

Regreso a los mercados financieros internacionales y fragilidad de las nuevas políticas económicas en América Latina

Pierre Salama

Lecturas de Economía. No. 39.

-I. Depreciación del cambio y alza de precios, 68. -II. Apreciación del cambio y evolución de los precios, 74. -Referencias, 97.

Desde hace algunos años los diferentes países latinoamericanos se reinsertaron en los circuitos financieros internacionales. Interrumpida en agosto de 1982, cuando México fue incapaz de hacer frente a sus compromisos, esta nueva presencia en los mercados financieros externos es muy importante: en 1991, por primera vez desde 1982, el flujo neto de capital del exterior (que se duplicó entre 1990 y 1991), superó las salidas correspondientes a obligaciones de la deuda externa. En 1991, las entradas netas alcanzaron 8.400 billones de dólares y 27.400 billones, en 1992 (véase Anexo A). Las mismas toman diferentes formas y se adaptan a la evolución de la reestructuración de los portafolios. Los créditos de los consorcios, mayoritarios hace diez años, ceden su lugar a los nuevos productos financieros (véase Anexo B).

El contexto en el que se ponen en marcha las nuevas políticas de ajuste y las consecuencias macroeconómicas del tratamiento de la deuda externa son alteradas por este regreso forzoso a los mercados financieros internacionales. Un ejemplo: el efecto depresivo, provocado por las

transferencias de capitales que financian el servicio de la deuda externa, puede ser compensado por el aporte de capitales del extranjero.

Se podría pensar que solamente los países que resolvieron sus grandes desequilibrios (inflación, déficit presupuestal) y supieron reencontrar el camino del crecimiento, se beneficiarían de este flujo de capital lo que vendría, de alguna manera, a coronar su "éxito". No es así. México y Argentina recibieron ciertamente cantidades considerables de capitales privados, respectivamente 5.9% y 7.6% de su Producto Nacional Bruto en 1991, pero igualmente el Brasil. Este último recibió, en efecto, el mismo año 27% de su Producto, esto es 11.6 billones de dólares (20) y 14.300 billones de dólares en los diez primeros meses de 1992 (7), en el momento en que atraviesa probablemente la peor depresión económica de su historia desde la Segunda Guerra Mundial y una hiperinflación que no ha logrado frenar.¹

Que el país cumpla o no el conjunto de condiciones susceptibles de abrirle las puertas de los mercados financieros internacionales facilita o no su entrada pero, de todas maneras, el grado de apertura depende de la situación económica y de las garantías que el país ofrezca.

Se puede entonces tener la tentación de hacer un paralelo con el período precedente de 1982 cuando estos países obtenían fácilmente créditos en los mercados financieros internacionales. El mercado internacional se caracterizaba por lo que se llamaba entonces, siguiendo a Hicks, una economía de endeudamiento sobrelíquido, que buscaba situar excedentes de liquidez sin hacer análisis serios de los riesgos que había o que existían

1 Brasil tiene una hiperinflación rampante a un nivel relativamente elevado (aproximadamente 30% mensual). Recordemos que se llama hiperinflación rampante un alza de precios que se sitúa a un nivel elevado (dos cifras por mes) y que permanece relativamente estable durante muchos meses. Esta alza de precios por escalones es original puesto que no se ha observado en las hiperinflaciones europeas caracterizadas por su aspecto exponencial (hiperinflación abierta) de una duración relativamente breve. El pasaje a una hiperinflación abierta es latente. Sólo políticas económicas radicales (bloqueo de precios, esterilización de una parte de la deuda interna por ejemplo) llevan a retardarla, es decir, a evitar esta dinámica.

en los países. Este paralelo, sin embargo, conduce a errores. El reflujo de capitales hacia los países latinoamericanos, cualquiera que sea el límite y cualquiera sea el estado de su economía, se explica probablemente mucho más por el balance globalmente positivo que los bancos han hecho de la gestión de la deuda de aquellos (a pesar de todo han pagado enormes cantidades), el desarrollo de nuevos productos financieros que dan toda una serie de garantías disminuyendo probablemente los costos de transacción, la política de tasas de interés elevadas practicadas por estos países y el diferencial muy importante de tasas con Estados Unidos (véase Anexo C), que por el exceso de liquidez del mercado financiero internacional.²

2 El objeto de este estudio no es el de analizar las causas externas del flujo de capitales externos. Nos limitaremos aquí a una simple enumeración: la tasa de interés de Estados Unidos es débil o baja, la recesión hace átonos los mercados y las ocasiones de invertir de manera suficientemente rentable se hacen cada vez más escasas. La rentabilidad financiera, más importante en los años ochenta que la rentabilidad industrial, alimentada por el auge de los mercados financieros y el desarrollo de nuevos productos financieros, comienza a ser mucho más problemática en los países industriales. El atractivo que representan los países semindustrializados puede entonces ser mucho más grande eso sí a condición de que la movilidad del capital esté asegurada y que las medidas de liberación hayan sido tomadas en este sentido. En un primer momento la posibilidad de jugar en el mercado secundario de las acreencias de estos países comprándolas con un fuerte descuento y convirtiéndolas a su valor nominal en estos países (SWAP), puede ser atractivo. La posibilidad de jugar igualmente sobre los mercados de cambio (el oficial y el paralelo) aumenta el atractivo. La privatización que usa parcialmente técnicas de swap, aumenta el atractivo cuando las empresas privatizadas son o bien muy rentables rápidamente o hacen parte de sectores estratégicos. En fin y sobre todo la moneda caliente es atraída por las condiciones de rentabilidad particularmente elevadas así como lo muestra a la vez la evolución de la capitalización bursátil que pasa de 3.3 billones de dólares a 18.5 en Argentina, de 16.4 a 42 en Brasil, de 13.7 a 28 en Chile y de 32.7 a 101 en México (9) (Anexo C). La apreciación del tipo de cambio de la moneda nacional y la credibilidad que hace que esta política halla sido más atractiva para los empréstitos en el exterior y los depósitos de los extranjeros en las bolsas locales y en fin el acceso a los mercados americanos (pero también japonés) ha hecho más simple y menos costoso para los prestatarios extranjeros gracias a una modificación de la reglamentación.

Sin embargo se pueden hacer similitudes con este período: las tasas de interés americanas eran bajas hasta 1979 y nuevamente lo son hoy en Estados Unidos (aunque no lo sean igualmente en los países europeos), la moneda estaba sobrevaluada; está sobreapreciada también desde hace algunos años como lo veremos y las reservas de los Bancos Centrales aumentan antes de 1982 y aumentan también hoy.³

Pero las diferencias subsisten: el mercado internacional no funciona de la misma manera en razón de la globalización financiera, los controles de cambio son o bien atenuados o bien suprimidos, la situación económica es o bien muy mala o buena pero frágil; y era muy buena antes de 1982 en las economías semindustrializadas.⁴

La situación actual es por lo tanto original en un doble sentido. Las políticas económicas se inscriben en un contexto de abundancia de capitales que proviene del exterior. Y estas no son la causa o al menos la única causa. Esta originalidad nos hace preguntarnos algunas cosas.

Los capitales a corto plazo tienen tendencia a constituir la parte dominante del conjunto de los aportes de capitales: 37.8% de los capitales en México en 1991, 57.6% en Brasil, 31.3% en Chile y 27% en Argentina. A estos porcentajes elevados habría probablemente que añadir una parte de las inversiones en portafolio (por ejemplo en México) (Anexo B). En la medida en que la parte reservada a las privatizaciones irá siendo decreciente en razón del número limitado de empresas que hay que privatizar se puede pensar que la parte de los capitales a corto plazo aumentará (con excepción del Brasil que apenas comienza el proceso de privatización). En fin observemos primero que el regreso de los capitales "fugados" a comienzos de los años ochenta pudo constituir una parte importante de los retornos especialmente en México, pero que esta parte rápidamente también es decreciente; después, que el aporte de los capitales a corto plazo no ha contribuido, al contrario, a una baja de las tasas de interés. Estas se incrementaron en ciertos países a medida que aumentaba el aporte de capital extranjero.

- 3 Se trataba antes de 1982, de aumentar las reservas con el fin de poder prestar mucho más. El aumento reciente de las reservas no obedece a esta lógica.
- 4 Para una comparación primero entre estos dos períodos y después entre estos y el de los treinta véase Calvo y otros (9).

No es porque parezca haber una sobredeterminación de los mercados financieros internacionales que las políticas económicas puestas en práctica no ejercen ninguna influencia. Una de ellas, la política de cambios llevada a cabo desde hace algunos años por la mayoría de los gobiernos latinoamericanos, parece haber jugado un papel importante. Esta política rompe con la maxi-devaluación decidida luego de la moratoria hecha por parte de México (agosto de 1982) en la mayoría de los países. La apreciación de la moneda es, en general, efectiva después de algunos años ya sea que se continúe con ella o que se establezca tal como se puede ver en el cuadro 1.

Cuadro 1 Índice de las tasas de cambio reales efectivas^a

País	Deflactor ^b	1978	1979	1982	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992 ^c
			1981	1983									
Países exportadores de petróleo													
Bolivia	IPC	143	137	116	88	100	136	139	147	135	191	215	234
Colombia	IPC	94	88	78	86	100	132	147	150	153	173	171	174
Ecuador	IPC	74	73	74	102	100	110	125	146	150	159	151	143
México ^d	IPC	95	82	112	101	100	139	145	118	110	108	98	91
Perú	IPC	108	93	79	83	100	89	81	84	52	42	35	33
Venezuela	IPC	97	88	81	99	100	121	161	156	184	192	180	169
Países no exportadores de petróleo													
Sudamérica													
Argentina	IPC	101	69	108	95	100	107	131	137	144	113	86	82
Brasil	IPC	65	79	81	97	100	106	104	94	72	65	76	85
Chile	IPC	82	70	72	80	100	123	134	141	133	140	138	133
Paraguay ^e	IPC	88	66	78	81	100	107	115	120	125	125	108	108
Uruguay	IPC	107	78	81	97	100	99	103	111	111	129	111	104

Cuadro 1 *Continuación*

País	Defactor ^b	1978	1979	1982	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992 ^c
			1981	1983									
Centroamérica y el Caribe													
Costa Rica	IPC	70	90	114	98	100	107	112	117	110	112	121	116
El Salvador	IPC	204	182	137	117	100	162	139	122	105	141	134	135
Guatemala	IPC	123	120	114	113	100	142	185	186	188	220	192	193
Haití ^d	IPC	136	129	116	107	100	103	123	123	150	156	145	139
Honduras	IPC	136	127	107	101	100	109	117	118	109	195	200	197
Nicaragua	IPC	407	342	186	117	100	38	10	184	220	169	162	162
República Dominicana													
Dominicana	IPC	75	74	84	118	100	92	113	131	95	85	87	89

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras del Fondo Monetario Internacional.

- ^a Corresponde al promedio de los índices del tipo de cambio (oficial principal) real de la moneda de cada país con respecto a las monedas de los principales países con que cada país tiene intercambio comercial, ponderados por la importancia relativa de las exportaciones hacia esos países. Las ponderaciones corresponden al promedio del período 1986-1990. Sobre la metodología y las fuentes utilizadas, véase CEPAL, Estatuto Económico de América Latina, 1981 (E/CEPAL/G.1248), Santiago de Chile, 1983. Publicación de las Naciones Unidas, No. de venta S.83.II.G.2.
- ^b La abreviatura IPC indica que en todos los países se usó el índice de precios al consumidor.
- ^c Promedio enero a septiembre.
- ^d El tipo de cambio utilizado es el siguiente: tipo intermedio entre los tipos de venta y de compra que declararon los bancos comerciales principales al Banco Mundial hasta julio de 1982, tipo preferencial para importaciones de primera necesidad desde agosto a noviembre de 1982 y tipo intermedio entre los tipos de compra y venta en el mercado controlado a partir de esa fecha.
- ^e Se usó el tipo de cambio libre o paralelo.
- ^f A partir de 1987 se usó el tipo de cambio comercial.

La apreciación de la moneda nacional con respecto al dólar o a una canasta de monedas no conduce siempre a una desaceleración del alza de precios. Los resultados son por el contrario contrastados. El alza de precios se acelera o se desacelera.⁵

Estamos en todo el derecho de pensar entonces que la manipulación de la tasa de cambio tiene efectos indeterminados sobre la evolución de los precios. Esto sería un error. La tasa de cambio juega un papel clave pero su acción depende del estado de la economía y de la coherencia de un cierto número de medidas que la acompañan.

Este trabajo busca privilegiar el estudio de las relaciones tasa de cambio-inflación-modernización del aparato de producción, apoyándose en la experiencia reciente de los tres principales países de América Latina. Paradójicamente este estudio es a la vez simple y complejo. Más simple que antes en la medida en que el período reciente se caracteriza por el fin de las políticas de estabilización autoritarias de los precios y la llegada de políticas económicas más liberales que antes. Pero más difícil porque el conjunto de los factores que actúan sobre la credibilidad de la política económica y actúan sobre las anticipaciones inflacionistas o antinflacionistas son más difíciles de discernir, los efectos son parcialmente causas que producen efectos y, a su vez, éstos nuevas causas de la agravación o de la mejoría de la situación.

Los aportes de capital influyen sobre la tasa de cambio y sobre los grandes equilibrios. Pueden, sea directamente sea indirectamente, actuar positivamente sobre la tasa de crecimiento según la relación que hay entre

5 En Argentina la tasa de cambio real efectivo pasa de un índice de 144 en 1989 (base 100 en 1985) al índice 82 en 1992. Esta fuerte apreciación de la moneda nacional no conduce a una reducción de la tasa de inflación en un primer momento. A partir de abril de 1991, con el Plan Cavallo, la continuación de esta política conduce a una caída brutal del alza de precios. En México la apreciación de la moneda conduce a una reducción de la tasa de inflación (véase Gráfico en Anexo F). En Brasil la fuerte apreciación de la moneda a partir de 1987 y que luego se interrumpió y se invirtió ligeramente, no provocó una desaceleración del alza de precios y antes tuvo un efecto contrario.

inversión extranjera directa y capitales especulativos. No conduce necesariamente a una reducción de la tasa de inflación.

Si facilitan las políticas de apreciación de la moneda los aportes de capitales empujan o impulsan hasta el extremo sus consecuencias. La desinflación no es necesariamente competitiva y los balances comerciales tienden a hacerse fuertemente deficitarios. Los éxitos económicos registrados se convierten entonces en algo muy frágil. Consecuencia de la incapacidad de los gobiernos para controlar el déficit comercial después de cierto umbral, las salidas masivas de capitales cuestionan el crecimiento y la desinflación, lo que no deja de tener consecuencias sobre el desarrollo de la pobreza.

En la primera parte, trataremos la relación entre la depreciación de la moneda y la inflación; en la segunda, las relaciones entre la apreciación del cambio, por una parte, y la evolución de los precios y la modernización del aparato económico, por otra. Este análisis nos permitirá mostrar, a la vez, los límites de la reinserción de las economías latinoamericanas en los mercados financieros internacionales y los peligros que la misma puede representar.

I. Depreciación del cambio y alza de precios

A. Evolución de las políticas de cambio

Las políticas de ajuste de primera generación,⁶ aplicadas después de agosto de 1982, se caracterizaron fundamentalmente por el acento que pusieron en el servicio de la deuda. Pusieron en práctica maxi-devaluaciones, con el fin de exportar más y redujeron ciertos gastos públicos con miras a eliminar el déficit presupuestal y reducir la tasa de inflación. Las políticas

6 Analizamos tales políticas en P. Salama (32) y P. Salama y J. Valier (32, 33). Para una discusión del balance de esas políticas de ajuste hecho por los economistas del Banco Mundial, véase J. M. Fontaine (18).

de ajuste heterodoxas⁷ que vinieron luego y que se aplicaron en algunos países, sobretudo en Brasil y Argentina, insisten más en la demanda que en la oferta y constituyen respuestas keynesiano-estructuralistas a los repetidos fracasos de las políticas de ajuste de primera generación.

Sus semifracasos (al cabo de un año, aproximadamente, para los planes Cruzado en el Brasil y Austral en Argentina) y después los rápidos fracasos para los planes siguientes, condujeron primero a la instauración de políticas de retención de los ahorros con el fin de congelar el servicio de la deuda interna que crecía desmesuradamente y constituía una verdadera "bomba de tiempo"; luego, pero en un mismo movimiento, a políticas de ajuste de segunda generación de inspiración liberal. Estas insisten en la reducción de los desequilibrios y se plantean como objetivos: la eliminación de la hiperinflación, el retorno al crecimiento y la reducción de la pobreza. Por lo tanto, el pago del servicio de la deuda externa no constituye el objetivo principal; de alguna manera está subordinado a los otros. Comienza, entonces, el llamado período de los planes Brady, tendientes a aligerar el servicio por endeudamiento.

Tales políticas se caracterizan por una apreciación de la moneda⁸ con respecto al dólar, en términos reales (véase Cuadro 1), y por una concepción algo diferente del papel del Estado: el acento se pone más sobre las privatizaciones que sobre la reducción de los gastos públicos: sobre la liberalización del comercio exterior y, más tarde sobre los ritmos y la articulación de las medidas de liberalización entre el sector externo y el interno (9). Finalmente, con el Concenso de Washington,⁹ de nuevo se hace hincapié en una intervención del Estado conforme a las tesis del crecimiento

7 Sobre este punto véase, en francés, el número especial de la revista *Tiers Monde*, No. 117, 1987 dirigida por M. Ikonicoff y P. Salama.

8 Sobre dieciocho países latinoamericanos, en 1991, quince apreciaron su moneda entre el 5 y el 20 por ciento (20).

9 Williamson, J. (38) y para una crítica de estas posiciones: Bresser Pereira (6) y Frenkel, R. et al (16).

endógeno (favorecer las economías externas, el *learning by doing*, etc.) en los sectores educativos (primario más bien que el superior que tenderá a privatizarse), de salud (prevención más bien que curación) y sobre la pobreza gracias al desarrollo de un programa asistencialista coordinado y co-administrado, en parte.

Si la pareja (política de apreciación de la moneda y nuevo papel del Estado), junto con una política de "concertación"¹⁰ se hace creíble, entonces sus efectos sobre la tasa de inflación y, luego, sobre las de interés nominales son importantes. Bajan y arrastran una reducción del déficit presupuestal.

B. Del papel de la tasa de cambio en hiperinflación

En los períodos de inflación muy fuerte y, sobre todo, de hiperinflación, los agentes buscan indizar la evolución de sus precios a un indicador. Utilizado al principio, el nivel general de precios es abandonado cuando el alza de los mismos se acelera, debido a las posibilidades de manipulación del índice. Entonces, la tasa de cambio juega un papel central en la definición de las anticipaciones. Cuando existe control de cambios, la tasa paralela es más creíble que la oficial. De alguna manera, se convierte en un indicador de lo que será en el futuro la tasa de cambio. Frente a la pérdida de una referencia segura, por el profundo desorden monetario, la referencia a la tasa paralela permite reducir la incertidumbre y los precios convertidos a ella evolucionan de manera más coherente. La indización a la tasa de cambio paralela permite preservar un mínimo de coherencia de la estructura de los precios relativos.¹¹

10 La política de concertación puede ser ficticia. Sin embargo, lo importante es saber si es aceptada o rechazada.

11 En ausencia de una teoría del valor lo suficientemente sofisticada que integre el papel del Estado en la definición de los "precios eficaces" desde el punto de vista de la dinámica de la acumulación, es muy difícil decir exactamente qué es una estructura coherente de precios relativos. Se conoce el peso de los factores que intervienen en su evolución (progreso técnico, estrategias de los actores con respecto a su situación en el mercado y a su capacidad de hacerla evolucionar,

Según la corriente monetarista una política sabia de retención de la expansión de la masa de dinero debería actuar sobre la tasa de cambio paralela y, por lo tanto, al final sobre los precios.¹² Este análisis es más seductor en un período, digamos hiperinflacionista porque lo monetario y lo financiero parecen al independizarse completamente de lo productivo y las anticipaciones adquieren un peso creciente en la evolución de los precios y, sin compartir las premisas de las tesis de las anticipaciones racionales, parecen llegar a convertirse cada vez más en autorrealizantes.

De hecho, cuando se observan los pasos de la hiperinflación rampante a la hiperinflación abierta se constata que el indicador probablemente más pertinente es la evolución decreciente de M1. Esto traduce una cuasi-terminación del proceso de sustitución de las funciones de la moneda nacional por el dólar. En hiperinflación abierta la moneda nacional sirve cada vez menos de medio de circulación en provecho del dólar. Así, más allá de un proceso de sustitución de las monedas se trata de un proceso de

intervención del Estado, ritmo de la inflación), así como se sabe qué es lo que puede hacer evolucionar la distribución de los ingresos. Sin embargo, al igual que esta, la coherencia de la estructura de los precios relativos constituye un "misterio" según la expresión de Kaldor. Conviene, tal vez, limitarse a una definición modesta: la estructura de los precios relativos es tanto más coherente cuanto favorece la dinámica de la acumulación y viceversa. Así, las fases de alta inflación de los años setenta pudieron, en general, favorecer la acumulación y en cambio las más elevadas de la década de 1980 no lo hicieron. La deformación de los precios relativos al alimentar el proceso de alza de precios se erige en parte como un obstáculo a la continuación de la acumulación al mismo ritmo. De una situación de riesgo se pasó a una situación de incertidumbre. La búsqueda de un indizador tiende así a pasar de una situación de gran incertidumbre a una situación donde el futuro es más bien probabilizable. Sobre el conjunto de estos puntos véase Pierre Salama y Valier (33).

- 12 Aunque no compartamos los presupuestos de esta aproximación y aunque no podamos hacer en el marco de este artículo una crítica interna a su teoría, observemos que sería muy caricaturesco deducir que las visiones alternativas (neoestructuralistas, neomarxistas) son favorables a una política de la oferta de moneda muy laxa. El exceso de oferta de moneda, y los déficits presupuestales muy importantes, pueden jugar, en efecto, negativamente sobre las anticipaciones.

sustitución de las funciones de la moneda. La juventud de la moneda local (no se ha constituido aún verdaderamente) la hace frágil. La llegada de una crisis se manifiesta por tentativas, cada vez más fuertes, de sustituir más la función de reserva de valor de la moneda nacional por la de otras monedas cuyo estatus internacional las convierte en divisas claves. En hiperinflación rampante es la función de unidad de cuenta la que se alcanza. En hiperinflación abierta, es la de circulación para numerosos productos y más particularmente para bienes durables. La dolarización es entonces muy fuerte (véase Cuadro 2 *supra*). La tasa de cambio juega un cierto papel en la perpetuación de la inflación y en su aceleración. La primera proviene de los mecanismos de indización y de los movimientos de la tasa de cambio producidos por el deterioro de la situación económica.

La indización de los salarios a los precios, de los precios a los precios y luego a la tasa de cambio, alimenta la inercia de la inflación cuyo origen no está, sin embargo, en esta indización. Dicho de otra manera, la indización no es sino la manera de perpetuar una inflación cuyo origen está en otra parte. El alza de la tasa de inflación y su paso a un escalón superior se explica a la vez por la transferencia de capitales, brutal e importante, a título del servicio de la deuda externa y por la agudización y luego por la estabilización del conflicto distributivo.¹³

Cuando el gobierno no llega a dominar la aceleración de la inflación y no controla sus gastos, a causa sobre todo del avance del servicio de la deuda interna, la credibilidad de su política económica se encuentra comprometida. Esta pérdida de credibilidad se traduce por presiones sobre la tasa de cambio paralela. La brecha creciente entre esta última y la tasa de cambio oficial manifiesta, a la vez, las anticipaciones pesimistas de los agentes y la tentativa del gobierno por mantener su política de cambio. Esta, menos

13 Sobre este punto se pueden ver referencias en el artículo de B. Théret (36) que critica algunas de nuestras conclusiones concernientes al encadenamiento de las causas del avance hiperinflacionario. B. Théret privilegia el conflicto distributivo frente a lo que nosotros escribíamos en el sentido de que este no se desarrollaba sino después de que la transferencia de capitales hubiese amputado el poder de compra, provocando un ahorro forzoso equivalente a la suma transferida.

creible, no puede durar en su estado actual y la tasa de cambio paralela, considerada como más fiable, sirve de indizador a los precios. Como su movimiento se caracteriza por una depreciación creciente, el alza de precios tiende a acelerarse.

Por otra parte, la indización no es nunca perfecta y homogénea para el conjunto de los productos. Soporte de las anticipaciones, la evolución de la tasa de cambio paralela no conduce a anticipaciones autorrealizantes para todos los productos; los financieros tienen una sensibilidad muy grande; los industriales una en general menos fuerte, sobre la cual se fijan las estrategias diferentes según los productos y el grado de competencia, la exposición al exterior y las partes de mercado que se reflejan en diferenciales con respecto a la evolución del cambio del dólar paralelo. Otros, como los salarios tienen una sensibilidad más fiable y otros, en fin, como los servicios públicos, tienen una sensibilidad mucho más fiable y con frecuencia por razones políticas.¹⁴

La distorsión de los precios relativos no es por lo tanto reservada totalmente. Lo es tanto menos, cuanto la tasa de cambio paralela tiene una aceleración de su evolución y aumenta así la tasa de inflación. Entre más se deteriore la situación, los escalones son menos largos y estables y más elevados los aumentos entre dos escalones.

El papel central jugado por la tasa de cambio debe ser, por lo tanto, comprendida a partir no de consideraciones sobre la masa monetaria y mecanismos que le estarían ligados, como lo hacen los monetaristas, sino de la estrategia de los actores (mundo del trabajo frente al de las empresas, empresarios entre ellos) cuyo juego para preservar un poco de coherencia a la estructura de precios relativos se articula de manera diferenciada alrededor de las evoluciones de la tasa de cambio paralela. Detrás del cambio está la supervivencia para algunos, las estrategias de *mark-up* y los

14 Fundada, en parte, por el empobrecimiento de los más pobres a lo que conduce mecánicamente una aceleración de la inflación.

costos de oportunidad de permanecer en el sector productivo con respecto al sector financiero, para otros.

Tasa de cambio depreciada e hiperinflación, tasa de cambio apreciada y fin de las hiperinflaciones, parece que allí hay una simetría. En el caso de México (véanse anexos) y en el de la Argentina esta simetría es real. En el caso de Brasil, no hay simetría. Esto es lo que trataremos de ver enseguida.

II. Apreciación del cambio y evolución de los precios

A. De la apreciación del cambio

Las salidas a las crisis que han conocido Argentina y México son originales y clásicas a la vez. Hace aún muy poco tiempo el servicio de la deuda se aseguraba mediante los fuertes excedentes de la balanza comercial. Las políticas impuestas (depreciación de la moneda, reducción de los gastos públicos) para obtener tales excedentes acentuaron los desequilibrios y se tradujeron en una agravación de la pobreza acompañados de una financiarización acrecentada de la actividad de numerosas empresas en detrimento de sus actividades productivas, cuando no desaparecían pura y simplemente. Las nuevas políticas de ajuste, llamadas de segunda generación, se caracterizaban en parte por una apreciación de su moneda con respecto al dólar. La tasa de cambio real creció en México. Después de una maxi-devaluación en 1982 del orden del 50% en términos reales, la tasa de cambio real se apreció de nuevo en 1983 o entre 1983 y mediados de 1985 y luego conoció fuertes devaluaciones hasta comienzos de 1987. Una apreciación de la moneda comenzó entonces pero se interrumpió, provisionalmente, por la fuerte crisis bursátil internacional que en México se tradujo en una caída drástica de la bolsa, salidas de capitales y, en consecuencia, dos devaluaciones (27). Luego la apreciación de la moneda se programó puesto que la devaluación nominal es real y se sitúa por debajo de la tasa de inflación.

Apreciación del cambio real y baja de la inflación

La apreciación de una moneda, salvo caso contrario, es en general un factor de desaceleración del alza de precios por múltiples razones:

- El costo menos elevado de las importaciones. La amplitud de este efecto depende del grado de apertura de las economías, del tipo de bienes importados. En la medida en que estas economías son relativamente cerradas -México menos que el Brasil- el efecto anti-inflacionario debería ser bajo a menos que la apreciación de la moneda fuese muy elevada.

- Es por lo tanto evidente que los efectos sobre la evolución de los precios reposa más en el choque psicológico y en el cambio de las anticipaciones que la apreciación puede provocar, si está acompañada por otras medidas como la libre convertibilidad y la credibilidad de la política salarial.

La desaceleración anticipada del alza de precios -luego de este conjunto de medidas que se vuelven creíbles- conduce a una reducción sustancial de las tasas de interés nominales, conforme a la relación de Fisher. A menos que haya un aumento muy importante de las tasas de interés reales este movimiento conduce a una reducción de los gastos públicos a título del servicio de la deuda interna. Si todo permanece igual, la desaceleración del alza de precios provoca una reducción del déficit presupuestal, lo que acentúa la credibilidad de la política que se ha seguido.

*Observemos en fin otros dos efectos cuyas consecuencias sobre el proceso de modernización del aparato productivo y en el mantenimiento de la política de cambio, pueden ser importantes. Si las importaciones son compuestas esencialmente por bienes de equipo, la apreciación de la moneda tiene un efecto **capital saving**, en el sentido en que lo define Joan Robinson: *ceteris paribus*, el valor de estos bienes de equipo baja con relación a los bienes de consumo, lo que acrecienta la eficacia del capital y debería permitir mejorar su rentabilidad.*

En tanto que la política de apreciación de la moneda es creíble, es decir en tanto que los especuladores y los arbitristas piensan que esto se pueda continuar, se favorece la importación de capital puesto que el valor de reembolso en moneda local decrece en la medida que la apreciación aumenta. Este mecanismo ya había favorecido el auge del endeudamiento a finales de los años setenta hasta agosto de 1982. Y favorece igualmente la demanda de capitales externos hoy en día.

Después de que el Plan Cavallo se lanzó en abril de 1991 la tasa de cambio real aumentó,¹⁵ en Argentina, aproximadamente en un 40%. A diferencia de México, la apreciación de la moneda resulta del mantenimiento de la tasa de cambio nominal a su valor definido en el momento del Plan (y que no se podía modificar sino por una ley), a saber diez mil pesos (esto es un nuevo peso) por un dólar. El diferencial de inflación con Estados Unidos explica la apreciación de la moneda nacional. Esta política ha sido calificada de dolarización activa; dolarización porque la referencia es el dólar (el peso vale dólar) y activa puesto que la relación ha sido decidida por los poderes públicos en lugar de haber sido sufrida por estos, como lo fue en el caso de las hiperinflaciones. Con la dolarización activa, la función de circulación de la moneda nacional podría hacerse a través del dólar, mientras que con la dolarización pasiva era la función de unidad de cuenta primero y luego la de circulación (para los productos de lujo y para otros productos cuando hubiese hiperinflaciones abiertas) las que jugaban por el dólar. Esto es lo que permite comprender que pueda haber una inflación en dólar peso y el mantenimiento de la paridad nominal en tanto perdure el diferencial (decreciente) de los precios.

Cuadro 2 Sustitución de las funciones, la moneda nacional y dolarización pasiva y activa

	Reserva	Unidad de cuenta	Circulación
Hiperinflación abierta	----	---	--
Hiperinflación rampante	--	--	-
Dolarización pasiva	+	++	puís +
Dolarización activa*	++		+

* en la medida en que, frecuentemente, existen cuentas en dólares en el país.

15 Recordemos que la tasa de cambio se había apreciado igualmente a partir de 1987-1988 hasta el Plan Cavallo de abril de 1991 sin que hubiese habido efectos sobre la tasa de inflación.

B. Una desinflación

Se sabe que el defecto mayor de la teoría de la paridad de los poderes de compra, cara a numerosos monetaristas, es el de no introducir la influencia de la modificación de los precios relativos internos en la determinación de la tasa de cambio e, inversamente, no poder analizar las consecuencias que una modificación de la tasa de cambio puede tener sobre esta estructura de precios. Las políticas de apreciación de la moneda puestas en práctica a finales de la década de 1980 tenían por objeto permitir una modificación sustancial del aparato productivo al mismo tiempo que debían suscitar una reducción de la inflación. Es por esto por lo que las políticas se insertaban en un conjunto de medidas que se pueden agrupar de la manera siguiente:

1. Anuncio de devaluaciones nominales regulares más acá de la tasa de inflación pasada, anticipando la tasa de inflación más débil en el futuro y, en el extremo, anuncio de una paridad nominal fija con el dólar. Estos anuncios se acompañaban de una liberalización de los cambios y una reducción, en consecuencia, de los obstáculos a la movilidad del capital de los no residentes y/o de los residentes. Evidentemente hay obstáculos significativos que no incitan o hacen poco interesante la venida de los capitales. Inversamente, si estos no son significativos no se oponen a la llegada de capitales y pueden regularizarse un poco.¹⁶

16 El caso chileno es interesante porque el Gobierno chileno buscó limitar los efectos potencialmente negativos de un flujo de capitales muy importante. A pesar de algunos obstáculos, el conjunto de los movimientos de los capitales pasó de 3.046 billones de dólares en 1990 a 1.487 billones en 1991 y llegó a 3.053 billones en 1992. Las autoridades chilenas constataron que, a pesar de la tasa de interés baja, los capitales afluían y entonces aumentaban la tasa de interés con el fin de frenar la demanda interna y evitar un sobrecalentamiento, y buscaron facilitar las inversiones de las empresas chilenas en el exterior especialmente en Argentina buscando así limitar la reapreciación de la moneda chilena. La medida más sorprendente fue la de contraer los capitales especulativos y, más precisamente, las inversiones extranjeras en bolsa hacerlas permanecer por lo menos un año en Chile, con el fin de limitar las consecuencias posibles de los movimientos especulativos. A pesar de esta medida que entorpecía los movimientos de capitales, estos continuaron entrando si bien a un ritmo más débil (con excepción de los capitales a corto plazo). Véase el informe de la Banca Sudameris (4) y María Concepción Tavares (35).

2. Anuncio, algunas veces, de una política para definir claramente los límites de la emisión de moneda (Argentina) (15).

3. Una liberalización externa: menos subvenciones para los productos exportados, menos protección para los productos importados (cuantitativas y tarifarias) con la respectiva constitución de zonas de libre comercio (Mercosur para Argentina, Brasil, Uruguay; más significativo es el Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y sobre todo Estados Unidos).

4. Una liberalización interna: el retiro del Estado del sector público mediante vastos programas de privatización, tratando a la vez de aligerar en parte el servicio de la deuda externa y reduciendo el peso de esta misma, el servicio de la deuda interna para o por las mismas razones y una reactivación de la política social que había sido abandonada durante "la década perdida". Un retiro del Estado algunas veces (Chile, Argentina) de la gestión de la fuerza de trabajo por la transformación del sistema de pensiones. La capitalización, en lugar de la repartición que dinamiza el sistema financiero pero que hace aleatorias las capacidades de supervivencia para los pobres y aquellos que preferían gastar más que ahorrar teniendo en cuenta sus débiles recursos.¹⁷

5. Un acuerdo entre los participantes sociales. Este acuerdo es esencial. Establecido sobre concesiones en materia de evolución de los salarios, de precios de los productos de primera necesidad o permitido por la llegada al poder de un partido ligado orgánicamente al movimiento sindical sin que halla formalmente definición de los términos de un acuerdo, permite reducir la intensidad del conflicto distributivo, suscita una reducción del alza de los precios (véase el recuadro) y esclarece el horizonte económico para los inversionistas.

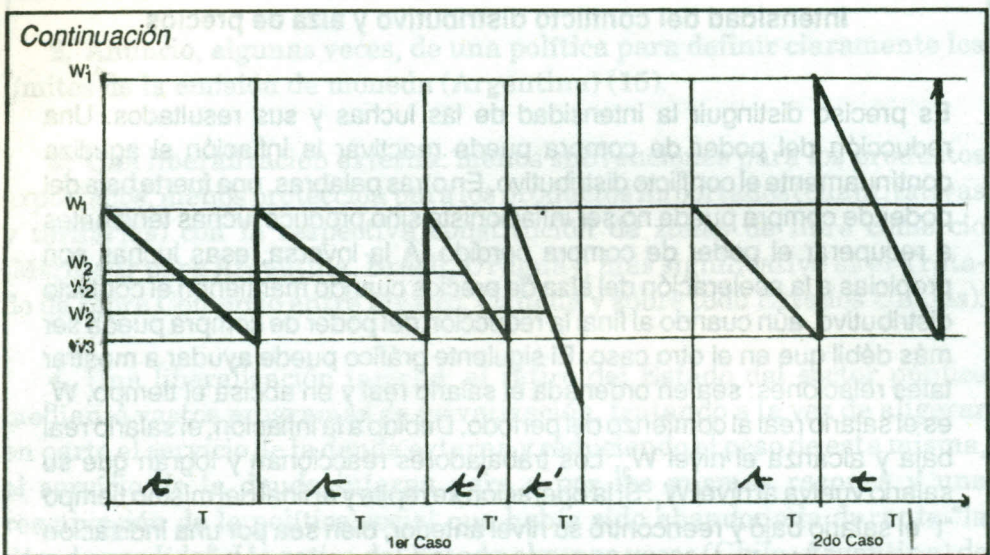
17 Véase el artículo de B. Lautier (26).

Intensidad del conflicto distributivo y alza de precios

Es preciso distinguir la intensidad de las luchas y sus resultados. Una reducción del poder de compra puede reactivar la inflación si agudiza continuamente el conflicto distributivo. En otras palabras, una fuerte baja del poder de compra puede no ser inflacionista sino produce luchas tendientes a recuperar el poder de compra perdido. A la inversa, esas luchas son propicias a la aceleración del alza de precios cuando mantienen el conflicto distributivo, aún cuando al final la reducción del poder de compra pueda ser más débil que en el otro caso. El siguiente gráfico puede ayudar a mostrar tales relaciones: sea en ordenada el salario real y en abscisa el tiempo. W_1 es el salario real al comienzo del período. Debido a la inflación, el salario real baja y alcanza el nivel W_3 . Los trabajadores reaccionan y logran que su salario vuelva al nivel W_1 . Si la operación se repite y al final del mismo tiempo "t" el salario bajó y reencontró su nivel anterior, bien sea por una indización o como resultado de luchas, el salario real medio se situará entre el pico y el fondo, al nivel W_2 . Los trabajadores habrán perdido $W_1 - W_2$. Esta situación puede conducir a una reacción que modifique el carácter inercial de la inflación (por el contrario, este aspecto inercial predominará si los trabajadores aceptan la reducción del poder de compra, *ceteris paribus*). Dos casos se pueden observar en el gráfico: los trabajadores reaccionan más rápido ($t' < t$), el salario medio W'_2 , más bajo que W_1 , sin embargo es superior a W_2 , como se ve. La inflación es más fuerte pero la caída del poder de compra es más débil, salvo si los empresarios -frente al incremento de la incertidumbre- reaccionan aumentando más los precios. Los trabajadores pueden también demandar el salario del pico de manera durable. El antiguo pico se convierte entonces en el salario medio, pero esto implica que el nuevo pico esté por encima del anterior ($W'_1 > W_1$), lo que acelera el alza de precios.

El conflicto distributivo, aún si se efectúa según las reglas "programadas" (indización), es inflacionista cuando se agudiza.

La desaceleración del alza de precios se logra cuando uno de los participantes acepta nuevas reglas de juego. Es preciso recalcar que este participante podría no ser siempre el mismo, esto es, los trabajadores.



No es sólo la política de apreciación lo que conduce a la reducción de la tasa de inflación. Solamente si este conjunto de medidas se da en conjunto, la política de apreciación de la moneda nacional se convierte en eficaz y actúa sobre la tasa de alza de los precios. Es entonces cuando se hace creíble. Este fué el caso de México y Argentina que por razones diferentes y con formas distintas, tuvieron éxito en hacer creíbles sus políticas para salir de la crisis, algunas veces después de repetidos fracasos. No fue, en cambio, el caso de Brasil. La tasa de cambio real efectivo se apreció y luego se depreció y más o menos se estabilizó a un nivel intermedio, puesto que pasó de un índice de 104 en 1987 (base 100 en 1985) al índice 65 en 1990 (apreciación) para remontar (depreciación) luego en veinte puntos en 1992 (véase Cuadro 1 *supra*). No hubo anuncio de devaluación regular, no hubo liberación muy importante de los cambios (aún subsistiendo un mercado paralelo), la liberación externa fue menos importante que la interna. Los conflictos distributivos no llegaron a calmarse durablemente. Por el contrario, la repetición de los conflictos distributivos no podía entonces conducir a una reducción durable de la inflación y demostró de nuevo que se trataba necesariamente más que de la amplitud de la pérdida de poder de compra, que es importante en un proceso antinflacionista, de la forma como había

sido obtenida. "Aceptada" en México, en Argentina esta es una causa de la desaceleración del alza de precios, rechazada en Brasil es una causa a la vez del carácter inercial de la inflación, pero también de su aceleración.

C. Una desinflación competitiva o el peligro de su permanencia

1. La desinflación es competitiva cuando está acompañada de una modificación sustancial de las condiciones de producción.

Se sabe que se opone a la mejora de la competitividad obtenida gracias a la devolución de la moneda. La primera sería durable puesto que resultaría del aumento de la productividad del trabajo. Actuaría, por lo tanto, en profundidad. La segunda tendría una naturaleza superficial puesto que les procuraría a los exportadores una renta, en el sentido liberal del término, producida por la manipulación de los cambios. Según los defensores de la desinflación competitiva, apreciación y depreciación de la moneda no tendrían ningún efecto o no tendrían efectos simétricos. La primera puede favorecer la modernización del aparato productivo; la segunda no engendra sino "círculos viciosos": la inflación conduce a la devaluación y provoca de nuevo impulsos inflacionistas. La competitividad no se mejora por lo tanto sino de una manera superficial. Considerada como una renta obtenida gracias a este tipo de intervención del Estado, no lleva o muy poco a una modificación del comportamiento de los empresarios. La mejora de las ganancias, el mantenimiento de las parcelas de las partes del mercado frente a la competencia internacional, son entonces esperados por una depreciación de la moneda más que por un crecimiento relativo de la productividad del trabajo.

No entra en nuestros propósitos analizar la pertinencia de las críticas que se hacen a las devaluaciones. Por el contrario, la discusión de los efectos positivos que se le señalan a la apreciación y la desinflación competitiva que debería seguir, sí está en el marco de nuestro estudio.

Vimos que una política de apreciación de la moneda nacional tenía efectos análogos a los de un progreso técnico *capital saving* cuando las importaciones se concentran en bienes de equipo intermedios. La baja del

valor unitario del capital aumenta la eficacia de este último (para un mismo valor produce más), el grado de mecanización se incrementa por esta razón y acarrea una mejoría de la productividad del trabajo, lo que a largo plazo debería mejorar la tasa de ganancia y favorecer la recuperación de la actividad económica y una reestructuración del aparato productivo.

Se puede ver allí una de las razones del alza de dos puntos de la formación bruta de capital fijo en México (a partir de un nivel que podríamos decir, pasablemente deprimido),¹⁸ alza que se explica por la creación de nuevos mercados consecuencia del Tratado de Libre Comercio.

Este efecto no parece haber sido lo suficientemente fuerte para producir un aumento de la tasa de formación bruta de capital fijo en Argentina. La estabilidad macroeconómica de la tasa de formación bruta de capital fijo oculta modificaciones importantes que conciernen a la estructura de las inversiones. La parte importada, más eficaz, aumenta en detrimento de la parte nacional, menos eficaz por regla general, porque es producida por empresas comprometidas en un proceso de obsolescencia más o menos pronunciado.¹⁹

A comienzos de 1993, se observó, a la vez, un aumento notable de las importaciones de bienes de equipo pero también un incremento de las capacidades de producción ociosas del sector intermediario y de bienes de equipo. Parece, por lo tanto, que allí hubo un efecto de sustitución entre importación y producción local de bienes de equipo en detrimento de este último. En fin, si la tasa de formación bruta no parece haber aumentado, la eficacia de la inversión podría haberse acrecentado por las razones citadas anteriormente.

18 Según las estadísticas oficiales de México, la inversión bruta fija pasó de un índice de 100 en 1981, a 68 en 1989 y se elevó a 83 en 1991, a 90 en 1992.

19 La industria nacional es o ha llegado a ser relativamente obsoleta en numerosas ramas debido al contexto global de hiperinflación -financiarización- desindustrialización, contexto que ha pesado negativamente durante mucho tiempo sobre las decisiones de inversión de las empresas en la Argentina.

De manera general este efecto positivo no es probablemente suficiente. Sabemos que la apreciación de la moneda se facilita por el atractivo que producen las tasas de interés reales muy elevadas. Tales tasas de interés constituyen obstáculos serios a la ampliación de la acumulación para numerosas empresas, a menos que estas puedan prestar en los mercados financieros internacionales y beneficiarse así de las bajas tasas de interés que allí se practican.²⁰

Esta posibilidad no está reservada sino a las grandes empresas y por lo tanto se puede pensar que la política monetaria restringida por la política de cambio hace difícil el aumento de la tasa de inversión y frena así la modernización necesaria para numerosas empresas. Por otra parte, la apreciación de la moneda nacional unida a políticas de liberalización tanto internas (menos subversiones) como externas (menos derechos de aduana) plantean serios problemas en términos de competitividad a la industria nacional (y a los servicios en menor medida).²¹

La apreciación aumenta relativamente los precios de los productos fabricados en el país. La disminución de las subvenciones conduce al mismo resultado, la reducción de los derechos de aduana reduce aún más los precios de los productos importados. El choque para la industria es muy fuerte y tanto más elevado cuanto que los aparatos de producción habían

20 Y claro de la continuación de la política de la apreciación de la moneda puesto que en caso de reembolso de certificados de la Tesorería y otros bonos se hará en el futuro a un valor más débil en moneda local. Por el contrario, esta dolarización de los pasivos puede tener efectos muy desfavorables en caso de maxi-devaluación. Sobre este punto véase Pierre Salama (32).

21 Estos problemas han sido analizados por la corriente estructuralista y por la corriente liberal. Numerosos economistas liberales se oponen al efecto *Big Bang* y proponen una periodización en la liberación de los mercados, primero los internos luego los externos. La liberación simultánea o cuasi-simultánea del conjunto de los mercados tal como lo hicieron numerosos países latinoamericanos conduce o tiene efectos perversos. Sobre este punto se puede referir a la presentación de conjunto que hace del asunto L.J. Garay S. en (9).

perdido su dinamismo durante el decenio (Brasil menos que México y este menos que Argentina).

Casar (10), al término de un estudio estadístico,²² había descompuesto el sector industrial mexicano en tres conjuntos: el primer conjunto es no competitivo, el segundo tiene una competitividad que resulta por bajos costos salariales, el tercero se beneficia de una competitividad más sólida obtenida gracias a la utilización de tecnologías de punta y goza de una productividad de trabajo alta. El *shock* externo se traduce en una reducción sensible para las actividades del primer conjunto. Las importaciones masivas sustituyen, en parte, a la producción de este sector: los cierres de fábricas, los licenciamientos se multiplican. El segundo conjunto resiste mejor, su grado depende de la relación salario-tasa de cambio real. Su competitividad puede estar acrecentada por una reducción de los salarios y por una modificación de la estructura productiva provocada por las importaciones de bienes de equipo y la mecanización creciente. El único sector que resiste es aquél que tiene una productividad de trabajo superior a la media.

El *shock* externo acrecienta la plasticidad del aparato industrial²³ a costa de numerosas destrucciones y de un costo social elevado. De allí puede resultar una modernización del aparato de producción a cierto plazo. Sin embargo, la reactivación del crecimiento, que aumenta las perspectivas macroeconómicas de empleo y la reducción de la tasa de inflación, que

22 Las nomenclaturas de las importaciones y de la producción no coinciden siempre que se quiera hacer un análisis muy refinado.

23 Estos dos últimos años la productividad del trabajo disminuyó en 12.2% en las empresas mexicanas; aumentó de 0 a 10% en 35.2% de ellas, de 10 a 20%, el 35.2% de las empresas y más del 20% en el 17.4% de las empresas. 56.7% de las empresas efectuaron inversiones de modernización; el porcentaje más elevado lo tienen las empresas industriales o, mejor dicho, este porcentaje es mucho más elevado si sólo se observan las empresas industriales; son sobre todo las pequeñas empresas las que tienen una evolución más desfavorable; estos datos provienen de la CEESP y son retomados por *La Jornada* (febrero de 1993).

disminuye la pobreza, producen efectos inversos y globalmente mejoran la situación del conjunto a costa ciertamente de una movilidad y una flexibilidad creciente de la mano de obra.²⁴

Es el crecimiento reencontrado, el control de la inflación lo que debería permitir arrancar ventaja de los recursos -añadiéndose a aquellos liberados por la reducción del peso del servicio de la deuda interna- obtenidos de la privatización de las empresas públicas que permiten financiar programas de lucha contra la pobreza. El encadenamiento se hace de ahora en adelante así: política de cambio y de tasa de interés, inversiones directas y sobre todo moneda caliente, regreso a un crecimiento compatible con un déficit comercial importante, aligeramiento de la pobreza. En este encadenamiento de tipo liberal, la pobreza constituye la variable residual, es el fin de la secuencia el término de la cadena. A diferencia de políticas económicas de inspiración estructuralista, las desigualdades aquí son aceptadas y justificadas por el realismo que se opone al populismo "devastador",²⁵ es el sacrificio "necesario" que permite aligerar, luego, el peso de la pobreza.

La reactivación del crecimiento, la baja de la tasa de inflación, la reducción de las desigualdades, la disminución de la exclusión social, constituyen cuatro objetivos dentro de los cuales la complementariedad puede buscarse. La opción tendiente a resolver los dos primeros esperando que los otros seguirán, aparece, sin embargo, como eminentemente peligrosa y frágil porque hace depender el conjunto de la posibilidad de mantener una pareja cambio-interés adecuado. Esta es una apuesta con un costo social extremadamente elevado, teniendo en cuenta el estado de los ingresos de la gran mayoría de la población.

24 Es probablemente esto lo que explica el relativo éxito político del presidente Salinas De Gortari en México mientras que el comienzo de su mandato ocurrió después de un fracaso electoral, transformado en éxito. Es probablemente por razones diferentes que el presidente Menem en Argentina tiene un éxito menos elevado en el sector organizado del mundo del trabajo y más elevado en los que se habían empobrecido (los más pobres entre los pobres).

25 Sería interesante releer el opúsculo de Dornbush (5) contra el populismo, a la luz de Hirschman (22).

2. La situación se hace cada vez más frágil y la posibilidad de mantener esta vía de salida de la crisis, cada vez más aleatoria.

El déficit del comercio exterior se dificulta rápidamente. Pasa de un equilibrio en 1990 a un saldo negativo en 1991 de 7 billones de dólares y alcanza 17 billones de dólares en 1992 en México (véase Anexo F),²⁶ las estimaciones para 1993 giran alrededor de 23 billones de dólares.²⁷

Este déficit proviene esencialmente de un crecimiento vertiginoso de las importaciones que no compensa un crecimiento de las exportaciones muy modesto. Es en razón de la amplitud de este déficit, de su carácter súbito, que el Gobierno tomó algunas medidas de enfriamiento, como la apreciación menos elevada de la moneda nacional, y otras que contribuyeron a una ligera desaceleración de la actividad económica desde fines del año de 1992. El proceso es más o menos similar en Argentina, aunque más reciente, y de una amplitud en porcentaje del Producto Interno Bruto -PIB- menos importante. Es verdad, también, que el Plan de Estabilización es más reciente (abril de 1991). De un excedente comercial de 8 billones de dólares en 1990 y de 4 billones en 1991 se pasó a un déficit de más de 3 billones de dólares en 1992,²⁸ al cual convendría añadir el muy fuerte déficit de la balanza de turismo estimada en 1.5 billones de dólares para la estación del verano 1992-1993.

26 El Anexo E no tiene en cuenta las divisas obtenidas por las industrias de frontera llamadas maquiladoras que hasta muy recientemente eran contabilizadas en otra cuenta de ahí las cifras superiores a las nuestras hasta 1991. Sin embargo para 1992 la estimación suministrada por la CEPAL (18,3) está por debajo del déficit real que, cuando son excluidas tales industrias, superó los 20 billones de dólares y alcanzó la cifra que indicamos cuando se tienen en cuenta las divisas obtenidas por tales industrias.

27 Contabilizamos el saldo positivo de las empresas situadas en la frontera llamadas maquiladoras. Las estimaciones varían de hecho entre 21 billones de dólares para la banca de Tokio y la Morgan a 24 mil billones de dólares para Salomon Brothers. Fuente: El Financiero 2.1, 1993.

28 El Economista 12.02, 1993 Buenos Aires. Notemos que la estimación de la CEPAL para 1992 (-365 millones de dólares) está 8 veces por debajo del déficit real. La aceleración de la brecha comercial es muy rápida, más rápida que en México.

A diferencia de México y Argentina, el Brasil obtiene fuertes excedentes de su balanza comercial estimados en más de 15 billones de dólares para 1992 (recordemos que su moneda se ha apreciado desde 1987 pero depreciada desde 1990) (véase Anexo E) (7). La liberalización de los cambios con el exterior no alcanza las proporciones observadas en los otros dos países. En fin, a falta de crecimiento las importaciones no se estimulan.

Es evidente que tales déficits son problemáticos. Habíamos observado ya una primera paradoja: la entrada de capitales extranjeros tuvo lugar aún con la situación económica del conjunto no muy buena. Conviene añadir ahora una segunda paradoja: las entradas de capitales continúan a pesar del elevado crecimiento del déficit de la balanza comercial. Tales entradas permiten reducir el déficit, financiar el servicio de la deuda externa y, en fin, aumentar las reservas internacionales. Tenemos derecho entonces a preguntarnos ¿dónde se sitúa el umbral a partir del cual estas políticas no serán las más creíbles? Dicho de otra manera, parece improbable que tales déficits puedan durar años y años sin erosionar la credibilidad y suscitar reflujos masivos de capital.

La desinflación competitiva es posible si una manipulación de los cambios acompañada de otras medidas es susceptible de mejorar la competitividad de un país. Es por esto, por lo que no es preciso considerar exclusivamente la relación tasa de cambio diferencial de tasa de interés, sino incluir igualmente las inversiones. En cierta medida se puede decir que estamos en presencia de un triángulo mágico entre, por una parte, las tasas de interés más elevadas en Estados Unidos, una tasa de cambio apreciada e inversiones directas extranjeras que podría ampliarse a las inversiones nacionales. En México las tasas de interés, aunque más elevadas que en Estados Unidos, no son demasiado elevadas a diferencia de Argentina y de Brasil donde se puede considerar que se hace más difícil la inversión. Estas tasas pueden aumentar en el futuro si las de Estados Unidos crecen, al mismo tiempo que aumentaría entonces el servicio de la deuda externa (según el menú escogido en el Plan Brady) lo que haría más difícil la inversión y podría frenar su crecimiento, comprendido allí el caso de México. La inversión extranjera directa representa el 39% del conjunto de los movimientos de capital en México, mucho menos que en Argentina (16.7%) y en Brasil (9.2%) en 1991 [véase (20) y Anexo D].

Estas inversiones fueron atraídas en parte por las condiciones ofrecidas por la privatización, estimuladas por la posibilidad de entrar en ciertos sectores estratégicos (telecomunicaciones por ejemplo) y por la constitución de una zona de libre comercio. Tal como se vió, participan de la modernización del aparato de producción. Los tres ángulos del triángulo permanecen, en tanto la política de cambio es creíble. Si el déficit exterior supera un cierto umbral, entonces las tasas de interés aumentarán con el fin de retener los capitales y frenar así la inversión en el país. Los inversionistas extranjeros buscarán desembarazarse repatriando sus beneficios, es decir, en caso de no desinvertir a causa de los costos irrecuperables, y las inversionistas nacionales estarán de nuevo en ventaja atraídos por las inversiones financieras que son mucho más atractivas.

Una carrera de velocidad parece así haberse celebrado entre, por una parte, la desinflación competitiva en caso de México, más improbable en Argentina y, por otra parte, la acumulación de los déficits externos de amplitud creciente. Si la desinflación competitiva se confirma, las importaciones crecerán menos rápidamente que las exportaciones: a la inversa, aumentarán más rápidamente que en el pasado reduciendo la brecha externa dejando de jugar a la especulación. Si esta carrera se pierde, entonces, el retiro masivo de los capitales costará muy caro a los inversionistas extranjeros, quienes no podrán recuperar sus inversiones iniciales a pesar de la sofisticación de sus coberturas de riesgo. Costará aún más a las empresas que de alguna manera han hipotecado sus activos endeudándose y trastornará sobre todo los equilibrios macroeconómicos provocando así maxi-devaluaciones, relanzando la inflación, amenazando fuertemente el peso del crecimiento reencontrado y empobreciendo, en fin, de nuevo a los más pobres.

La salida de la crisis constituye una espada de Damocles sobre las economías latinoamericanas y su filo aparece día tras día más nítido. Es una de las salidas posibles de la crisis. Con la relativización de los efectos benéficos del liberalismo, del retorno a un cierto proteccionismo y nuevos papeles activos atribuidos al Estado en numerosos países desarrollados, aparece un poco obsoleta sino anacrónica.

Anexos

Anexo A América Latina y el Caribe: Ingreso neto de capitales y transferencia de recursos

(Miles de millones de dólares y porcentajes)

	Ingr. netos de capitales	Pagos netos utilidades e intereses	Transf. de rec. (3)=(1)-(2)	Export. de bienes y servicios	Trasnf. de rec./expor. de bienes y servic. (5)=(3)/(4)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5) ^a
América Latina y el Caribe					
1975-1979 ^b	104.9	44.6	60.3	287.4	21.0
1975-1979 ^c	21.0	8.9	12.1	57.5	21.0
1980	32.0	18.9	13.1	104.9	12.5
1981	39.8	28.5	11.3	113.2	10.0
1982	20.1	38.8	-18.7	102.9	-18.2
1983	2.9	34.5	-31.6	102.4	-30.9
1984	10.4	37.3	-26.9	113.6	-23.7
1985	3.2	35.4	-32.2	108.6	-29.7
1986	10.0	32.6	-22.6	94.8	-23.8
1987	15.3	31.4	-16.1	107.9	-14.9
1988	5.5	34.2	-28.7	123.0	-23.3
1989	9.9	37.9	-28.0	136.5	-20.5
1990	20.3	34.7	-14.4	151.1	-9.5
1991	39.2	30.8	8.4	152.2	5.5
1992 ^d	57.0	29.6	27.4	159.9	17.1

Fuente: 1975-1991: CEPAL, sobre la base de datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional, 1992: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

- ^a Porcentajes.
- ^b Acumulado.
- ^c Promedio.
- ^d Estimaciones preliminares.

Anexo B Tipos de flujos de capital privado a América Latina, 1991
 (porcentaje de los flujos totales)

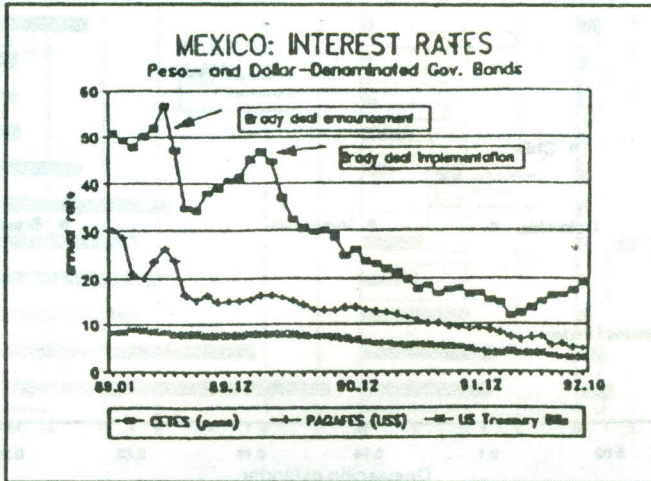
	Total	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Regionales
Empréstitos	39.1	27.0	57.6	31.3	37.8	25.7	10.6
Bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano plazo	21.2	21.6	30.2	12.0	28.7	20.2	-53.1
Papel comercial	6.3	-	-	-	3.8	4.3	63.7
Certificados de depósito	1.6	3.4	3.8	-	0.1	-	-
Financiamiento comercial	4.2	-	9.4	-	3.6	-	-
Financiamiento bancario a plazos	5.9	1.9	14.1	19.3	1.6	1.2	-
<i>Inversiones en cartera</i>	16.0	14.6	2.1	3.1	28.0	-	32.0
Fondos	3.7	2.2	2.1	3.1	1.2	-	32.0
ADR ^a	12.3	12.5	-	-	26.8	-	-
<i>Inversión extranjera directa</i>	34.8	45.7	11.1	65.7	34.2	74.3	57.4
Afluencia de efectivo por la privatización	8.8	27.0	-	-	-	74.3	-
Otras	26.0	18.7	11.1	65.7	34.2	-	57.4
Otros flujos ^b	10.1	12.6	29.3	-	-	-	-

^a ADR = American Depositary Receipts (certificados en depósito de Estados Unidos).

^b Identificados por los bancos centrales de los países

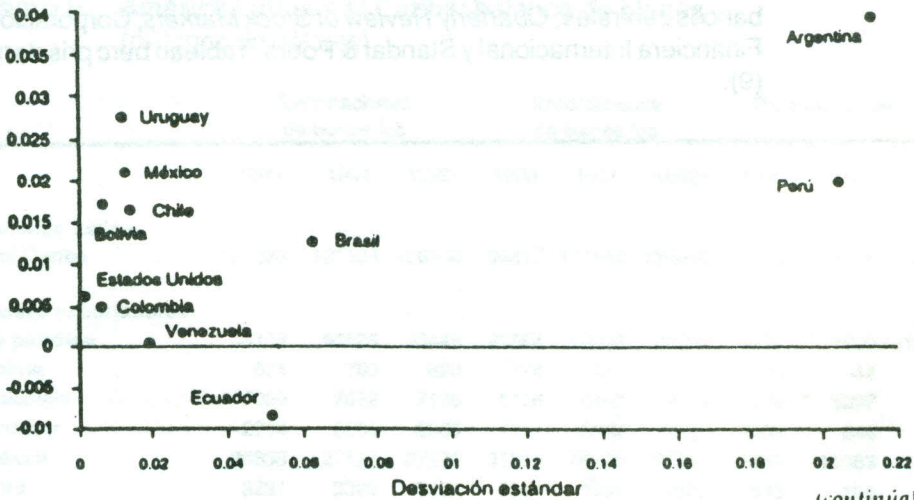
Fuente: Elaborado por Alicia Rodríguez (20), con datos de Salomón Brothers.

Anexo C



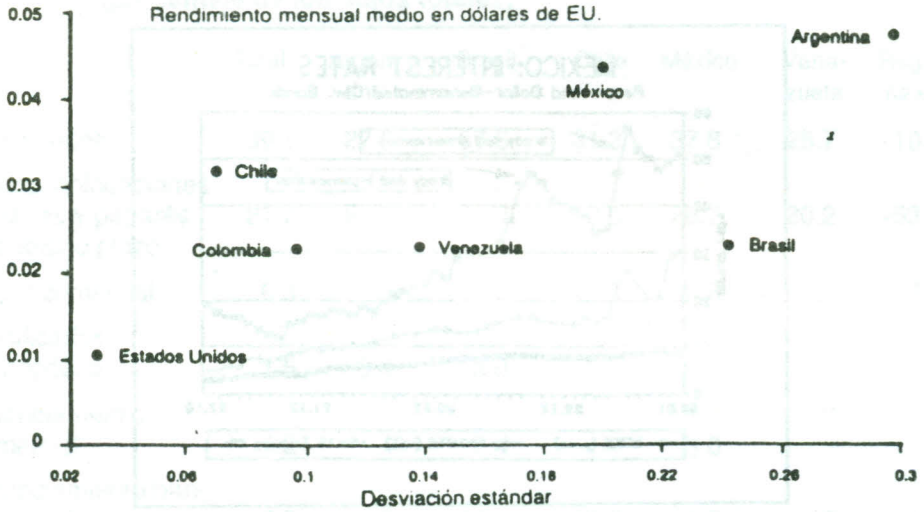
Mercados de crédito: tasas de interés de los préstamos

Fuente: OKS, Daniel et Van, Wijnbergen (31).



(continúa)

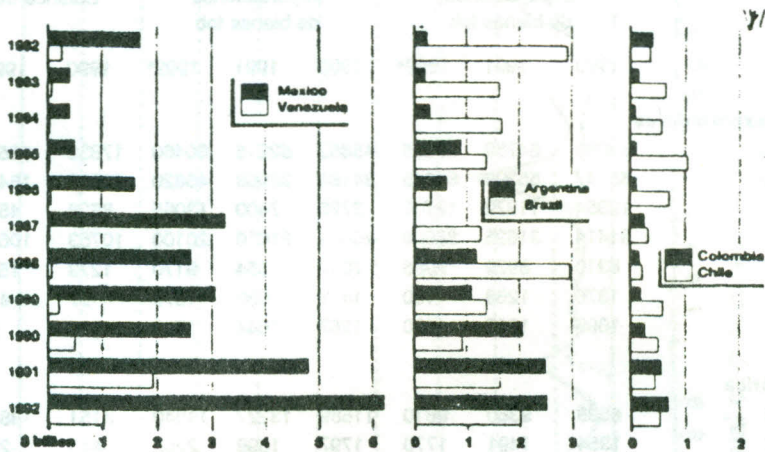
Anexo C. Continuación



A. Fuente: (31)

B. y C. Fuentes: *Estadísticas financieras internacionales*; diversos boletines de los bancos centrales; *Quarterly Review of Stock Markets*, Corporación Financiera Internacional y Standar & Poors, Tableau berc pris dans (9).

Anexo D



Fuente: World Bank, tableau const. Financial Time, 29, 04, 1993.

Anexo E América Latina y el Caribe: balance de bienes
(millones de dólares)

	Exportaciones de bienes fob			Importaciones de bienes fob			Balance de bienes		
	1990	1991	1992*	1990	1991	1992*	1990	1991	1992*
América Latina y el Caribe	121823	121284	126100	94417	111540	132010	27406	9774	-5910
Países exportadores de petróleo									
Bolivia	58138	56525	55445	48564	59325	71550	9574	-2800	-16105
Bolivia	831	760	620	776	804	885	55	-44	-265
Colombia	7080	7572	7135	5108	4535	5570	1972	3037	1565
Ecuador	2714	2851	2965	1711	2207	2260	1003	644	705
México	26838	27121	27375	31271	38184	46205	-4433	-11063	-18830
Perú	3231	3329	3335	2891	3494	3970	340	-165	-635
Venezuela	17444	14892	14015	6807	10101	12660	10637	4791	1355

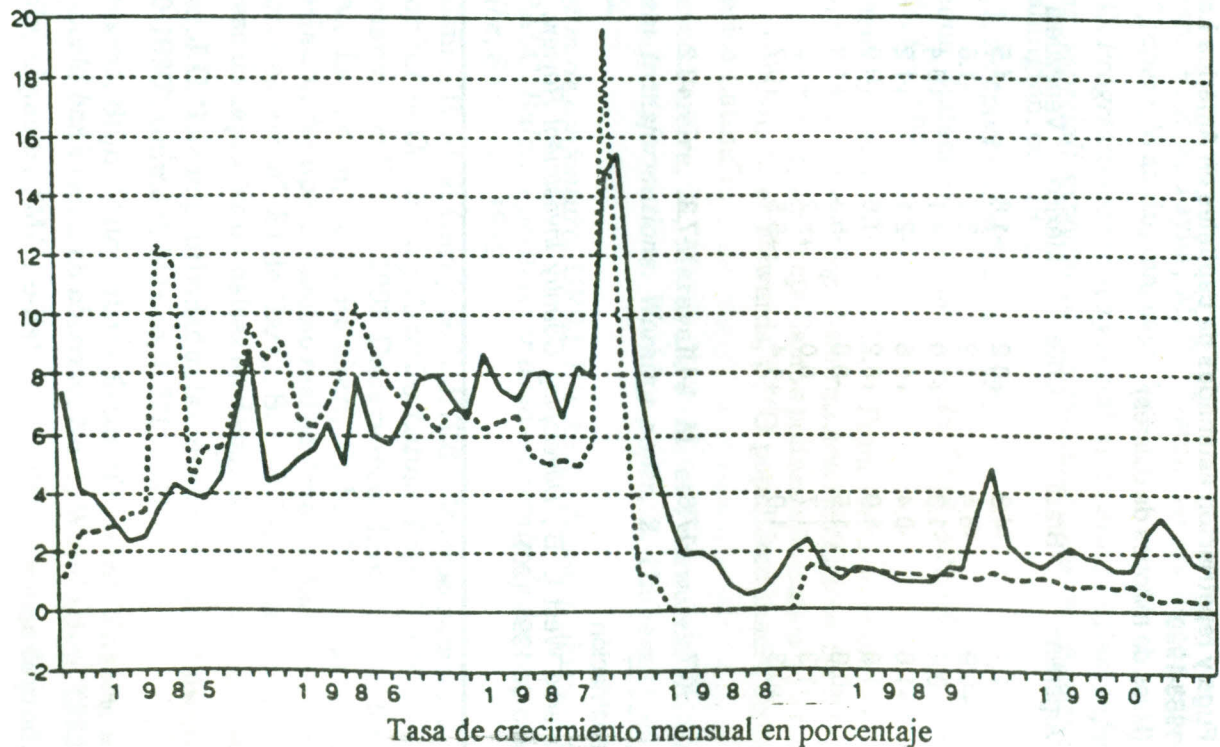
Anexo C. Continuación

	Exportaciones de bienes fob			Importaciones de bienes fob			Balance de bienes		
	1990	1991	1992 ^a	1990	1991	1992 ^a	1990	1991	1992 ^a
Países no exportadores									
de petróleo	63685	64759	70655	45853	52215	60460	17832	12544	10195
Sudamérica	55147	55399	61045	34164	38988	45620	20983	16411	15425
Argentina	12354	11972	12700	3726	7400	13065	8628	4572	-365
Brasil	31414	31625	35600	20661	21010	20100	10753	10615	15500
Chile	8310	8929	9965	7037	7354	9170	1273	1575	795
Paraguay	1376	1268	1100	1473	1680	1575	-97	-412	-475
Uruguay	1693	1605	1680	1267	1544	1710	426	61	-30
Centroamérica y el Caribe									
Costa Rica	8538	9360	9610	11689	13227	14840	-3151	-3867	-5230
El Salvador	1354	1491	1770	1797	1698	2205	-443	-207	-435
Guatemala	580	588	585	1180	1294	1435	-600	-706	-850
Haití	1211	1230	1310	1428	1673	2095	-217	-443	-785
Honduras	160	163	95	247	300	205	-87	-137	-110
Nicaragua	848	808	885	870	864	900	-22	-56	-15
Panamá ^b	332	268	235	570	688	730	-238	-420	-495
República Dominicana	3318	4154	4140	3804	4981	5190	-486	-827	-1050
	735	658	590	1793	1729	2080	-1058	-1071	-1490

Fuente: 1990 y 1991: CEPAL, sobre cifras del Fondo Monetario Internacional; las cifras de Brasil para 1990 y 1991 son estimaciones de CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

- ^a CEPAL, estimaciones preliminares. Las cifras fueron redondeadas a cero o cinco.
- ^b Excluyendo reexportaciones y comercio de la zona de libre de Colón, los totales para exportaciones fueron de 321, 452 y 465 millones de dólares para 1990, 1991 y 1992, respectivamente, y en importaciones 1495, 1695 y 1955 millones de dólares para 1990, 1991 y 1992, respectivamente. Consecuentemente los balances de bienes fueron -1174, -1270 y 1490 millones de dólares para 1990, 1991 y 1992. (8).

Anexo F Inflación y Tasa de Cambio



— Inflación
 Tasa de cambio

Fuente: Husson, M. "La modernisation libérale du Mexique". Problèmes d'Amérique Latine, 1992. (23).

Medellín, julio-diciembre 1993

Anexo G Fuga y repatriación estimadas de capitales en América Latina, 1983-1990
(Miles de millones de dólares)

	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Total
1983	-1.7	-4.3	+0.2	-1.8	-4.5	-12.1
1984	+0.9	-6.4	+1.2	-3.1	-1.6	-9.0
1985	+0.4	-1.3	+1.0	-4.1	+0.4	-3.6
1986	+1.6	-0.4	+0.6	-2.1	+1.2	+1.0
1987	-1.8	-1.0	+0.2	-1.6	+0.9	-3.2
1988	+0.8	-1.5	-0.6	-5.3	+1.8	-4.7
1989	-1.3	-1.7	0.0	+5.2	+1.2	+3.4
1990	+0.3	-1.0	+1.4	+5.5	+0.7	+7.0
1983-1990	-0.7	-17.6	+4.1	-7.3	+0.2	-21.3

- Fuga + Repatriación.

Fuente: Chatered West L. B., *Developing Country Investment Review*, Londres, marzo de 1991. (20).

Referencias

- (1) Agénor, P. R. et Taylor, M. P. "Testing for credibility effects". IMF, *Staffpapers*, Washington, sept. 1992.
- (2) B.I.D. *Progreso económico y social en América Latine. Informe 1992. Tema especial: exportación de manufacturas en América Latina*. Washington, oct. 1992.
- (3) B.R.I. *Rapport annuel*, Bâle, 1992.
- (4) Banque Sudamèris. *L'économie du Chili, situation et perspectives*. París, fev. 1993.
- (5) Bresser Pereira, L. C. (Ed.). *Populismo economico-ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na America Latina*. Sao Paulo, Nobel 1991, voir son papier. "populismo e politica economica no Brasil et celiu de Dornbush, R. et Edwards, S. "O populismo macro economico na America Latina".
- (6) Bresser Pereira, L., Maravall, J. M. et Przeworski, A. *East south system transformations. Working paper, 2*, University of Chicago, 1992.
- (7) *Boletim de conjuntura*. UFRJ. IEI Rio de Janeiro, plusieurs numéros.
- (8) CEPALC. *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe*, Santiago, 1992.
- (9) Cárdenas, S. M. et Garay, S. L. J. (Ed.). *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*. Bogotá, TM Editores avec Fedesarrollo et Fescol, 1993. Dans ce recueil, voir les études de Calvo, G. A., Leirdman, L. et Reinhart, C. M. "Afluencia de capital y apreciación del tipo de cambio real en América Latina: el papel de los factores externos". Et de Garay, S. L. J. "Análisis recientes sobre el ingreso de capitales en países en desarrollo: una síntesis reflexiva".
- (10) Casar, J. C. "La competitividad de la industria manufacturera mexicana 1980-1990". (mimeo), México, ILET, 1991.
- (11) Claessens, Stijn. "Alternatives forms of external finance: a survey". *The world bank research observer*, No. 1, Washington, 1993.
- (12) Dávila, Alejandro. "México-Estados Unidos: la brecha de productividad

- en la industria manufacturera". *Investigación Económica*, No. 200, México, 1992.
- (13) Dornbush, R. "Policies to move from stabilization to growth". Washington, Proceedings of the World Bank annual conference on development economics. 1990.
- (14) El Erian, M. A. "Restoration of access to voluntary capital market financing". IMF, *Staffpapers*, No. 1. Washington, 1991.
- (15) Fanelli, J. Frenkel, R. et Rozenwurce. "Transformación estructural, estabilización y refoam del Estado en la Argentina". Doc. CEDES, Buenos Aires, 1992.
- (16) Fanelli, J. Frenkel, R. et Rozenwurce. "Growth and structural reform in Latin America. Where we stand". Doc. CEDES, Buenos Aires, 1990.
- (17) Fanelli, J. Frenkel, R. "On gradualism, shock and secuencing in economic adjusment". Doc. CEDES, Buenos Aires, 1992.
- (18) Fontaine, J. M. "Demande et investissement dans le processus d'ajustement". *Tiers monde*, París, 1993.
- (19) Geoffron Patrice. "Evolution et perspectives du corps analytique des innovations financières". *Reveu d'économie politique*. No. 6. París, 1992.
- (20) Griffith-Jones, St. et Rodriguez, A. M. A. "El retorno de capital a América Latina". *Comercio Exterior*, México, jan. 1993.
- (21) Guillen-Romo, Guillen. "El dogma de las finanzas sanas en México". *Investigación Económica*, No. 200, México, 1992.
- (22) Hirschman, A. O. *Deux siècles de réthorique réactionnaire*. París, Fayard, 1991.
- (23) Husson, M. "La modernisation libérale du Mexique". *Problèmes d'Amérique Latine*, 1992.
- (24) Jaspersen, Frederick Z. et Ginarte, Juan Carlos. "Flux de capitaux étrangers vers l'Amérique Latine: évolution récente et perspectives". *Forum international sur les perspectives latino-américaines*. París, BID-OCDE, 1992.
- (25) Loser, Claudio et Kalter, Eliot (Ed.). "Mexico: the strategy to achieve sustained economic growth". *Occasional paper*, No. 99, Washington, FMI.

- (26) Lautier, B. "L'Etat providence en Amérique Latine: utopie légitimatrice ou moteur du développement?" Communication au Colloque du CELAIS. (mimeo). Bruxelles, 1992.
- (27) Lustig, Nora. "Tipos de cambio, protección efectiva y exportaciones manufactureras. México 1983-1987". *Investigación Económica*, No. 200, México, 1992.
- (28) Massad. "Quelques aspects de l'offre et de la demande en matière d'investissements d'origine étrangère Amérique Latine". *Forum international sur les perspectives latino-américaines*. París, BID-OCDE, 1992.
- (29) OCDE. *Etudes économiques de l'OCDE. Mexique*. París, 1992.
- (30) ONUDI. *Industrie et développement dans le monde*. Rapport 1992/93. Vienne, 1992.
- (31) Oks, Daniel et Van Wijnbergen, Swder. "Le Mexique après la crise de l'endettement: la croissance est elle durable?" *Forum international sur les perspectives latino-américaines*. París, BID-OCDE, 1992.
- (32) Salama, Pierre. *La dollarisation ed la Découverte*. París, 1989.
- (33) Salama, Pierre et Jacques Valier. *L'économie gangrenée, essai sur l'hyperinflation ed La Découverte*. París, 1990.
- (34) Salama, Pierre et Jacques Valier. *L'Amérique Latine dans la crise ed Nathan*. París, 1991.
- (35) Tavares, María Concepción. "Las políticas de ajuste de Brasil: los límites de la resistencia". Washington, do BID, 1992.
- (36) Théret, Bruno. "Hyperinflations de producteurs et hyperynflations de rentiers: le cas du Brésil". *Tiers Monde*, No. 133, París, 1993.
- (37) Végh, C. A. "Stopping high inflation". IMF, *Staffpapers*, Washington, sep. 1992.
- (38) Williamson, J. (Ed.). *Latin american adjustment. How much has happened?* Washington, Institute for international economics, 1990.