del PIB)

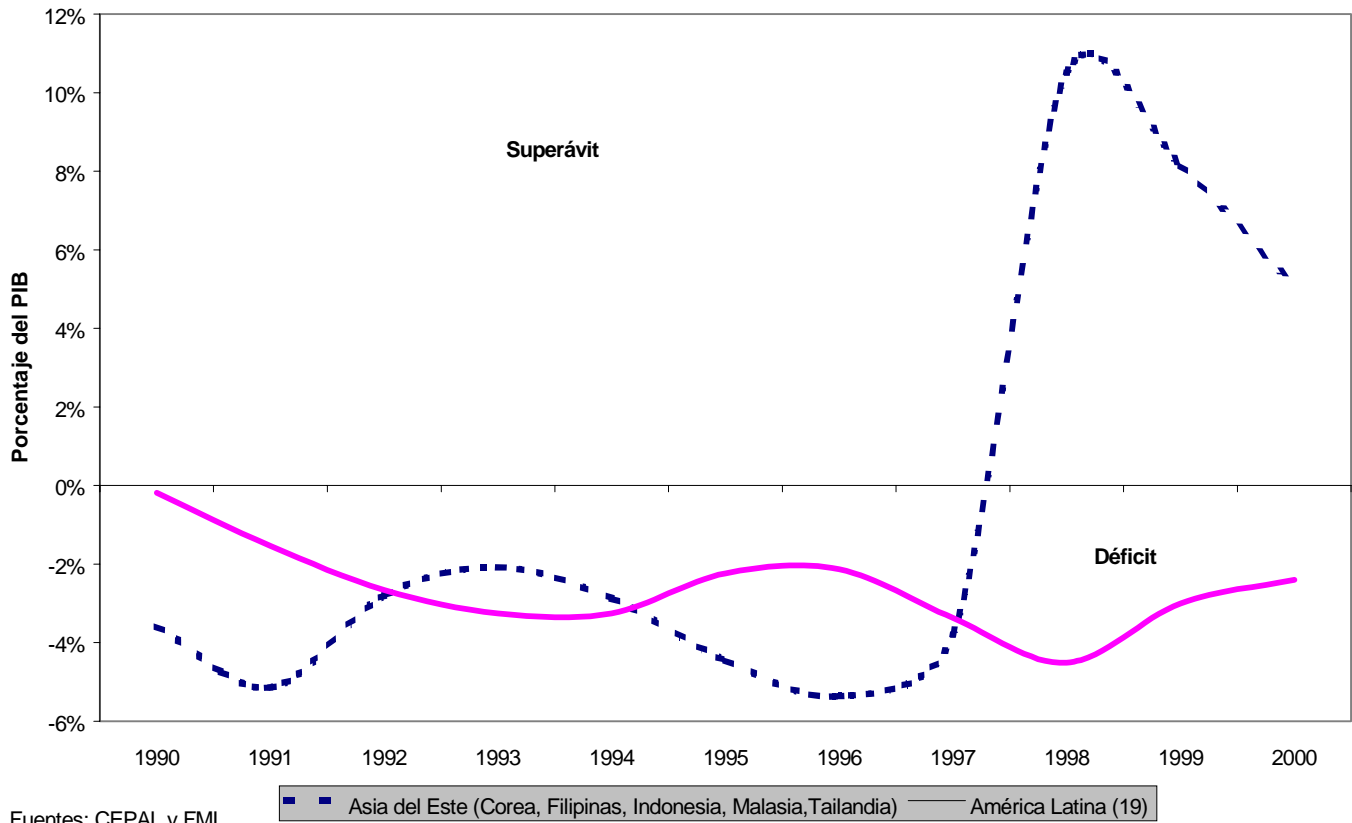
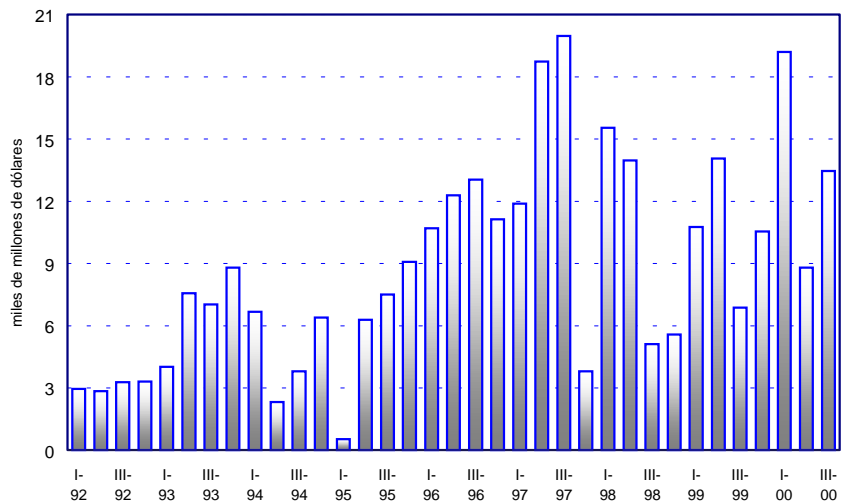
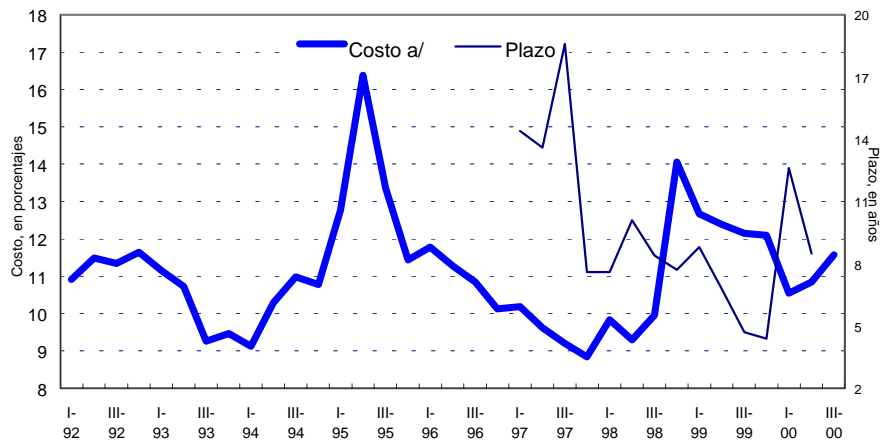


Gráfico 3  
**AMÉRICA LATINA: EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS, 1992-2000**

**A. Monto**



**B. Costo y plazos**



Fuentes: CEPAL, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

a/ Costo total igual a la suma del diferencial promedio de las colocaciones de los bonos y el rendimiento de los bonos a largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos.