

## 18 | Las perspectivas de las políticas macroeconómicas en América Latina a mediados de 2006

Roberto Frenkel

Este trabajo se enfoca en las perspectivas de las políticas macroeconómicas de los países de América Latina en la próxima década. La cuestión no se refiere a proyecciones cuantitativas basadas en regularidades observadas en el pasado y más o menos formalizadas en un modelo. El tema es más cualitativo que cuantitativo. Se trata de formular conjeturas razonables sobre los marcos de política macroeconómica que se darán los países en el futuro.

Si la experiencia es de alguna utilidad en esta tarea, lo es porque presumimos que ciertas relaciones observadas en el pasado tenderán a mantenerse en el futuro. Esto nos conduce a adoptar como punto de partida de nuestras conjeturas a las relaciones entre las políticas macroeconómicas nacionales y los cambios en el contexto internacional en que las economías están insertas.

Nos guía la idea de que las políticas macroeconómicas nacionales se han adaptado a los cambios en el contexto internacional, sea para aprovechar las oportunidades abiertas por las nuevas condiciones o para defenderse de sus posibles impactos negativos.

Muchos de los cambios en el contexto internacional han afectado simultáneamente a todos los países de la región. Sin embargo, la reacción de las políticas macroeconómicas no fue uniforme. Hubo generalmente una adaptación de la política, pero las adaptaciones tomaron distintas orientaciones nacionales. Algunos países siguieron un camino mientras otros tomaron un camino diferente.

Un factor diferenciador de primer orden entre las reacciones de las políticas macroeconómicas frente a cambios comunes en el contexto ha sido la agenda nacional de prioridades de la política económica. Estos es, la percepción nacional de cuáles son los problemas que deben ser encarados con prioridad y cuáles aspectos del funcionamiento de la economía, que podrían verse alterados por el nuevo contexto, deben ser preservados.



Esa agenda nacional está en buena medida determinada por la evolución previa de la economía y por la situación en que ésta se encuentra en el momento que se verifica el cambio en las condiciones internacionales. Digo esto a riesgo de que ser acusado de determinismo histórico quienes ven en las ideas y en la política los principales factores de la acción de los gobiernos.

Ciertamente las ideologías y la política tienen importancia. Sin embargo, el peso que otorgo a la historia previa y a la situación de la economía en la determinación de las políticas macroeconómicas de los gobiernos está fundado en la experiencia y también en el sentido común. Cuando algún aspecto de la economía anda bien, por ejemplo el ritmo de crecimiento, y así es percibido por la población, el gobierno de turno tratará de preservar las condiciones de ese buen funcionamiento e instrumentará medidas en esa dirección. Por el otro lado, cuando gran parte de la población percibe un problema económico como muy importante, por ejemplo la inflación, el gobierno lo colocará prioritariamente en su agenda, aunque el ataque a ese problema no ocupe un lugar importante en su ideología o en su programa político original.

En síntesis, nuestro punto de partida para reflexionar sobre las políticas macroeconómicas nacionales es que éstas se adaptan a los cambios en el contexto internacional y lo hacen de maneras específicas, en función de las diferentes agendas nacionales de prioridades. Estas agendas están determinadas principalmente por las situaciones económicas y las evoluciones previas de las economías.

Consideremos ahora el contexto internacional de los países de América Latina. Hubo una gran innovación en ese contexto hace algo más que tres décadas. Esta innovación es la emergencia del proceso de globalización financiera. El inicio de este proceso puede ubicarse en la primera mitad de la década de los setenta y asociarse a dos episodios. Por un lado, los países desarrollados abandonaron el sistema de tipos de cambio fijo y sus monedas se libraron a la flotación. El pasaje de los tipos de cambio fijo del sistema de Bretton Woods a los tipos de cambio flotantes estimuló fuertemente el desarrollo de los mercados de cambios y sus derivados. Por otro lado, la OPEP produjo el primer shock petrolero. El shock generó rápidamente grandes desequilibrios en los balances en cuenta corriente, que debieron ser compensados por flujos de capital, y al mismo tiempo proveyó de liquidez al incipiente mercado de eurodólares.



Desde la primera mitad de los setenta se produjo un persistente crecimiento de los flujos internacionales de capital y en paralelo, una progresiva desregulación de las cuentas de capital y la progresiva liberalización y apertura de los sistemas financieros domésticos. Ambas tendencias se incentivaron mutuamente y configuran el proceso que llamamos globalización financiera.

Los países de América Latina fueron parte de ese proceso desde su inicio. Brasil, México, Argentina, Chile, Perú y Venezuela, entre otros, se incorporaron al mismo como receptores de flujos de capital en distintos momentos de la década de los setenta.

Desde entonces, la participación de los países de América Latina en el sistema financiero globalizado se convirtió en un aspecto muy importante del funcionamiento de las economías y de las políticas económicas. Las cambiantes circunstancias de los vínculos financieros internacionales se transformaron en una importante fuente de incentivos y shocks que inciden en las formulaciones y en los cambios de las políticas macroeconómicas nacionales.

Desde mediados de la década de los setenta, los más importantes cambios en contexto externo de las economías inductores de cambios y adaptaciones en las políticas macroeconómicas nacionales, son los cambios que tuvieron lugar en el ámbito de la participación de los países en el sistema financiero global. Son los cambios en las condiciones que enfrentan los países como participantes en el sistema financiero internacional.

Podemos poner algo de carne en este esqueleto demasiado abstracto examinando algunos momentos del pasado en que los cambios en el contexto internacional indujeron adaptaciones en las políticas macroeconómicas de los países de América Latina.

En primer lugar repasemos brevemente de qué manera se adaptaron las políticas macroeconómicas nacionales en los años setenta para incorporar a los países en el surgente proceso de globalización. Para esto es necesario mencionar algunos rasgos del contexto que se enfrentaba en ese momento. Era un contexto de gran liquidez e inflación alta. Los bancos internacionales pujaban por colocar sus créditos. La tasa de interés internacional era baja y en algunos períodos la tasa real internacional fue negativa. En ese contexto se dieron en América Latina dos formas polares de inserción financiera y adaptación de la política macroeconómica: Brasil, en un polo y Argentina y Chile, en el otro.



Brasil había venido creciendo a tasas muy altas desde 1966, con una inflación que resulta alta para nuestros criterios actuales, pero que se veía baja y controlada en la óptica de la época. El shock petrolero de 1973 había generado un gran déficit externo comercial. Brasil decidió seguir creciendo a altas tasas y aprovechar las condiciones financieras internacionales para financiar no solamente sus importaciones corrientes sino un programa adicional de inversiones públicas y privadas, destinado a profundizar la sustitución de importaciones de insumos, materias primas y energía. Lo hizo sin modificaciones importantes en las políticas cambiarias y monetarias que venía instrumentando, pero colocando al estado como principal receptor e intermediario de los créditos internacionales que se canalizaban al financiamiento de la inversión pública o de la inversión privada articulada por el programa. El déficit de cuenta corriente y la deuda externa siguieron tendencias rápidamente crecientes.

En el otro polo están los casos de Argentina y Chile. Ambos países habían sufrido importantes crisis económicas y políticas en la primera mitad de los setenta, de las cuales habían salido con la herencia de procesos inflacionarios de tres dígitos. Los gobiernos militares que estaban instalados en ambos países en la segunda mitad de la década intentaron aprovechar las condiciones financieras internacionales para inducir cambios drásticos en las estructuras económicas y al mismo tiempo combatir la inflación. Para esto, liberalizaron y abrieron la cuenta de capital y los sistemas financieros domésticos, redujeron los niveles de aranceles y modificaron la política cambiaria para utilizarla como instrumento antiinflacionario. Ambos países adoptaron políticas de prefijación del tipo de cambio, para que éste sirviera de ancla de la inflación. Se tenía la idea de que el déficit de cuenta corriente era irrelevante, porque los flujos de capital los compensarían automáticamente. Para esto, lo único que debía controlarse era la creación de crédito doméstico por parte del Banco Central. Esto justificaba que la política cambiaria se desentendiera de su papel en los resultados del balance de pagos y se enfocara exclusivamente en la inflación. En estos casos, a diferencia del caso de Brasil, el sector privado fue el principal demandante de los créditos externos. En Chile y Argentina el déficit de cuenta corriente y el endeudamiento externo crecieron rápidamente.

Como se ve en los casos comentados, la adaptación a las nuevas condiciones internacionales estuvo determinada en buena medida por la evolución previa de la economía y la agenda de prioridades de la política económica. Tratamos con algún detalle a las experiencias del cono sur y a Brasil porque ejemplifican bien dos formas polares puras. Otros casos nacionales, como México y Venezuela, por ejemplo, pueden concebirse estilizadamente como combinaciones con distinta ponderación de esos dos casos polares. En estos casos, como en Chile y Argentina,



también se experimentó apreciación de los tipos de cambio y rápidos crecimientos del déficit de cuenta corriente y la deuda externa.

El siguiente cambio importante en el contexto externo se experimentó a fines de 1979, cuando la Reserva Federal cambió la orientación de la política monetaria y las tasas de interés internacional aumentaron vertiginosamente. Debemos mencionar también el nuevo aumento del precio del petróleo que tuvo lugar en 1979, porque éste tuvo gran impacto negativo sobre las cuentas externas de Brasil.

En esta oportunidad no hubo una adaptación intencionada de las políticas macroeconómicas nacionales, ni modalidades nacionales diferentes según las particularidades de las agendas de política y las evoluciones previas. Para definir la incidencia del shock externo había solamente un aspecto importante del funcionamiento de las economías: la magnitud del déficit de cuenta corriente y de la deuda externa acumulada. Este aspecto era compartido por casi todas las economías. En esta ocasión la adaptación de las políticas macroeconómicas se hizo a través de las crisis. También tuvo rasgos comunes, porque en todos los casos, con independencia de las distintas trayectorias nacionales que habían desembocado en las crisis, las políticas cambiarias, monetarias y fiscales debieron ser orientadas al manejo de las crisis y sus repercusiones.

Un momento más cercano en el tiempo y rico en lecciones sobre la cuestión que nos ocupa es el de fines de los años ochenta y comienzo de los noventa. Es un momento de gran liquidez internacional y baja tasa de interés. El gobierno de Estados Unidos puso en marcha el plan Brady y México firmó el primer acuerdo de reestructuración de su deuda con este marco en 1990. El avance de la desregulación en las economías desarrolladas había ampliado el conjunto de agentes demandantes de activos financieros de los ahora denominados mercados emergentes.

El nuevo contexto internacional significaba que los países de América Latina podían salir del racionamiento financiero externo en que se habían encontrado en la década de los años ochenta y volver a ser receptores de financiamiento voluntario. Así lo hicieron. México, Argentina y Brasil, como principales receptores y también Chile, Colombia, Perú y otros países recibieron crecientes flujos de capital. Los influjos de capital siguieron una trayectoria creciente que alcanzó un máximo en 1993, decayó con la crisis de México y volvió a tomar una trayectoria ascendente en 1996-97.



Las políticas macroeconómicas nacionales se reformularon para adaptarse al nuevo contexto internacional, pero, como en la segunda mitad de los años setenta, lo hicieron de maneras diferentes. También en esta oportunidad podemos definir por sus rasgos estilizados dos modelos polares: México y Argentina, de un lado y Chile y Colombia del otro.

México y Argentina instrumentan las políticas cambiarias para enfocarla en el combate a la inflación, desentendiéndolas de otros objetivos. Adoptan políticas de tipo de cambio prefijado para servir de ancla al proceso inflacionario. Los inlujos de capital son valorados principalmente como compensadores más o menos automáticos del déficit de cuenta corriente generado por la apreciación del tipo de cambio real. La apertura irrestricta de la cuenta de capital y la política de tipo de cambio fijo no dejan lugar a la política monetaria. Las tasas de interés domésticas se determinan por el arbitraje de activos domésticos y externos. En México y Argentina se generaron grandes déficits de cuenta corriente y se acumularon crecientes deudas externas. Ambas experiencias de política desembocaron en distintos momentos en crisis cambiaria y financiera.

Estas políticas de México y Argentina están asociadas con la evolución previa de sus economías y sus agendas de prioridades. Ambas economías habían combatido sin éxito altas inflaciones en la década de los ochenta (Argentina tuvo dos brotes hiperinflacionarios en 1989 y 1990) y el producto había oscilado sobre una tendencia estancada. El nuevo contexto financiero internacional fue apreciado por la posibilidad de hacer viables políticas de estabilización que hubieran sido imposibles de sostener en el marco de racionamiento financiero externo que había regido en los años ochenta.

Aquí podemos considerar el caso de Brasil. La economía de este país, con una evolución previa también caracterizada por el estancamiento, alta inflación y políticas de estabilización fracasadas, tenía una agenda semejante a las de México y Argentina. Brasil siguió un camino similar al de esos dos países, pero más adelante, desde 1994, Brasil había recibido importantes flujos de capital en los primeros años noventa, pero por entonces, las autoridades percibían esos flujos negativamente, porque dificultaban el manejo de la política monetaria en el contexto de la política cambiaria de crawling peg que Brasil aplicaba. Los inlujos de capital y el nuevo contexto internacional recién se hicieron funcionales a la política macroeconómica brasileña a partir de 1994, cuando se lanza el Plan Real. Los efectos fueron similares a los observados en México y Argentina y la experiencia desembocó en crisis en 1998.





El otro modelo polar es el de Chile y Colombia. A diferencia de Argentina, Brasil y México, Chile y Colombia habían venido creciendo a tasas significativas desde mediados de los años ochenta (Chile a tasas internacionalmente altas). Ambas economías experimentaban tasas de inflación que podemos considerar altas con nuestros criterios actuales (del orden del 30% anual), pero se las percibía controladas y no antagonicas con el proceso de crecimiento.

Estas economías también adaptaron sus políticas macroeconómicas frente al cambio en las condiciones internacionales. Pero, a diferencia de México, Argentina y Brasil, lo hicieron con una orientación preventiva, instrumentando los cambios en la dirección de preservar la configuración de precios relativos y comercio exterior que servía de marco al crecimiento experimentado. Los ingresos de capital, particularmente los de corto plazo, eran percibidos negativamente por las autoridades, por su potencial de inducir la apreciación del tipo de cambio y desestabilizar la política monetaria. Estos países adoptaron políticas cambiarias de crawling bands e intervenciones en el mercado cambiario orientadas a atenuar los flujos de capital de corto plazo, reducir las presiones a la apreciación del tipo de cambio real y preservar el control de la política monetaria. A los mismos fines adoptaron distintas modalidades de regulación del ingreso de capitales.

En ambos casos se procuró preservar el marco del crecimiento y el control de la política monetaria y se sostuvieron políticas antiinflacionarios graduales. Las políticas macroeconómicas se adaptaron al nuevo contexto internacional, pero tomaron un camino bien diferente del de Argentina, Brasil y Chile.

Creo que los ejemplos citados son suficientes para ilustrar nuestro enfoque, de modo que podemos ahora examinar el pasado reciente y el presente, para colocarnos en posición de mirar hacia el futuro.

A fines de la década de los años noventa y comienzos de la actual, el proceso de inserción en la globalización financiera que había seguido América Latina parecía haberse convertido en un lastre para el crecimiento y en fuente de inestabilidad. No había mucho lugar para el optimismo en relación con los países de mercado emergente de América Latina.

Estaba, en primer lugar, la evidencia de la volatilidad de los flujos de capital y la sensibilidad al contagio internacional. Estos aspectos habían sido dramáticamente



puestos de relieve por las crisis de México y Argentina (en 1995) y la de Brasil (en 1999) y por el fuerte impacto financiero negativo que tuvieron en la región las crisis asiáticas y rusa, que se sumó al impacto negativo comercial de la caída de la demanda y los precios de las principales commodities de exportación.

En segundo lugar, estaban en la región los casos internacionalmente más importantes de alto endeudamiento, como los de Argentina y Brasil, que se encontraban en situaciones de trampa financiera, con altísimas primas de riesgo, bajo crecimiento y gran fragilidad financiera externa. Argentina antes de la crisis ostentaba la peor situación relativa, porque combinaba el régimen de tipo de cambio fijo con una alta dolarización de su sistema financiero doméstico. La crisis estalló en 2001 y fue seguida del default de la deuda externa. Brasil había experimentado la crisis cambiaria en 1998-99, pero pese a haber flexibilizado después su política cambiaria, la política económica y el funcionamiento de la economía continuaban encerrados en la trampa del financiamiento.

Otros mercados emergentes de la región, como México, Perú, Chile y Colombia, mostraban mejores situaciones relativas, sea porque habían superado tiempo atrás su crisis cambiaria y financiera y habían maniobrado mejor en la segunda mitad de la década (México) o porque habían manejado sus políticas macroeconómicas y de regulación de capitales de modo de evitar caer en posiciones de alto endeudamiento y trampa financiera (Chile, Colombia y Perú).

Sin embargo, más allá de esas importantes diferencias en su situación relativa, los países de mercado emergente de América Latina, al cabo de casi tres décadas de participación en el proceso de globalización financiera, estaban integrados al sistema en forma segmentada. Constituían una "clase" de activos cuyos rendimientos, aún en los casos más favorables, como el de Chile, incorporaban una significativa prima de riesgo país. Las primas regionales de riesgo país alcanzaron un mínimo en 1997, en las vísperas de la devaluación de Tailandia que dio inicio a la crisis asiática. Pero luego las primas de riesgo aumentaron y permanecían relativamente altas a comienzos de la presente década. Consecuentemente, en tanto la suma de la tasa internacional libre de riesgo y la prima de riesgo país establecen el piso de la tasa de interés doméstica, la integración financiera en la globalización parecía condenar a las economías de mercado emergente a tasas de interés sistemáticamente mayores que las de los países desarrollados, con consecuencias negativas sobre el crecimiento y la distribución de los ingresos.





Por último, cabe mencionar como rasgo negativo de la situación a principios de la década presente al retroceso en materia de iniciativas de coordinación internacional. Las crisis mexicana, asiáticas y rusa y sus efectos de contagio habían llamado la atención y motivado preocupación en los gobiernos de los países desarrollados. Consecuentemente, se tomaron algunas iniciativas tendientes a mejorar la llamada “arquitectura financiera internacional”, para reducir la volatilidad y el contagio, prevenir las crisis y mejorar el manejo internacional de las crisis nacionales que emergieran en el futuro. Sin embargo, a partir de 2001, la nueva administración de Estados Unidos y las nuevas autoridades del FMI tenían la visión de que la misma existencia de los mecanismos multilaterales de apoyo proveía incentivos al sobreendeudamiento y aumentaba la probabilidad de crisis. Estos mecanismos fueron desactivados, en lugar de buscar su mejor funcionamiento. El FMI comenzó a trabajar en el Sovereign Debt Restructuring Mechanism, pero esta iniciativa de la nueva administración de Estados Unidos, también fue desactivada algún tiempo después. Junto con esta desactivación de los mecanismos de asistencia multilateral, los existentes en la década de los noventa y los nuevos, decayó también el interés por la “arquitectura financiera internacional”. La estabilidad de los vínculos financieros internacionales de los países de mercado emergente quedó librada a la dinámica espontánea de los mercados, más que nunca antes.

El retroceso en materia de coordinación internacional, la integración segmentada como característica general de la región, y la existencia de casos importantes con situaciones de alto endeudamiento y trampa financiera, eran rasgos notables de la globalización financiera de la América Latina a principios de la década presente. En lugar de la promesa de mayor estabilidad y mayor crecimiento formulada inicialmente por los promotores de la liberalización y apertura financiera, la globalización parecía haberse convertido en una fuente de volatilidad y en una carga para el crecimiento, frente al cual las políticas económicas debían instrumentar medidas de prevención y de defensa. Estas circunstancias no dejaban mucho lugar al optimismo con relación a la estabilidad y el crecimiento de la región al principio de la década presente.

Sin embargo, de manera inesperada, el panorama comenzó a mostrar importantes cambios positivos poco tiempo después, particularmente desde 2003. El crecimiento de la economía mundial se aceleró en un contexto de inflación baja y no emergieron nuevas crisis. Las economías de mercado emergente de la región acompañaron en general estas tendencias, aunque hay diferencias significativas en los ritmos de crecimiento nacionales.



La clave del cambio fue la significativa reducción del déficit de cuenta corriente o la generación de superávit y la acumulación de reservas en las economías de mercado emergente. Por ejemplo, la fuerte mejora en las cuentas externas de Brasil fue la clave del camino que le permitió salir de la trampa financiera en que encontraba. En Argentina, después del default de la deuda externa y de su reestructuración exitosa, también facilitada indirectamente por las nuevas condiciones financieras internacionales, el nuevo contexto contribuyó a la rápida recuperación de la economía. Para la región en general, el cambio se tradujo en una significativa reducción de las primas de riesgo país, que alcanzaron en un mínimo histórico en 2006.

Este cambio no se produjo porque se corrigieron las fallas del contexto que había constituido previamente el proceso de globalización, sino porque el sistema financiero internacional tomó una dirección inesperada. Gran parte de los países de mercado emergente, que se habían insertado en el sistema como receptores de flujos de capital que financiaban posiciones deficitarias en la cuenta corriente, pasaron a generar superávit de cuenta corriente – o a reducir significativamente los déficit previos – y acumular persistentemente reservas internacionales. Hubo un vuelco en el proceso de globalización: al pasar de ser usuarios de ahorro externo a convertirse en exportadores de ahorro e intermediarios internacionales de los flujos de capital, los países de mercado emergente cambiaron el sentido de su inserción en la globalización financiera.

En la generación de este cambio convergieron dos factores. Por un lado, la política monetaria de Estados Unidos y el notable comportamiento de su economía. Entre 2002 y 2005 la política monetaria mantuvo las tasas de interés de corto plazo en sus mínimos históricos. Desde 2003 Estados Unidos aceleró su tasa de crecimiento y desde entonces se aceleraron aún más sus importaciones y su déficit de cuenta corriente, transformando esta economía en el gran demandante internacional de importaciones y de financiamiento externo.

Por otro lado, las políticas aplicadas por buena parte de los países de mercado emergente. Después de las crisis asiáticas y rusa, las economías de China, parte de las del este de Asia y Rusia han venido practicando políticas cambiarias de managed floating con tipos de cambio competitivos, preservando altas tasas de crecimiento y generando superávit de cuenta corriente. A estos superávits se suman los ingresos netos de capital para generar una creciente acumulación de reservas. Después de las pioneras economías asiáticas, también adoptaron estas políticas otras economías europeas y latinoamericanas.



El cambio de sentido de la inserción financiera de las economías que pasaron a generar superávit en cuenta corriente y acumular reservas afectó también favorablemente a las economías que mantuvieron o se colocaron en posiciones externas deficitarias, como Turquía, Hungría y la India. Como los casos deficitarios son minoritarios, esto facilita la obtención de financiamiento del déficit y se redujeron significativamente los riesgos de contagio y comportamientos de manada.

El incremento de las importaciones de Estados Unidos y de las importaciones derivadas del crecimiento de Asia tuvo gran impacto en los volúmenes y precios de las exportaciones latinoamericanas. Para la región latinoamericana al sur del Caribe, menos vinculada comercialmente que el norte con la economía de Estados Unidos, resultó de particular importancia el auge experimentado por las economías de Asia y el consiguiente aumento de sus importaciones.

Pero no fueron exclusivamente los factores extra-regionales los que explican el cambio de sentido de la inserción financiera de las economías de la región. Las políticas macroeconómicas implementadas también contribuyeron al cambio. Argentina, por ejemplo, practica una política cambiaria de managed floating y preserva un tipo de cambio competitivo. Viene generando importantes superávit de cuenta corriente y entre 2003 y 2005 acumuló us\$ 18 mil millones (MM) adicionales de reservas. Otros países de la región no practican de jure el managed floating, pero sus bancos centrales intervienen ocasionalmente en el mercado cambiario. Han reducido sus déficit externos o generado superávit de cuenta corriente y han acumulado voluminosas reservas. México, por ejemplo, fue reduciendo su déficit de cuenta corriente de 1.4% del PIB en 2003 a 0.6% del PIB en 2005. En este periodo acumuló reservas adicionales por us\$ 20 MM. Perú pasó de un déficit de cuenta corriente de 1.5 % del PIB en 2003 a un superávit de 1.3% del PIB en 2005 y en ese período acumuló reservas adicionales por us\$ 4.5 MM. Chile tiene un régimen cambiario de jure más próximo a la flotación pura. Pasó de tener un resultado de cuenta corriente de -1.3% del PIB en 2003 a un superávit de 0.6% del PIB en 2005 y en ese año incrementó sus reservas en us\$ 1.7 MM. Brasil, como último ejemplo, tuvo superávit de cuenta corriente desde 2003 y entre ese año y 2005 acumuló reservas adicionales por us\$ 15 MM.

Como consecuencia del cambio en las cuentas corrientes y de la acumulación de reservas, se ha reducido notablemente la fragilidad financiera externa de las economías de América Latina. Por ejemplo, para la región en conjunto, la relación deuda externa bruta a exportaciones pasó de algo más de 2 a finales de los años



noventa a 1 en 2005. Entre fines de los noventa y 2005 esa relación pasó de 5 a 2.5 en Argentina, de 4 a 1.3 en Brasil, de 4 a 1.5 en Perú, 1.2 a 0.5 en México, de 1.6 a 0.9 en Chile y de 2.6 a 1.6 en Colombia. La reducción de la relación deuda externa a exportaciones resulta significativamente más importante si consideramos como numerador del indicador la deuda externa neta de reservas internacionales.

Otro dato muy novedoso para la región es una situación fiscal relativamente robusta. A nivel de los gobiernos centrales, el desempeño fiscal de la región permitió alcanzar en 2005 un superávit primario promedio del 1,4% del PIB. Este promedio refleja una mejora generalizada en las cuentas fiscales de los países de la región. En el año 2005, de un conjunto de 19 países latinoamericanos, 15 registraron un superávit primario. De ese conjunto, solamente 7 habían tenido superávit primario en el año 2002. Si se observan los países con estructuras fiscales más descentralizadas (por ejemplo Argentina, Brasil, Colombia, y México), el resultado primario para del sector público no financiero se incrementó, en promedio, de un 0,9% del PIB, en 2002 a un 3,1% del PIB en 2005.

Ciertamente, desde el año 2002 la política fiscal se ha llevado adelante en un escenario macroeconómico favorable. Pero la mayor robustez fiscal no resulta solamente de las nuevas condiciones externas y el crecimiento de la actividad, sino también de reformas y medidas que se aplicaron desde fines de los años noventa. Entre 1990 y 2005 los ingresos fiscales crecieron en la región 3,8 puntos del PIB, pero este crecimiento se concentra en el período 1998-2005. En algunos casos, los países respondieron al shock externo negativo del último cuarto de la década de los noventa profundizando el ajuste de las cuentas fiscales y los efectos de esas medidas perduraron en la década presente. Desde 1998 los ingresos fiscales han crecido en forma ininterrumpida (3% del PIB), siendo el año 2005 el que registra las cifras más altas de la serie. En este período los ingresos tributarios han aumentado más del 60%.

La mejora de los resultados fiscales ha contribuido a la disminución de la relación entre la deuda pública y el PIB. Esta caída también se observa en el resto de las economías de mercado emergente, pero en América Latina la disminución ha sido mayor que en resto de las regiones. Además de la marcada generación de superávit primarios, los factores que más han contribuido a esta evolución en la región han sido los procesos de reestructuración de deuda y la revaluación de las monedas nacionales con respecto al dólar. Asimismo, los países de la región están aprovechando las condiciones macroeconómicas favorables para aplicar políticas de gestión de pasivos que han contribuido a reducir la vulnerabilidad financiera.



Diversas iniciativas han fortalecido esta política: el rescate de bonos externos (en Argentina, Brasil, México, y Perú); el canje de deuda interna por deuda externa (en Argentina, Colombia y Perú); la recompra de bonos Brady (Brasil) y la emisión de deuda externa en moneda local (en Argentina y Brasil)

La existencia de superávit en cuenta corriente, las reservas acumuladas y la reducción de la fragilidad financiera externa significan que la región está en una posición históricamente novedosa con respecto a su capacidad de absorber shocks externos negativos, financieros y comerciales. A diferencia de otros momentos históricos, frente a un eventual shock externo negativo, no se vislumbra la emergencia de situaciones nacionales críticas por el lado de las cuentas externas, al menos en los países más importantes de la región. Por otro lado, con referencia a la sostenibilidad de la deuda pública, la mayor robustez de las cuentas fiscales también indica una mayor capacidad de absorber shocks negativos. Es decir que la situación de América Latina es novedosa con relación a los dos factores históricos de inestabilidad de las principales economías de la región: la sostenibilidad externa y la sostenibilidad fiscal. Si hubiéramos escrito un texto análogo en 1994, observando los mismos indicadores que comentamos aquí, hubiéramos advertido sobre la probable emergencia de crisis en México y Argentina. Si lo hubiéramos escrito en el año 2000, hubiéramos llamado la atención sobre la probabilidad de crisis en Brasil y Argentina.

En la actualidad, aún frente a la eventual emergencia de shocks externos negativos, cabe atribuir una reducida probabilidad a cambios de las políticas macroeconómicas forzados por la emergencia de crisis en algunas de las principales economías de la región.

Por otro lado, si no se verifican shocks negativos de importancia, no se ven razones para que los países tomen medidas que debiliten los resultados de sus cuentas externas y fiscales. Más allá de sus ideologías y orientaciones políticas, los dirigentes han percibido que la robustez de las cuentas fiscales y externas no solo implica una mayor fortaleza de la economía, sino también mayor fortaleza política y mayores grados de libertad de acción del gobierno de turno.

Los regímenes cambiarios son un importante elemento de las políticas macroeconómicas que debe ser considerado para mirar hacia el futuro. El rasgo más general que comparten las políticas cambiarias de los principales países de la región es la flexibilidad. La flexibilidad significa que el tipo de cambio se determina en el mercado de cambios y que no hay compromisos de la autoridad monetaria





con relación a este precio. Pero tampoco se formulan compromisos con relación a las intervenciones de la autoridad monetaria en ese mercado. La flexibilidad significa que la autoridad monetaria se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado y así lo hace con diferentes frecuencias y modalidades en distintos países de la región. La flexibilidad se refiere, por un lado, al comportamiento del precio de la moneda internacional, pero también a la conducta de la autoridad monetaria en el mercado.

Una ventaja de este régimen es su papel preventivo, porque no puede ser víctima de ataques especulativos. Una desventaja es que la incertidumbre del tipo de cambio anula el papel de esta variable como guía de la inflación. Por esta razón, el régimen es más viable en condiciones de inflación baja. Esto no significa que el tipo de cambio no haya jugado cierto papel en las reducciones de la inflación observadas en años recientes en varias de las economías de la región. Las principales economías, con la excepción de Argentina, han adoptado políticas monetarias de inflation targeting. En estas políticas, la tasa de interés que maneja el banco central incide indirectamente sobre el comportamiento del tipo de cambio, en conjunción con las más o menos frecuentes intervenciones del banco central en ese mercado. Este "mecanismo de transmisión de la política monetaria" ha sido un factor muy importante en las reducciones de la inflación experimentadas en Brasil y Chile. El costo es la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real que resulta.

La teoría ha distinguido dos categorías de regímenes cambiarios, el régimen de floating y el régimen de tipo de cambio fijo. En la práctica, en la experiencia reciente de las principales economías de la región y de muchos países de mercado emergente, encontramos los descritos regímenes de tipo de cambio flexible, que algunos denominan como managed floating. En América Latina, bajo esta caracterización se ha ubicado, en lo que va de la década, un espectro amplio de prácticas. Desde la política cambiaria de Chile, donde el banco central no interviene normalmente en el mercado, hasta, en el otro extremo, la política cambiaria argentina, cuyo gobierno define un compromiso laxo de preservación de un tipo de cambio real competitivo y donde las intervenciones en el mercado han mantenido estable el tipo de cambio real multilateral desde 2003.

Mirando hacia el futuro, creo que estos regímenes cambiarios permanecerán en la región. Porque conjugan las ventajas de la flotación con la discrecionalidad de la autoridad monetaria para reaccionar frente a cambios de contexto y adecuar el comportamiento del tipo de cambio y la política monetaria a necesidades cambiantes de la política económica.





Como ilustración de lo dicho podemos citar el rol que jugó la flexibilidad cambiaria en la reciente "minicrisis" financiera internacional de mayo-junio del presente año. Las salidas de capital fueron absorbidas por devaluaciones de las monedas y el evento pasó sin la emergencia de crisis. El caso de Turquía, que por ostentar un importante déficit de cuenta corriente sufrió probablemente el principal impacto de la salida de capitales, provee el mejor ejemplo. Las autoridades permitieron la devaluación, sacrificando en el corto plazo la meta de inflación, porque el evento planteaba otras urgencias. Los inversores externos en la bolsa de Turquía tuvieron una gran pérdida, pero esta posibilidad se encontraba dentro de los riesgos asumidos. El evento fue superado sin crisis.

Estamos ahora en condiciones de completar nuestras conjeturas razonables sobre el futuro de las políticas macroeconómicas en la región. Repasemos lo que concluimos hasta aquí. Primero, otorgamos una reducida probabilidad a la emergencia de crisis nacionales y consecuentes cambios forzados en las políticas, aún en el caso de un shock negativo importante, como el que resultaría, por ejemplo, de un ajuste abrupto del desequilibrio externo de los Estados Unidos, con fuerte aumento de la tasa internacional de interés y gran devaluación del dólar. Segundo, indicamos que no cabe esperar cambios en las políticas que encuadran la generación de superávit externo y fiscal. Estas políticas son compatibles con el control de la inflación y el crecimiento y al mismo tiempo, son políticas preventivas frente a la eventual volatilidad internacional. Tercero, señalamos también que cabe esperar la permanencia de los regímenes de tipo de cambio flexible, porque estos regímenes permiten adecuar la política cambiaria y la política monetaria a eventuales cambios en las condiciones internacionales y en los objetivos de política.

Un mayor detalle de nuestras conjeturas requiere considerar hipótesis sobre el futuro escenario internacional. El escenario de líneas gruesas que considero más probable es la continuidad por varios años de condiciones semejantes a las actuales. Mis argumentos al respecto son dos. Uno, la configuración actual es funcional a los intereses nacionales de Estados Unidos, de China y los países asiáticos y de Europa. Dos, ante la emergencia de un incipiente ajuste internacional abrupto, los Estados Unidos tienen una gran capacidad de llevar adelante una coordinación internacional de las políticas de esas entidades. Y podría hacerlo porque la solución coordinada va a favor de los intereses nacionales de cada una de las partes involucradas. Lo que mi hipótesis descarta por improbable es el ajuste abrupto y la consiguiente crisis global.



El escenario que considero más probable incluye, en el plazo más inmediato, una desaceleración del crecimiento de Estados Unidos y la continuidad del crecimiento rápido de las economías de China y la India. En este escenario los precios del petróleo permanecerían altos y la demanda y los precios de los productos de exportación de América Latina se verían afectados de distintas maneras, como se planteará a continuación.

La primera distinción que puede hacerse entre los principales países de América Latina es regional, porque este corte está correlacionado con la especialización del comercio internacional.

México es el país con la mayor concentración de sus exportaciones en los Estados Unidos. La desaceleración de esa economía actuaría como un freno importante de las ventas y la tasa de crecimiento de México. Debemos tener en cuenta que México ha crecido lentamente en esta década, aún en los años de mayor crecimiento de Estados Unidos. La agenda nacional tiene a la aceleración del crecimiento como un gran tema pendiente y esta cuestión se agudizaría si el crecimiento de México se redujera aún más.

El problema de crecimiento tiene por detrás la baja competitividad relativa de la economía. Hasta ahora, la política macroeconómica mexicana ha dado prioridad al combate a la inflación y ha permitido que el tipo de cambio se acomode a este objetivo, porque las cuentas externas del país se fortalecen por las exportaciones de petróleo y las remesas de los emigrantes mexicanos. Pero una recrudescida demanda de mayor competitividad y mayor crecimiento puede orientar la política en otra dirección. Para esto México no necesita modificar su régimen de política macroeconómica, sino instrumentar la política para acelerar el ritmo de devaluación del peso. Creo que es probable que México tome este camino en el escenario supuesto.

El escenario que suponemos afectaría al resto de los principales países de distinta manera. Los países con mayor proporción de exportaciones a los Estados Unidos se verían más afectados que los que canalizan sus ventas al Asia. Los países con mayor especialización de sus ventas en minerales, metales y manufacturas se verían más afectados que los países principalmente exportadores de alimentos.

De acuerdo a esta consideración, cabría esperar que la economía del Perú se viera más afectada por el escenario internacional supuesto que la economía argentina. Dicho esto, podemos de todas maneras formular una conjetura común sobre sus



futuras políticas macroeconómicas, basándonos en la evolución reciente de ambas economías y sus agendas de política. Creemos que en ambos casos cabe esperar la continuidad de las líneas de política actuales, a menos que la situación induzca el surgimiento de déficit de cuenta corriente. De ser este el caso, creo que ambas tenderán a apelar a la aceleración del ritmo de devaluación de sus monedas para preservar la robustez externa.

La economía de Chile ha crecido recientemente a buen ritmo mientras la inflación fue reduciéndose. Sin embargo, Chile ostenta claramente los síntomas iniciales de la Dutch disease. Como resultado de los altos precios del cobre y de la política del banco central, el tipo de cambio real se apreció considerablemente en los años recientes. Se ha reducido la diversificación de las exportaciones y éstas han tendido a concentrarse en el cobre. La reducción de la competitividad es perceptible en el disminuido ritmo de crecimiento de la industria manufacturera y la inversión. Una reducción del precio del cobre resultaría paradójicamente beneficiosa para el crecimiento y el empleo, porque permitiría una depreciación del tipo de cambio real – o daría justificación al banco central para empujarla con menos riesgo de pérdida de credibilidad. En cualquier caso, el comportamiento del tipo de cambio real es un tema de tensión en la agenda de política de Chile. Si los síntomas de la Dutch disease persisten y se agudizan, cabría esperar una modificación en la política cambiaria de este país.

Hace algo menos de una década que la economía de Brasil mantiene tasas de crecimiento muy bajas. El crecimiento permaneció lánguido y la tasa de inversión estancada pese a la expansión de las exportaciones y el buen contexto financiero externo. Aunque las causas de estas características son motivo de intensa disputa, en Brasil y en exterior, creo que cabe atribuir responsabilidad por las mismas a la política monetaria y cambiaria que lleva adelante el banco central. Las altísimas tasas de interés operan como un freno de la demanda y la inversión. El tipo de cambio real apreciado no ha mostrado efectos sobre las cuentas externas, pero afecta la competitividad de la industria manufacturera en el mercado exterior y en el mercado doméstico. Las exportaciones netas han jugado un papel importante en la dinámica del crecimiento, porque la dinámica de la demanda doméstica ha estado frenada por la política monetaria. Si el escenario internacional supuesto impacta negativamente las exportaciones, como cabe esperar, en el caso de Brasil esto significa no solamente el debilitamiento de las cuentas externas sino también un efecto sensible sobre el ritmo de crecimiento. Se agudizará consecuentemente la tensión de la agenda de política alrededor de un cambio importante de la política monetaria y cambiaria y cabría esperar una nueva orientación, con menores tasas de interés y tipo de cambio más depreciado.



Una ilustración de la naturaleza del conflicto alrededor de la política macroeconómica está dada por los resultados regionales de la primera ronda de elecciones presidenciales que acaba de realizarse en Brasil. Pese al amplio soporte del que goza la política económica entre la comunidad financiera de ese país, los estados en los que se concentra la actividad y el empleo industrial votaron marcadamente contra Lula. Este es un dato que seguramente tendrá en cuenta el presidente electo, sea éste Lula o Geraldo. Esta evidencia refuerza la conjetura de que habrá un cambio de orientación en la política monetaria y cambiaria de Brasil.