

## **Estabilización, crecimiento y política industrial**

Exposición de Roberto Frenkel en el Seminario "O Brasil e as Tendências Econômicas e Políticas Contemporâneas" organizado por el Presidente electo del Brasil Fernando Henrique Cardoso. Brasilia, 2 y 3 de diciembre, 1994.

1. Se me ha pedido que hable de estabilización, crecimiento y política industrial. El orden en que fueron ubicados los temas en el título que se dio a mi exposición refleja probablemente las prioridades de política percibidas por los organizadores del seminario. Ciertamente refleja también la jerarquía normalmente atribuida a las respectivas políticas: la estabilización es considerada condición previa y necesaria para el crecimiento sostenido. En primer lugar, por los efectos negativos de la inflación sobre el crecimiento. En Brasil este punto no parece requerir fundamentación adicional de mi parte. En segundo lugar, porque la estabilidad es necesaria para recuperar grados de libertad e instrumentos de política.

Pese a que el orden mencionado parece natural, al preparar mi exposición me pareció más conveniente presentar los temas en orden inverso, comenzando por los de crecimiento y política industrial. Aprovecho que me encuentro entre amigos para revelar las razones de esta preferencia retórica. Creo tener algo para decir en el tema de estabilización y también respecto al crecimiento y la política industrial. Pero pienso también que la cuestión más difícil es la transición de la política económica, desde una primera fase focalizada en la estabilización, a una fase posterior en la cual el foco principal es el crecimiento. Comenzar mi exposición refiriéndome a la políticas recomendables para esta segunda fase me facilita colocar al final de la misma las cuestiones más difíciles y polémicas.

2. La publicación en 1993 del estudio sobre el ~~East Asian Miracle~~ del Banco Mundial tuvo la virtud de jerarquizar nuevamente la discusión de las políticas de desarrollo. El estudio en sí mismo y los comentarios críticos que motivó su publicación constituyen un importante paso adelante en una discusión que había sido relegada a un segundo plano.

El foco principal del mencionado estudio del Banco Mundial son las condiciones específicas y diferenciales que explican las altas y persistentes tasas de crecimiento de un conjunto de países: Japón, Corea, Hong Kong, Taiwan, Indonesia, Malasia, Singapur y Thailandia. Particularmente, el rol que le cupo en esos procesos a las políticas públicas: fiscales, comerciales, financieras, tecnológicas y educativas. El trabajo identifica un papel significativo de las políticas industriales selectivas, especialmente en Japón, Corea y Taiwán. Pero sus conclusiones no alientan

reproducir estas iniciativas en otras partes del mundo. No cabía esperar otra cosa del capítulo de recomendaciones, cuidadosamente digerido por las instancias políticas del organismo multilateral. Sin embargo, pese a esto, el trabajo es valioso porque agrupa un cuerpo de evidencia y análisis sobre las condiciones globales del crecimiento y sobre las políticas de promoción que es importante por sí mismo y a través del debate que abre.

El eje del debate motivado por la publicación se refiere al rol de las intervenciones y a su replicabilidad.

En relación a la primera cuestión, se le reprocha al estudio del Banco un sesgo interpretativo. La interpretación se esfuerza en demostrar que las intervenciones públicas fueron redundantes. Pese al esfuerzo, la contradicción entre la evidencia y la interpretación hace que esta última resulte poco persuasiva.

Respecto de la replicabilidad de esas experiencias nacionales, se le reprocha precisamente al estudio del Banco no haber profundizado más el análisis de las condiciones que hicieron posible el éxito de las intervenciones, en contraste con las debilidades o fracasos de otras experiencias, como las latinoamericanas. Cabe mencionar, por ejemplo, que aún no a sido realizado un análisis comparado de las experiencias de crecimiento en el Asia del Este y en América Latina focalizado en las condiciones de éxito o fracaso de las políticas de promoción del desarrollo.

El propio estudio del Banco y los aportes de otros analistas identifican algunas características de las políticas desarrolladas en el Este de Asia. Estas características se refieren a la calidad de las políticas de promoción. Listamos brevemente algunas de ellas.

- Su calidad técnica. Su relativa autonomía respecto de los intereses en juego. La continuidad de las burocracias que las llevaron adelante.

- El targeting. Objetivos cuantitativos precisos y especificados en el tiempo, generalmente vinculados a exportaciones.

- El monitoreo. Una supervisión permanente y cercana del grado de cumplimiento de los objetivos.

- La flexibilidad para discontinuar programas cuando los resultados no se alcanzaron.

- La interacción permanente con las empresas en mecanismos de consulta y el fomento de lazos de cooperación y complementación entre ellas. La discusión de los objetivos con las empresas y su establecimiento en forma más o menos transparente. La competencia abierta por los incentivos.

Algunos analistas cuestionan que las políticas hayan sido tal como se las estiliza. Sin embargo, más allá del mayor o menor realismo de la estilización, ésta pone de relieve, por contraste, los elementos ausentes en las políticas homólogas en América Latina. El propio

diagnóstico conlleva una visión implícita de estas últimas porque el análisis de las experiencias del Este de Asia parece preguntarse: ¿qué tuvieron estas políticas que estuvo ausente en las latinoamericanas?

De esta manera, a través de las experiencias del Este de Asia, se desarrolla un debate entre posiciones más o menos liberales y más o menos intervencionistas, que discuten acerca del tipo y grado de intervención necesaria para impulsar la industrialización. En este debate pueden identificarse dos posiciones polares.

Una reconoce la existencia de las políticas públicas y acepta que éstas tuvieron las características mencionadas, pero sostiene que fueron redundantes y, principalmente, que son irrepetibles. Estas conclusiones se apoyan en argumentos que destacan las particularidades de los países que las aplicaron y la singularidad del momento histórico en que se hicieron las experiencias exitosas. Los países latinoamericanos son diferentes, se dice, y los tiempos cambiaron. La postura opuesta sostiene que este tipo de políticas públicas son imprescindibles para el desarrollo. Que las políticas en el Este de Asia tuvieron efectivamente las características mencionadas y que precisamente por esta causa fueron exitosas, por lo que se concluye que esa es la orientación a seguir.

Creemos que el debate mencionado es útil e ilumina aspectos muy relevantes. Pero creemos también que su foco es insuficiente, porque se concentra casi exclusivamente en la calidad y las características de las políticas industriales.

Alrededor del tema principal del debate - focalizado, como dijimos, en las políticas industriales de los países del Este de Asia - ha sedimentado un conjunto de lecciones de cobertura más amplia, reconocidas en común por las diferentes posiciones. Por resultar menos polémicas, estas lecciones permanecen muchas veces tácitas en la discusión. Nos parece importante rescatarlas aquí, porque constituyen elementos muy significativos para nuestra discusión.

3. La primera lección se refiere al rol de la estabilidad. Se reconoce generalmente que la estabilidad es una condición necesaria para el crecimiento sostenido. Una tasa de inflación baja y estable y estabilidad de los precios relativos. Así entendida, la estabilidad es por sí misma favorable al ahorro, la inversión y la eficiencia asignativa. Se destaca, particularmente, la importancia de la estabilidad del tipo de cambio real.

Este es, en esencia, el argumento principal del ~~market friendly approach~~ (MFA). El argumento es persuasivo. Sin embargo, el problema de este enfoque es que no va más allá. El MFA restringe sus propuestas de política a poner los ~~fundamentals~~ en orden y a procurar que los precios relativos domésticos reflejen los precios internacionales mediante una tarifa baja y

uniforme. La crítica teórica a esta orientación de política señala que está incorrectamente fundada en ventajas comparativas estáticas. Se indica que esta orientación no tiende a generar nuevas ventajas, las llamadas ventajas comparativas dinámicas. La crítica a los fundamentos teóricos señala también la existencia de varias "fallas de mercado", particularmente en el sector financiero. Singularmente, la incapacidad del sistema financiero desregulado y abierto para desarrollar un segmento de largo plazo y mercados para reducir incertidumbre.

La crítica, en resumen, reconoce también que la estabilidad es condición necesaria para el crecimiento sostenido, pero sostiene que por sí sola es insuficiente. No basta con la estabilidad, se plantea, hay que hacer más para promover el desarrollo. En las críticas al MFA no está ausente un reconocimiento de las fallas de las políticas aplicadas en América Latina. Pero el reconocimiento de esta mala experiencia, se concluye, no puede implicar la negación de las fallas de mercado.

Podemos agregar a estas conclusiones que la estabilidad resulta precisamente más necesaria cuanto más "finas" son las políticas de promoción que se intentan. Consideremos algunos ejemplos. La eficacia de los incentivos vía tasas de interés diferenciales es función de la estabilidad de tasa de inflación. La efectividad de los incentivos tributarios depende sustancialmente de la estabilidad de los precios relativos. Por lo mismo, la eficiencia de las tarifas e incentivos a la exportación descansa en buena medida en la estabilidad del tipo de cambio real.

Cuando la estabilidad es concebida como condición de largo plazo necesaria para el desarrollo, se ponen en relieve algunas características que deberían satisfacer los "cierres" de las brechas fiscal y externa. En cualquier caso la estabilización requiere en el corto plazo el cierre simultáneo de ambas brechas, pero la sustentabilidad de la estabilidad, entendida como condición necesaria del crecimiento sostenido, establece algunos criterios más estrictos.

El cierre de la brecha fiscal supone en cualquier caso un estado de las finanzas públicas que no requiera presiones excesivas en los mercados financieros nacionales. Las dificultades de este objetivo son mayores cuando la economía viene de sufrir alta inflación y la credibilidad es relativamente baja. Volveremos a este punto más adelante, cuando discutamos la política de estabilización. Aquí queremos enfatizar que la holgura fiscal duradera no solo es un requisito para sustentar la estabilidad, sino también para contar con grados de libertad suficientes para encarar políticas de desarrollo y sociales. Por eso, independientemente de otros recursos fiscales a los que puede apelarse en el corto plazo, como los provenientes de las privatizaciones, la recuperación de la tributación es la cuestión fiscal crucial para el crecimiento.

Un criterio semejante aplica al cierre de la brecha externa. El criterio de desarrollo supone una configuración de las finanzas externas que permitan sostener la estabilidad del tipo de cambio

real. Este criterio en relación a la estructura de largo plazo del sector externo es también más exigente que el cierre de corto plazo requerido en toda política de estabilización. Mientras este último puede basarse por un tiempo en una disponibilidad transitoria de recursos financieros externos, el primero requiere una tendencia más o menos equilibrada de los flujos corrientes.

La segunda lección destaca la importancia de tasas de inversión altas. Pese al énfasis moderno en el crecimiento de la productividad total de los factores, se asigna más o menos unánimemente un rol fundamental a la inversión en capital físico y al gasto en educación, la inversión en capital humano, que en el East Asian Miracle explican la mayor parte del aumento de productividad. Altas tasas de acumulación de capital requieren tasas de ahorro también altas. Algunos analistas sugieren que las altas tasas de ahorro e inversión tienden a producirse como un resultado endógeno del propio proceso de crecimiento, pero aunque éste fuera el caso, la inversión en capital humano es exógena y responsabilidad del estado, por el carácter de bien público del producto. Más generalmente, se destaca un rol importante de la inversión pública, no solo como componente esencial de la acumulación de capital, sino también como elemento contracíclico frente a shocks adversos.

La tercera lección se refiere a la orientación exportadora del crecimiento. El argumento no se funda aquí en la necesidad de sustentabilidad macroeconómica externa, mencionada arriba, sino en la relación entre el comercio exterior y el aumento de la productividad. Su principal razón es que la exposición de las firmas locales a los mercados mundiales es la mejor forma conocida, sino la única, de inducir aumentos acelerados de productividad. La orientación exportadora aparece como un requisito esencial del aumento de productividad sostenido.

La polémica en relación a este punto entre posiciones liberales e intervencionistas se refiere a los incentivos adicionales que debe darse a las firmas, la forma de fijar metas y supervisarlas, los métodos para evitar comportamientos perversos, etc., pero las diferentes posiciones suponen en cualquier caso una matriz básica de precios relativos orientada a favorecer la exportación. Esto, a lo menos, implica un tipo de cambio real que no desaliente las exportaciones y que se mantenga estable.

Los matices de la discusión merecen un comentario adicional. Algunos analistas contraponen las políticas industriales y el tipo de cambio real, argumentando que el tipo de cambio "alto" (salarios en dólares bajos) es ineficiente vis-á-vis el crecimiento de productividad inducido por políticas de promoción. Este punto debe ser tomado con cuidado, porque involucra un tema nada simple, como es el del nivel adecuado de largo plazo del tipo de cambio real. Lo

cierto es que en ningún caso del Este de Asia se vivieron episodios de apreciación cambiaria importante, comparables a los experimentados en América Latina en el pasado y actualmente en México y Argentina. Este es uno de los aspectos más notables de la macroeconomía de aquellos países.

En resumen, el punto es que más allá de los matices, existe unanimidad en considerar desfavorable para el desarrollo un contexto como el argentino, por ejemplo, que requiere incentivos fiscales como compensación parcial de un tipo de cambio real excesivamente apreciado.

4. Dejamos aquí el análisis desde la perspectiva del desarrollo para enfocarnos en la macroeconomía y la estabilización. La discusión de políticas de estabilización y políticas de desarrollo corre habitualmente por carriles separados. Esta es una vieja tradición en América Latina que se ha agudizado en los años ochenta.

¿Cuáles son las mejores políticas de estabilización desde el punto de vista del crecimiento, el empleo, la inversión y la innovación? En los años ochenta esta era una pregunta rara y difícil de formular. Lo urgente era la estabilización, sin calificaciones, porque la dinámica de la inestabilidad generaba por sí misma nuevos obstáculos al crecimiento que se sumaban a las restricciones impuestas por el racionamiento del crédito internacional y las transferencias de la deuda. En muchas circunstancias, solo encontrar un esquema viable de estabilización era extremadamente difícil y no había alternativas visibles.

Pero las condiciones de los noventa son diferentes, se abren más alternativas y aparecen nuevos problemas. Las condiciones financieras internacionales son distintas, pero las economías, en mayor o menor grado, están marcadas por el largo período de inestabilidad. Las estructuras económicas muestran la persistencia de rasgos atribuibles a los procesos de inestabilidad. Esas estructuras condicionan la política de estabilización, pero también constituyen las condiciones iniciales del crecimiento en el período de estabilidad.

Enfoco el tema en la estabilización en economías de alta inflación. Aquí, como en los puntos precedentes, mi perspectiva privilegia destacar las condiciones necesarias más generalmente reconocidas. ¿Qué debe hacerse para estabilizar? Las condiciones necesarias planteadas derivan de un reducido conjunto de experiencias de estabilización en economías de alta inflación. Se puede aprender de los éxitos y de los fracasos. Junto a las condiciones necesarias para hacer viable la estabilización pueden discutirse las mejores alternativas desde el punto de vista del crecimiento.

- El cierre de la brecha fiscal. En las condiciones "duras" del régimen de alta inflación esto implica reducir a cero la necesidad de financiamiento. Esto es, un superávit primario igual a los intereses de la deuda pública. Las privatizaciones pueden ayudar a este objetivo. Por ejemplo, en Argentina en 1991 y 1992, aproximadamente la mitad del superávit primario provino de los ingresos por privatizaciones. Pero este financiamiento debería ser concebido como un puente mientras se recuperan los ingresos tributarios, y asignarse prioritariamente a la reducción de la deuda pública. Lo importante es la sustentabilidad a mayor plazo del financiamiento público. Por eso la clave es la recaudación tributaria. Generalmente, la recaudación tributaria muestra los efectos de ~~hysteresis~~ hysteresis de la prolongada experiencia de alta inflación. Por esta razón no basta para la recuperación tributaria el efecto Olivera-Tanzi sino que se requiere una reforma fiscal.

Arriba enfatizamos la necesidad de holgura fiscal para financiar las políticas sociales y de desarrollo. Aquí, con el objetivo prioritario de la estabilización en el corto plazo, el análisis debe hacerse más en concreto, tomando en cuenta las condiciones normalmente "apretadas" en se encuentran las cuentas fiscales. En esto punto debería recomendarse una orientación gradualista: una recuperación gradual de los instrumentos de gasto a medida que se consolida la estabilización y se ganan ingresos tributarios. Pero en las primeras fases, necesariamente, la prioridad es la estabilización. La perspectiva gradualista vale tanto respecto a los límites del gasto agregado cuanto a las posibilidades de su financiamiento. Una economía que no ha tenido inflación tiene mercados internos y externos para financiar déficit público. Pero cuando estas condiciones se perdieron se requiere tiempo para desarrollar nuevamente los mercados de deuda pública. Por eso, en la "etapa heroica" la exigencia de equilibrio fiscal es mayor.

- El equilibrio externo. En las condiciones de los ochenta la sustentabilidad externa implicaba una negociación cerrada con los organismos multilaterales y los bancos que asegurara el financiamiento de la cuenta corriente. Las condiciones actuales de los mercados financieros internacionales no plantean, por ahora, una exigencia semejante. Sin embargo, tomando en cuenta la volatilidad potencial de los flujos de capital, es prioritario alcanzar un equilibrio externo sustentable con independencia de esos flujos. México y Argentina son contraejemplos en este punto, por la excesiva dependencia de los flujos de capital de su balance externo.

- La desindexación y las políticas de ingresos para coordinar las decisiones de precio y las expectativas. Este es un aspecto *ad-hoc* de las políticas de estabilización, específico a las condiciones de cada país. En este punto solo tenemos que aprender del arte con que fue

introducido el Plan Real. Sin embargo, algo puede decirse sobre su importancia en las fases posteriores al lanzamiento del programa. Las medidas de desindexación son cruciales para evitar la persistencia de la inflación residual.

- La política cambiaria. Arriba nos referimos a la política cambiaria más recomendable desde una perspectiva de desarrollo. Aquí discutimos qué debe hacerse en la estabilización. Como ya indicamos, las condiciones necesarias que formulamos derivan del examen de un conjunto relativamente reducido de intentos de estabilización en contextos de alta inflación. Lecciones útiles pueden extraerse tanto de los éxitos como de los fracasos.

Consideremos en primer lugar el régimen cambiario. Al respecto, puede señalarse que la flotación se ha mostrado empíricamente como la peor alternativa (Argentina, 1990; Perú, 1990; Bolivia, finales de 1985-comienzos de 1986)

A la mención de esta experiencia podemos agregar algunas consideraciones teóricas. La estabilización en todos los casos implica un salto en el flujo de ingresos de capital. Supongamos que se adopta un régimen de flotación. Existen simultáneamente presiones a la apreciación y a la expansión de la demanda agregada. ¿Puede apostarse a una convergencia a un nuevo equilibrio en el mercado cambiario vía el aumento de las importaciones?. Esta apuesta parece extremadamente riesgosa por las siguientes razones.

a) Los flujos de comercio ajustan lentamente.

b) El ajuste de los flujos de comercio se produce vía reestructuración de la producción no fácilmente reversible. Tampoco es fácilmente reversible la pérdida de mercados internacionales de las exportaciones que se reducen.

c) Las decisiones de inversión toman en cuenta en alguna medida la información del tipo de cambio actual. Particularmente porque no existe una idea clara del tipo de cambio real que regirá en un mayor plazo.

El ajuste lento de los flujos de comercio implica un ~~over-shooting~~ de apreciación cambiaria real respecto del equilibrio de largo plazo. Aunque se suponga que el nuevo flujo de capitales es duradero, cuando el déficit de cuenta corriente que se abre iguala el flujo de ingresos de capitales, las exportaciones netas continúan reduciéndose. Entonces, la depreciación real que debería producirse a partir de ese momento requiere la recesión. Como los precios son poco flexibles a la baja, el ajuste tiende a ser el tradicional: la recesión es acompañada por devaluación nominal.

Esta dinámica está determinada por las diferentes velocidades de ajuste de los flujos de comercio y los flujos de capital y la conclusión vale aun cuando se supongan permanentes y estables los nuevos flujos de capital. Pero, además, estos flujos son volátiles y esta volatilidad se



transmite al mercado cambiario.

Hay, adicionalmente, otros problemas. En ausencia de alguna idea de tipo de cambio de equilibrio, la flotación puede dar lugar a importante volatilidad causada por la especulación. La incertidumbre tenderá entonces a mantener alta la tasa de interés.

En resumen, la experiencia y la reflexión conducen a descartar la idea de confiar a la flotación la determinación del tipo de cambio en la política de estabilización. La autoridad monetaria debe intervenir para determinar el tipo de cambio y lo que cabe discutir, entonces, es la política cambiaria más conveniente.

Todas las experiencias exitosas de estabilización en economías de alta inflación contaron con un ancla cambiaria (México, 1988; Israel, 1985; Bolivia, marzo 1986; Argentina, 1991). Esta experiencia se suma al análisis teórico para indicar que la estabilización tiene como requisito un tipo de cambio nominal fijo por un tiempo. Considerando esto último, lo primero que puede decirse respecto de las condiciones predeterminación del tipo de cambio es que el anuncio debe ser tal que alcance credibilidad con el menor compromiso posible de instrumentos futuros. Bolivia es un ejemplo de compromiso mínimo, pues el tipo de cambio se fijó de facto, aunque se mantuvo en las formas un régimen de flotación. Esto permitió un año después el pasaje a una regla de crawling-peg sin mayor costo de credibilidad. Argentina es el ejemplo de compromiso máximo, pues el tipo de cambio nominal está determinado por ley.

Como la "inflación residual" es siempre significativa, el tipo de cambio fijo debe ser abandonado en algún momento. El problema crucial de política que se plantea es el pasaje del tipo de cambio fijo a una política cambiaria con objetivos de tipo de cambio real.

El criterio más general que debe tenerse en cuenta es que existe un trade-off entre la inflación "residual" y la competitividad. Aunque resulte redundante, vale la pena mencionarlo. Particularmente cuando la estabilización es simultánea con la apertura comercial. El problema de la política cambiaria en este contexto es particularmente complejo, pues la apertura comercial requiere la devaluación real mientras que la estabilización tiende a la apreciación del cambio.

Idealmente, siempre puede concebirse un tipo de cambio real inicial de la estabilización suficientemente alto, de tal manera que el tipo real converja al deseado de largo plazo en el momento del abandono del cambio nominal fijo. Pero casi nunca es posible escoger el tipo real inicial del programa.

Intentemos establecer algunos criterios para esta difícil cuestión. En comentarios acerca de la situación de México, el profesor Fischer ha sugerido recientemente un criterio: el período de tipo de cambio fijo se ha extendido excesivamente cuando toda la credibilidad del programa depende de la credibilidad del tipo nominal atrasado en su valor real. Obviamente, la transición

de la política cambiaria debería anticiparse a este momento. El tipo de cambio fijo debería ser abandonado antes del "momento de Fischer".

El argumento lleva implícitas las condiciones de financiamiento internacional que han regido hasta ahora en los noventa, porque, pese a que el tipo de cambio está atrasado, se supone que no se enfrentan dificultades para financiar el déficit de la cuenta corriente. En este contexto, aunque las autoridades tengan bien claros los objetivos, un problema para anticipar el momento de Fischer es el mencionado *lag* en el ajuste del comercio y la producción. Los datos actuales pueden sugerir una situación sustentable del sector externo y la producción, mientras puede ocurrir que éstos sean una fotografía estática de un proceso dinámico de ajuste hacia una situación insustentable.

El monitoreo cercano del comportamiento de las exportaciones puede proporcionar información relevante para juzgar el curso de la estabilización-cum-reforma del comercio. Pero esta información es incompleta, pues decisiones de inversión que se concretarían si rigieran los precios relativos adecuados pueden no estar realizándose. Estas decisiones de inversión deberían también monitorearse con cuidado. El órgano del sector público ocupado del asunto debería tener buena comunicación con las empresas, pero estar imbuído del conjunto de objetivos del programa. Claro está que esto es más fácil decirlo que hacerlo bien.

El "criterio de Fischer" podría ser reformulado de la siguiente manera. Si la clave de la transición exitosa de la política cambiaria es no generar expectativas acerca de que es necesaria una devaluación correctora significativa, debe tolerarse la apreciación hasta el punto de llegar al tipo sostenible a mayor plazo.

¿Cuál es éste? Las autoridades monetarias de Chile formulan un criterio explícito de su política cambiaria: un déficit de cuenta corriente igual al flujo de ingresos de capitales de largo plazo que se cree sostenible. En realidad, en tanto ese flujo es difícilmente estimable, el criterio tiene mucho de racionalización de un *target* de tipo de cambio real al que se llegó por ensayo y error. Pero, aún así, es útil para ordenar la discusión. El criterio apunta a la sustentabilidad financiera externa de largo plazo. Pero un criterio de desarrollo más amplio, por las razones mencionadas arriba, debe observar también objetivos en relación a las exportaciones y la inversión.

Para concluir, cabe remarcar que la discusión precedente tienen implícito el contexto de financiamiento internacional de los años noventa. La experiencia latinoamericana en este contexto ha sido diversa. En Argentina y México las políticas de estabilización no realizaron la transición de la política cambiaria y siguen atadas a su ancla, pese a haber atrasado significativamente los tipos de cambio real y haber generado grandes déficit de cuenta corriente. Son las economías de mayor

fragilidad externa de la región.

Chile y Colombia tienen regímenes de flotación entre bandas que varían con la inflación doméstica. Estas son experiencias más exitosas en términos de sustentabilidad y desarrollo. Pero no son inmediatamente trasladables, pues debe tomarse en cuenta que estas economías ya exhibían inflación baja y un sector externo robusto a finales de los años ochenta. No tuvieron que enfrentar en los años recientes el desafío de estabilizar un proceso de alta inflación. Frente a los ingresos masivos de capital, adoptaron políticas de defensa del tipo de cambio real mediante diversas combinaciones de controles, particularmente sobre los capitales de corto plazo, y políticas de esterilización. Ninguna de estas combinaciones de políticas ha funcionado a la perfección, pero ambos países, particularmente Chile, apreciaron menos sus tipos de cambio y presentan menor fragilidad del sector externo frente a la volatilidad potencial de los movimientos de capital.