

Análisis Coyuntural

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Programa patrocinado por el Quinto Centenario del Descubrimiento de América.

Junta de Asesores: Presidente: Aníbal Pinto. Vicepresidente: Angel Serrano. Vocales: Rodrigo Botero, Fernando H. Cardoso, Aldo Ferrer, Enrique Fuentes Quintana, Celso Furtado, Norberto González, David Ibarra, Enrique V. Iglesias, José Matos Mar, Francisco Orrego Vicuña, Manuel de Prado y Colón de Carvajal, Luis Angel Rojo, Santiago Roldán, Gert Rosenthal, Germánico Salgado, José Luis Sampedro, María Manuela Silva, Alfredo de Sousa, María C. Tavares, Edelberto Torres-Rivas, Juan Velarde Fuentes, Luis Yáñez-Barnuevo.

Director: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

Consejo de Redacción: Carlos Bazdresch, A. Eric Calcagno, José Luis García Delgado, Eugenio Labera, Augusto Mateus, Juan Muñoz.

Número 19

Enero-Junio 1991

SUMARIO

EL TEMA CENTRAL: «LA ENCRUCIJADA DE LOS NOVENTA. AMÉRICA LATINA»

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE AMÉRICA LATINA EN LOS NOVENTA

- Luiz Carlos Bresser Perelra, La crisis de América Latina. ¿Consenso de Washington o crisis fiscal?
- Enrique V. Iglesias, La difícil inserción internacional de América Latina.
- Gert Rosenthal, América Latina y el Caribe. Bases de una agenda de desarrollo para los años noventa.
- José Antonio Ocampo, Perspectivas de la economía latinoamericana en la década de los noventa.
- Victor E. Tokman, Pobreza y homogeneización social: Tareas para los noventa.

CAPITAL HUMANO, INNOVACIÓN TECNOLÓGICA Y GESTIÓN EMPRESARIAL

- Juan Carlos Tedesco, Estrategias de desarrollo y educación: El desafío de la gestión pública.
- Ennio Rodríguez, América Latina ante el abismo creciente de su rezago tecnológico.
- Bernardo Kliksberg, Las perspectivas de la gerencia empresarial en los años noventa.

ESCENARIOS POLÍTICOS Y SOCIALES

- Francisco Weffort, Notas sobre a crise do Estado-Nação.
- José Matos Mar, Los pueblos indios de América.
- Helio Jaguaribe, A social democracia e as condições da América Latina e do Brasil.

LAS RELACIONES DE AMÉRICA LATINA CON LOS EE. UU. Y LA COMUNIDAD ECONÓMICA EUROPEA

- José Miguel Insulza, Estados Unidos y América Latina en los noventa.
- Bruce M. Bagley y Juan Gabriel Tokatlán, Droga y dogma: La diplomacia de la droga de Estados Unidos y América Latina en la década de los ochenta.
- Piero Gleijeses, Reflexiones sobre la victoria de los Estados Unidos en Centroamérica.
- Jorge Grandi, Las dimensiones del Mercado Único Europeo y América Latina: Implicaciones y reflexiones sobre algunos interrogantes.

FIGURAS Y PENSAMIENTO: Homenaje a Aníbal Pinto

- Diez años después, Angel Serrano, Pedro Pablo Kuczynski, Rodolfo Riezniak y Carlos Abad.
- Discurso pronunciado en la Universidade Estadual de Campinas, con ocasión de conferirse a Aníbal Pinto el título de Doctor Honoris Causa, por José Serra.
- Genio y figura de Aníbal Pinto, por Alfredo Eric Calcagno.
- Aníbal Pinto. La significación de lo político, por Enzo Faletto.
- Referencias representativas de la obra de Aníbal Pinto, por Héctor Assael.

Y LAS SECCIONES FUERAS DE

- Reseñas Temáticas: Examen y comentarios —realizados por personalidades y especialistas de los temas en cuestión— de un conjunto de artículos significativos publicados recientemente en los distintos países del área iberoamericana sobre un mismo tema. Se incluyen seis reseñas realizadas por E. Lander, L. E. Lander, L. Gómez Calcaño, M. López Maya y H. Sonntag, Alfredo Stein y Marshall Wolfe (latinoamericanas); Carlos Berzosa, Manuel Ricardo López Aísa y Marisa Loredo (españolas).
 - Revista de Revistas Iberoamericanas: Más de 1.100 artículos, publicados en las principales revistas académicas y científicas de Iberoamérica, clasificados en un índice alfabético-temático de economía política.
- Suscripción por cuatro números: España y Portugal, 6.600 pesetas; Europa, 60 dólares; América Latina, 50 dólares y resto del mundo, 70 dólares.

Agencia Española de Cooperación Internacional
Revista Pensamiento Iberoamericano
Avenida Reyes Católicos, 4
28040 Madrid
Teléfono: 583 83 91
Fax: 583 83 10

Análisis Coyuntural

I. LA CRISIS DE AMÉRICA LATINA

América Latina experimentó un marcado deterioro en su ritmo de crecimiento durante la segunda mitad de los años noventa, debido al efecto del choque externo (real y financiero) negativo que afectó de forma especialmente severa a las economías más "descuadradas". Pero la magnitud de la crisis también dependió de la política económica adoptada para enfrentarla y de la percepción de los inversionistas internacionales sobre el futuro de las diferentes economías de la región. El balance es sumamente desfavorable: los déficits externos se acentuaron, los niveles de desempleo se dispararon, y el costo de financiar los desajustes fiscal y externo se incrementó.

La crisis se presentó inicialmente en el sudeste asiático y Rusia, y posteriormente en Brasil. En el caso de América Latina los principales efectos se dieron por la vía del comercio y a través del mercado de capitales. Cayeron los precios de nuestras exportaciones, se redujeron los volúmenes exportados, disminuyeron los flujos de capital hacia la región y se elevó el costo del capital internacional.

El objetivo de este capítulo es evaluar la situación económica en América Latina al comienzo de la crisis, determinar la magnitud de los choques externos, y evaluar la forma en que los diferentes países los enfrentaron. También, presentar un análisis de la situación relativa de Colombia.

En la primera parte del capítulo se hará un breve recuento de los desequilibrios fiscales y externos iniciales en los distintos países de la región, y de la trayectoria que venía presentando la tasa de cambio real en los años que precedieron la crisis. En la segunda parte se cuantificará la magnitud del choque externo determinado por la evolución de los términos de intercambio, los volúmenes exportados, los flujos de capital y los spreads.

La tercera parte analizará las políticas adoptadas frente a la crisis. Finalmente, se presentarán pronósticos sobre algunas de las principales variables para los años 1999 y 2000. En todas las secciones se utilizará la información de las cuatro naciones más grandes de América Latina -Argentina, Brasil, Chile y México- y de los tres principales socios de

Colombia en la región -Ecuador, Perú y Venezuela, para el período 1995-2000.

II. EL "DESCUADERNE" DE AMÉRICA LATINA

América Latina presentaba tasas de crecimiento económico bastante satisfactorias en 1996 y 1997, con niveles promedio del 5,6% en ese último año. La demanda interna crecía a un ritmo real promedio de 6,5%, impulsada por la inversión que aumentó 14% y, en menor medida, por el consumo que lo hizo a un ritmo promedio de 5,1%. Algunos países como Argentina y México lograron en estos años recuperarse de las recesiones registradas en 1995.

No obstante, ya para 1997/98 algunas economías como Brasil, Chile y Colombia, empezaban a perder dinamismo. De hecho, en 1997 la tasa de crecimiento de Colombia fue la más baja de América Latina¹ y la mitad de la tasa promedio de la región (Gráfico 1).

En el frente fiscal, los desequilibrios venían creciendo gradualmente, aunque no en todos los países. Brasil (-6,1% del PIB), Colombia (-3,1%), Ecuador (-2%) y Venezuela (-1,4%) presentaban los mayores (y crecientes) niveles de déficit en 1997, mientras que Chile, México y Perú, registraban superávits fiscales o déficits muy pequeños.

Los desajustes implican mayores requerimientos de recursos internos y externos. Por ello, como se verá más adelante, los países con desbalances fiscales fueron los más golpeados por la restricción financiera y el mayor costo de los capitales internacio-

nales que se inició con la crisis del sudeste asiático (Gráfico 2).

El panorama de las cuentas externas tampoco era favorable. El déficit de cuenta corriente promedio de la región fue 3,4% del PIB en 1997. Venezuela fue el único país con un balance en cuenta corriente superavitario hasta 1997, mientras que Argentina, Chile y Brasil mostraron un deterioro marcado en esta variable a partir de 1995; Perú logró reducir su déficit, pero éste aún se ubicaba en niveles elevados en 1997 (5,2% del PIB).

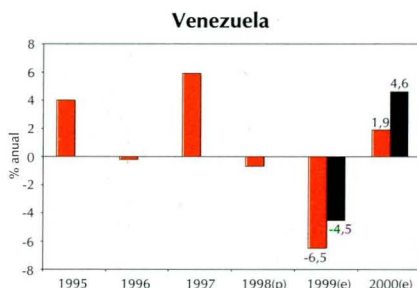
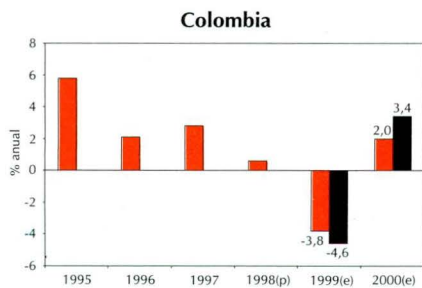
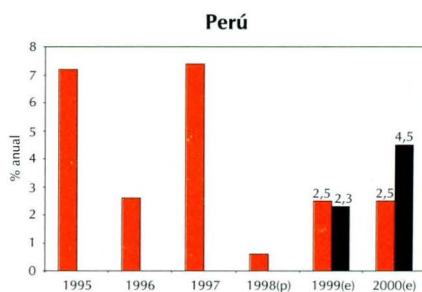
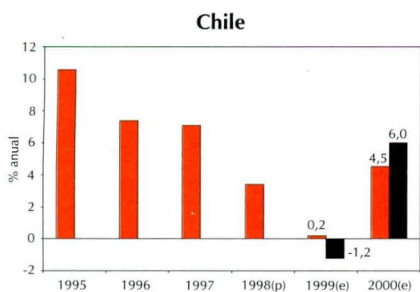
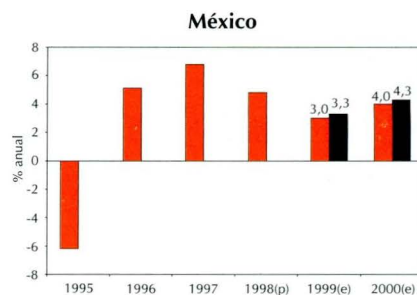
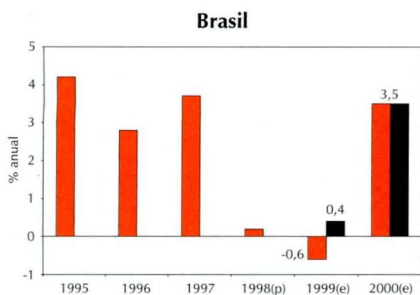
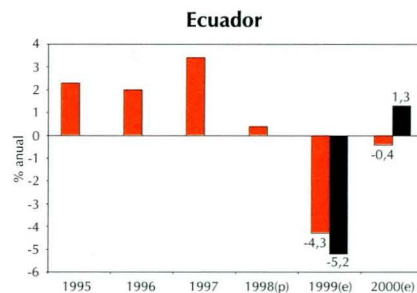
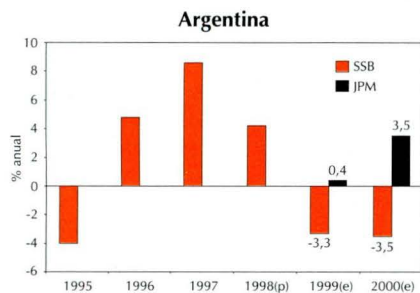
El déficit externo de Colombia, Ecuador y Perú superaba el 5% del PIB en 1997 y el de Argentina y Brasil era cercano a 4%. México tenía un moderado déficit de 2% y Venezuela un superávit de 5,2%. El deterioro de las cuentas externas de Colombia fue menos profundo, pero el nivel absoluto del déficit de cuenta corriente resultó el mayor de América Latina en 1997 (Gráfico 3).

El fuerte desequilibrio externo de la región se explica en buena parte por el comportamiento de la tasa de cambio real. Desde principios de la década, y en la mayoría de los casos hasta mediados de 1997, los países registraron una tendencia marcada hacia la revaluación real de sus monedas, con excepción de Argentina, Chile y en menor medida Brasil (Gráfico 4).

La financiación de los desequilibrios descritos condujo a un aumento de la deuda externa de algunos países como Argentina, Brasil y Chile. No obstante, con excepción de Ecuador, cuya deuda como proporción del PIB alcanzó el 77%, el acervo de deuda para la región se mantuvo en niveles relativamente aceptables (35% del PIB en promedio). El endeudamiento externo de Colombia era el menor de la región en 1997.

¹ Para los ocho países analizados. Una de las principales causas del negativo desempeño de Colombia es una fuerte contracción de la demanda interna debido al crecimiento insatisfactorio de la inversión, que aumentó 3,6%, cifra inferior en 10 puntos porcentuales al promedio de la región.

**Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB REAL
1995-2000**

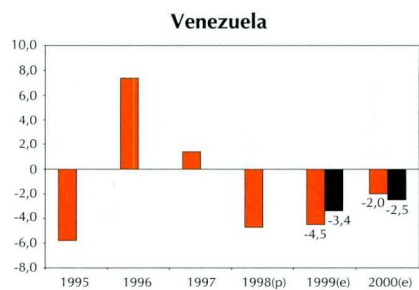
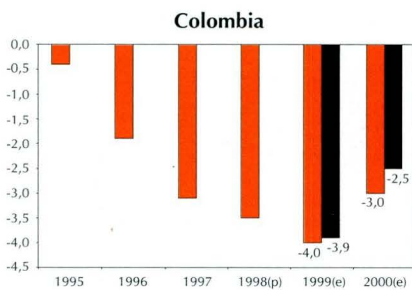
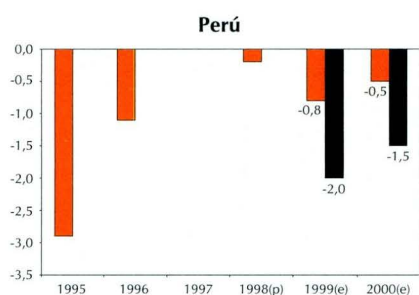
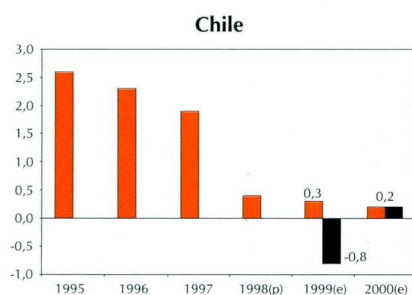
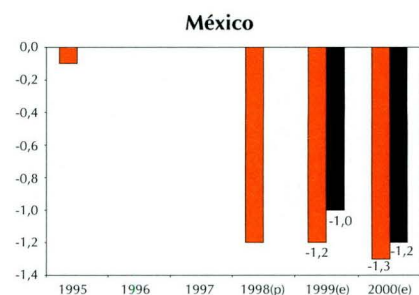
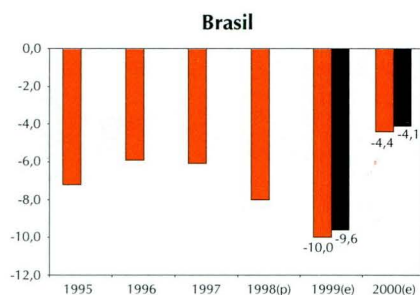
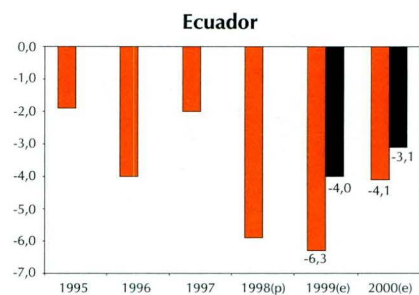
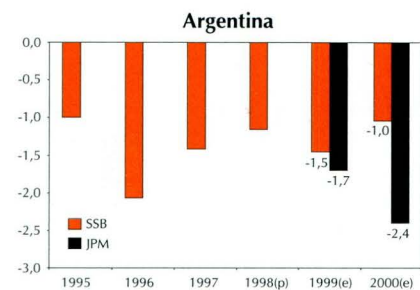


(p): preliminar.

(e): esperado.

Fuente: Salomon Smith Barney (SSB) y JP Morgan (JPM).

Gráfico 2. DÉFICIT FISCAL
(Como % del PIB)

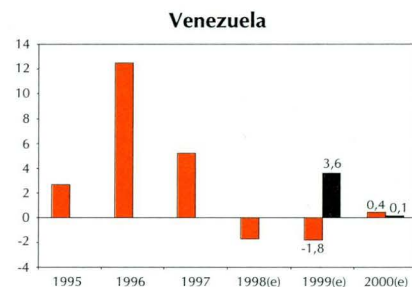
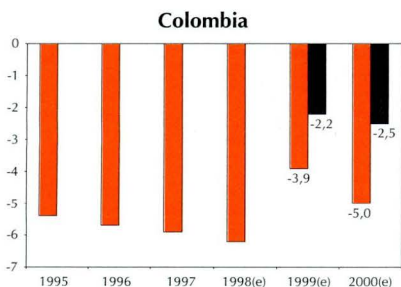
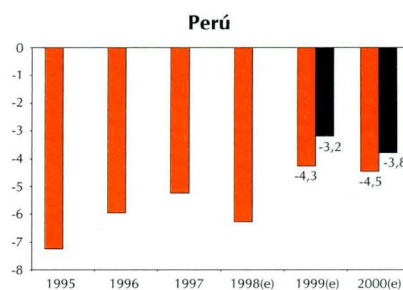
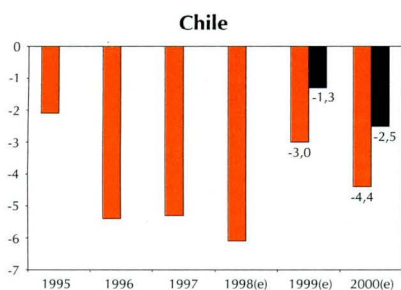
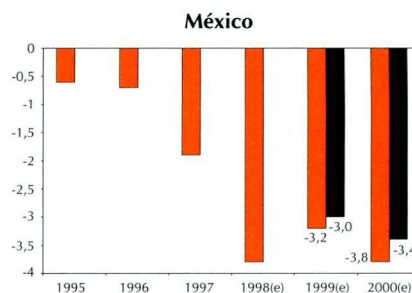
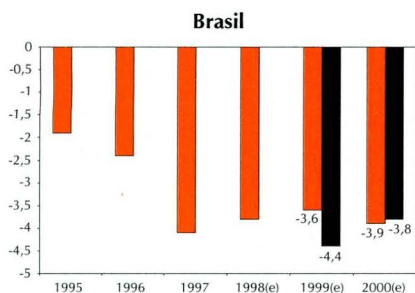
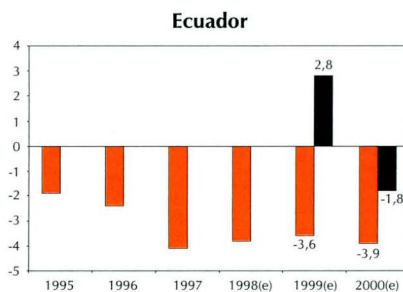
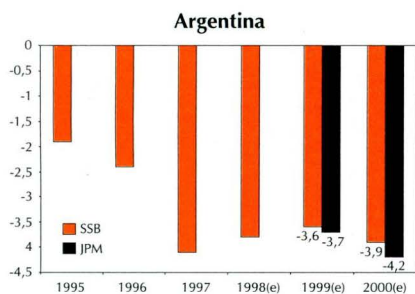


(p): preliminar.

(e) esperado.

Fuente: Salomon Smith Barney (SSB) y JP Morgan (JPM).

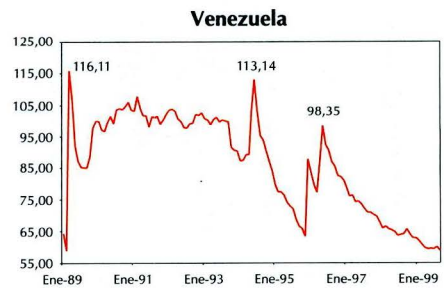
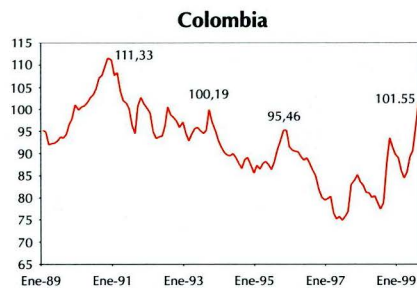
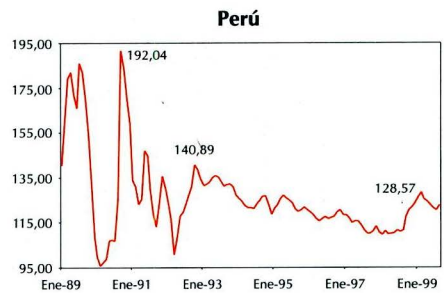
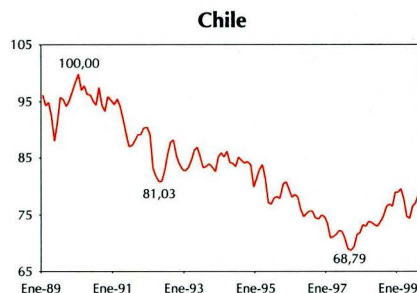
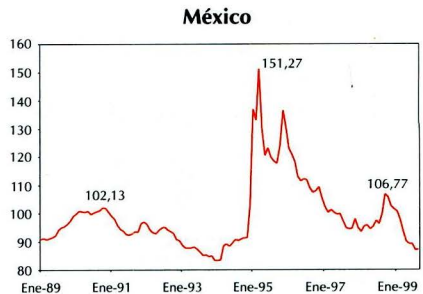
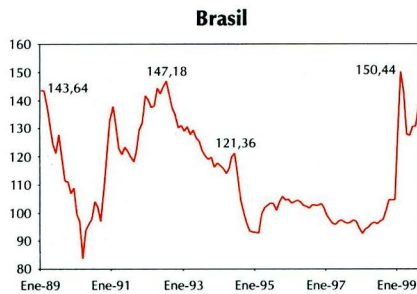
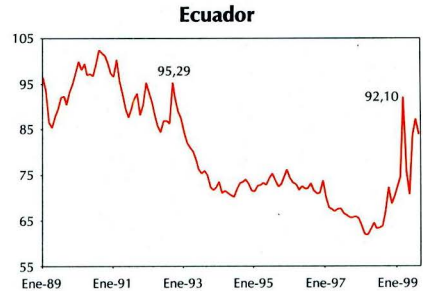
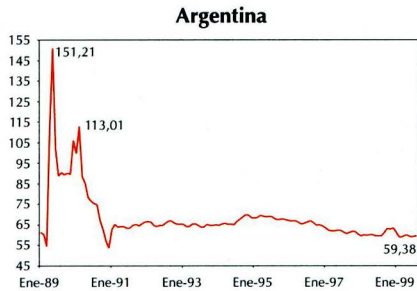
**Gráfico 3. DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE
(Como % del PIB)**



(e) esperado.

Fuente: Salomon Smith Barney (SSB) y JP Morgan (JPM).

Gráfico 4. TASA DE CAMBIO REAL
(Índice enero 1990 = 100)



Fuente: JP Morgan.

En síntesis, el desajuste macroeconómico de América Latina, resultado de las políticas adoptadas a mediados de la década, hacía más vulnerable a la región frente a los choques externos. Colombia, Brasil y Ecuador fueron los países con mayores desequilibrios iniciales, y sufrieron más que el promedio los efectos de la crisis externa. La situación inicial y la política económica adoptada frente a la crisis externa resultarían ser los dos factores explicativos claves de la profundidad y duración de la recesión doméstica².

III. EL CHOQUE EXTERNO Y SUS EFECTOS DIRECTOS

La crisis asiática y Rusa que comenzaron con la devaluación del baht tailandés en 1996 y con la moratoria Rusa en 1997, y la tensa situación internacional de Brasil antes de la devaluación de enero de 1999, desencadenaron una ola de turbulencia en las corrientes comerciales y financieras del mundo. En el sector real se presentó un deterioro marcado en el precio internacional de los productos básicos y una caída en el volumen de exportaciones. En el frente financiero se registró una aguda contracción de los flujos de capital y se hicieron evidentes las mayores dificultades de las economías emergentes para atraer inversión extranjera y colocar sus emisiones de bonos.

A. El comercio y los términos de intercambio

Uno de los principales efectos de la crisis fue la caída en los precios de los principales productos de

exportación. El precio de los productos básicos cayó 25% entre mediados de 1997 y 1999, con reducciones de 60%, 42% y 46% para el café, el cobre y el níquel, respectivamente. Los precios del petróleo venían registrando una fuerte caída desde enero de 1997, y disminuyeron 30% a pesar de la reciente recuperación (Gráfico 5).

El deterioro en el precio del petróleo afectó principalmente a Venezuela, México, Colombia y Ecuador, y la baja cotización del cobre afectó a Chile y a Perú; y los menores precios del café tuvieron un impacto negativo en Brasil y Colombia. Un análisis detallado de la evolución de los términos de intercambio permite deducir cuáles fueron los países más afectados por su deterioro. El índice calculado por la Cepal, indica una caída promedio de 5,4% en 1998 (frente al año anterior), de 26% en Venezuela (petróleo), de 13% en Chile y Perú (cobre), y de 11% y 8% en Ecuador y Colombia (petróleo y café). Argentina, Brasil y México, tuvieron descensos inferiores al promedio (Gráfico 6).

No sólo cayó el precio externo de las exportaciones de la región, sino también su volumen. Ello se debió a la evolución desfavorable de la demanda mundial de nuestros productos, y a la importancia relativa del comercio con los países asiáticos. Los países que principalmente se vieron afectados por este último aspecto fueron Perú (19,1% de las exportaciones totales van al Asia), Chile (17%), Brasil (12%) y Argentina (11%), pero no Colombia, México o Venezuela, con una participación inferior al 1%³.

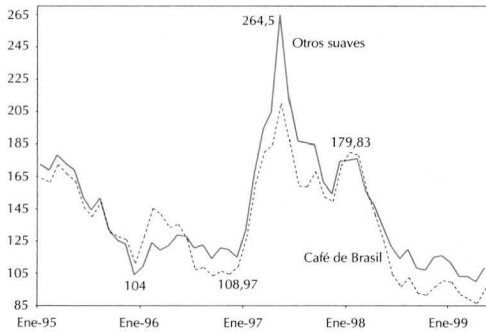
El efecto conjunto de la caída en precios y en volúmenes fue sustancial: después de que América Latina presentara incrementos en sus exportaciones cercanos a 10% en 1997, éstas se contrajeron de

² Vale la pena señalar que, además de los choques externos propiamente dichos (los que serán objeto de análisis de la siguiente sección), existen otros factores internos en las economías que también son determinantes en cuanto a la magnitud del impacto de las crisis externas. Se puede citar, por ejemplo, la estructura del comercio de los países y su grado de diversificación exportadora. Sin embargo, este tema no será objeto del presente análisis.

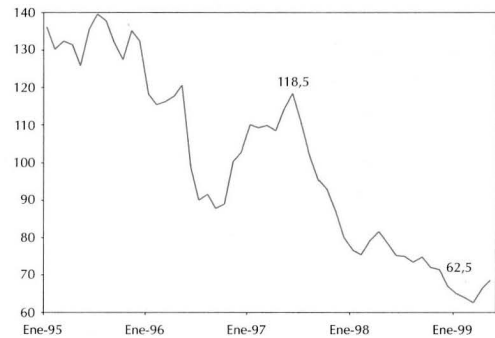
³ Datos para 1996, Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 5. PRECIOS INTERNACIONALES

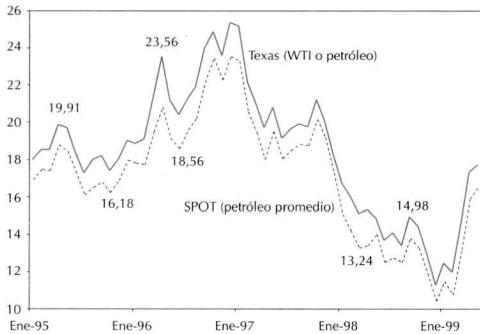
Café
(Centavos de dólar por libra)



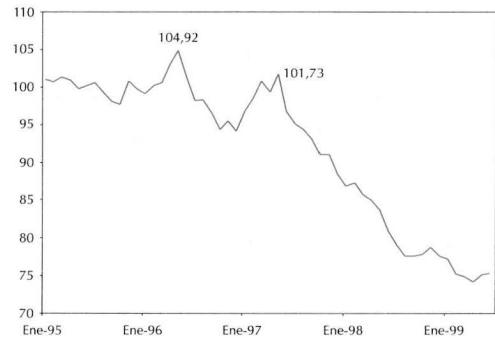
Cobre
(Centavos de dólar por libra)



Petróleo
(Dólares por barril)



Índice de precios de productos básicos
(Base enero 1995 = 100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

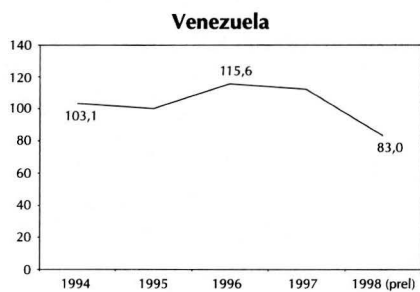
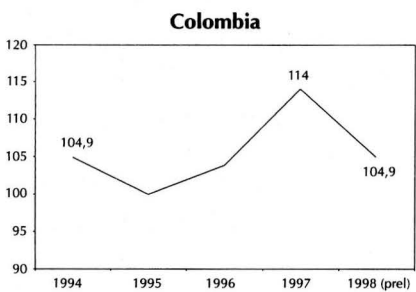
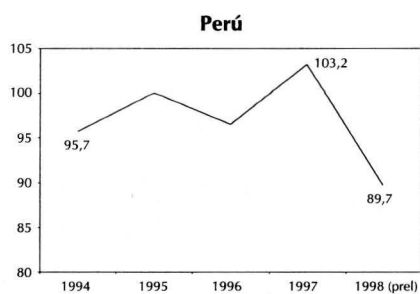
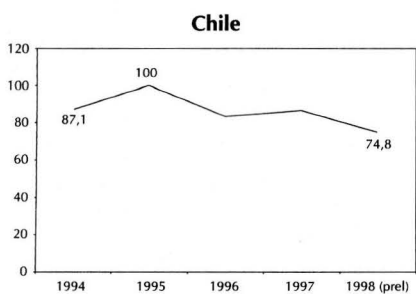
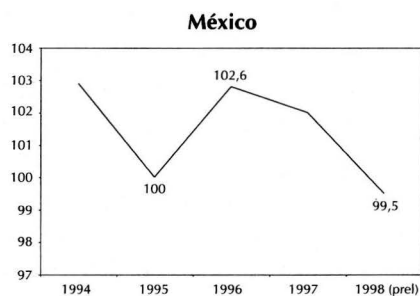
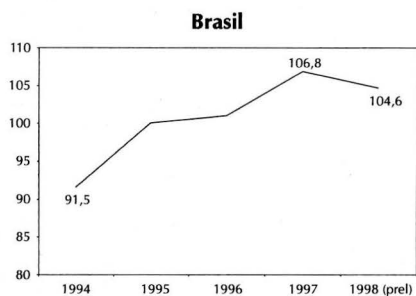
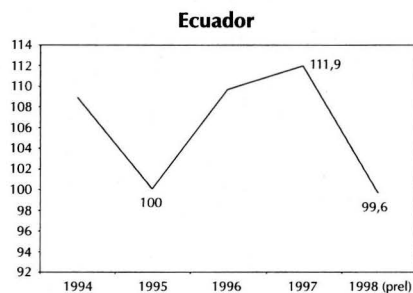
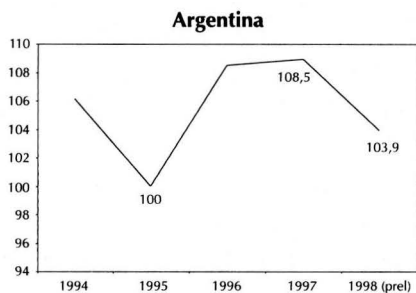
manera importante en 1998, excepto en México y Colombia.

Los países con peor desempeño exportador en 1998 fueron aquellos que presentaron fuertes reducciones en los términos de intercambio; y/o, una estructura exportadora con una alta participación del mercado asiático; y/o una importante revaluación cambiaria. La combinación de los tres elementos anteriores condujo a unas de las caídas más significativas de las exportaciones en la región en Perú y Chile (16% y 12%, respectivamente).

La influencia relativa de la caída en los términos de intercambio parece pesar más en Venezuela (-26%) y Ecuador (-21%), donde éstos cayeron 26% y 11% respectivamente; pero la participación de Asia en el comercio podría explicar buena parte de la caída de las exportaciones en Brasil (-3.0%) y Argentina (-0,8%).

México presenta el desempeño más favorable de la región. Las exportaciones venían creciendo a tasas superiores a 15% en 1996 y en 1997, y mantuvieron un crecimiento de 6,4% en 1998. El factor expli-

**Gráfico 6. TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(Índice 1990 = 100)**



(prel): preliminar
Fuente: Cepal.

cativo central fue sin duda la adhesión al Nafta en 1994, pero también el mínimo peso del comercio con Asia, y la importancia reducida de bienes primarios en las exportaciones. Jugó además un papel importante la devaluación real que marcó el "tequilazo" en enero de 1995. La tasa de cambio se revaluó más después de esa fecha, pero el nivel absoluto se mantuvo por encima del de 1994 durante todo el período 1995-1999 (Gráfico 4).

Las exportaciones colombianas mostraron una dinámica sorprendente, en medio de una revaluación cambiaria fuerte, y de una caída (promedio para la región) en los términos de intercambio. Se logró mantener en 1998 un ritmo de crecimiento de 3,1% gracias al auge en la producción y exportación de petróleo, y a la dinámica de las exportaciones menores basada en cambios en productividad. Éstas crecieron a un ritmo anual superior al 7% durante toda la década de los 90s.

B. Flujos de capital y *spreads*

El segundo canal a través del cual la crisis internacional afectó a América Latina fue el mercado internacional de capitales. La pérdida de confianza de los inversionistas extranjeros en las economías emergentes se tradujo en una salida masiva de capitales foráneos, severas restricciones a la disponibilidad de recursos financieros y elevados costos para la consecución de nuevos recursos en el exterior.

Las cifras disponibles para América Latina⁴ muestran una caída en los flujos de capital dirigidos a la región, en particular los privados, los cuales se redujeron 20% entre 1997 y 1998, desde US\$105.2 billones hasta US\$83 billones. Se presentaron incre-

mentos importantes en los flujos de capital multilateral, pero su monto absoluto es mucho menor al privado. Se incrementaron desde US\$-4,1 billones a US\$17,5 billones, tanto los provenientes de las entidades financieras internacionales como de créditos multilaterales.

Pero el efecto más fuerte de la restricción de mercado de capitales se espera para 1999, con una caída proyectada de 31% frente al año anterior. Se prevé una fuerte contracción de los flujos privados (-28%) y públicos (-48%), particularmente en créditos multilaterales Cuadro 1).

Los flujos de inversión extranjera hacia los ocho países estudiados tuvieron una caída de 11,6% en 1998. No obstante, Brasil, Ecuador y Perú continuaron recibiendo sumas crecientes de inversión extranjera directa, mientras que los demás tuvieron descensos cercanos a 14%. Colombia fue el país más duramente afectado, con una reducción de 55%, casi 5 veces la caída promedio en América Latina (Gráfico 7)⁵.

Otra forma de cuantificar los flujos de capital hacia los diferentes países, consiste en analizar la evolución de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Según la Cepal, el superávit de la cuenta de capital para América Latina se redujo desde 4,3% del PIB en 1997 a 3,5% en 1998. Sólo Argentina y Ecuador registraron una mayor acumulación de capitales frente a 1997. Las caídas más drásticas se presentaron en los casos de Chile (6,3 puntos del PIB) y de Perú (3,6 puntos del PIB). Los demás países de la muestra, incluyendo Colombia, tuvieron reducciones cercanas al promedio (Gráfico 8).

⁴ Cifras tomadas del Institute for International Finance.

⁵ Sin embargo, debe tenerse en cuenta que durante 1997 se realizaron importantes procesos de privatización en Colombia, situación que no se mantuvo en 1998.

Cuadro 1. FINANCIAMIENTO EXTERNO DE AMÉRICA LATINA
(US\$ billones)

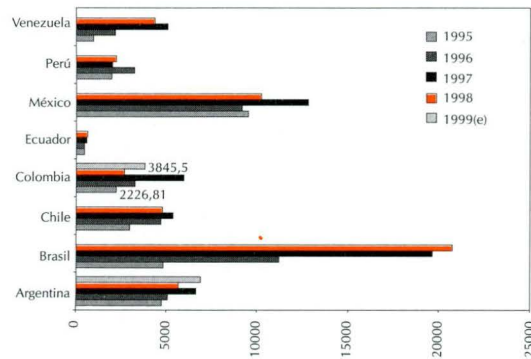
	1996	1997	1998 (prel)	1999 (e)	2000 (e)
Financiamiento externo neto	94,4	101,1	101,6	69,5	79,8
Flujos privados netos	105,4	105,2	83,7	60,1	83,5
Acciones	48,5	62,2	46,6	54,2	50
Portafolio	12,7	13,2	-5,3	2,6	5,7
Créditos del sector privado	56,8	43,0	37,1	6,0	33,4
Bancos Comerciales	21,9	14,4	2,1	-9,8	4
Otras entidades	34,9	28,6	35,0	15,8	29,4
Flujos del sector público netos	-11,0	-4,1	17,9	9,3	-3,6
Entidades financieras	0,9	-1,0	9,4	9,3	1,9
Créditos multilaterales	-11,9	-3,1	8,5	0,0	-5,5

(prel): preliminar.
(e): Esperado.
Fuente: Institute of International Finance.

También interesa el comportamiento de los *spreads* (diferencia entre los bonos de deuda de los países y los bonos del tesoro estadounidense a 30 años). Una muestra clara de la pérdida de confianza de los inversionistas en las economías latinoamericanas fue el súbito incremento que tuvo lugar en agosto

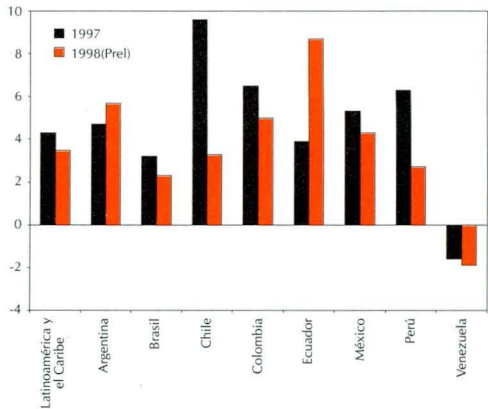
de 1998, con niveles que se han mantenido por encima de los de 1997. Los países que registraron mayores aumentos, aquellos que generaron una percepción más negativa ante los inversionistas internacionales, fueron Brasil y Argentina. Colombia y México, tuvieron incrementos más moderados.

Gráfico 7. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA
(Millones US\$)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 8. BALANZA EN CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA
(Como % del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

El efecto combinado del choque real y financiero fue particularmente intenso en Chile, Ecuador, Perú y Venezuela, pero no así en Colombia; la caída del comercio fue reducida en términos relativos, y el cambio en los flujos de capital y en los *spreads* fue menos intenso que en muchos otros países de la región.

Una conclusión interesante que surge del análisis anterior es que los choques externos de 1997 y 1998 no fueron el principal factor explicativo de las fuertes recesiones en países como Colombia, Argentina o Ecuador (y en menor medida Brasil). La explicación debería buscarse, más bien, en los desequilibrios iniciales y en la política económica.

IV. LA DESTORCIDA DE AMÉRICA LATINA

América Latina enfrentó una severa desaceleración del crecimiento en 1998, que en muchos casos se profundizó en 1999. El PIB promedio creció 5,6% en 1997 y sólo 2,1% en 1998. Los países con mayor caída fueron (en su orden) Venezuela, Brasil, Ecuador y Colombia y, con excepción de Perú y México⁶, la situación se siguió deteriorando en 1999; se estima una contracción promedio del producto regional de - 0,1% en este último año (Gráfico 1).

La desaceleración del PIB estuvo determinada por una fuerte contracción de la demanda interna la cual, después de registrar crecimientos positivos en todos los países en 1997, pasó a variaciones bajas y/o negativas en 1998.

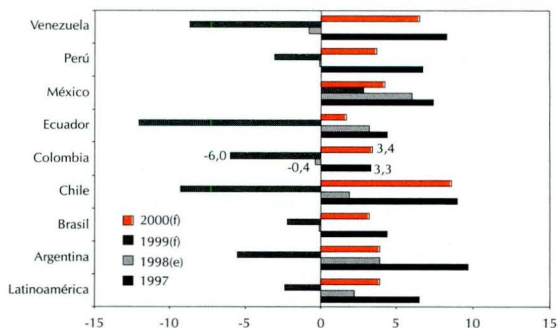
Pero la caída más intensa (con excepción de México), se presentó en 1999, afectando principalmente a países como Ecuador, Chile, Venezuela y Colom-

bia. Aunque el consumo decreció 1,8% en América Latina en 1999, la principal causa de la menor demanda interna fue la reducción de la inversión (4,4%). Se destaca el caso colombiano con una caída de 14%, tres veces superior al promedio de la región (Gráfico 9).

La fuerte recesión de todas las economías de la región en 1998 determinó en parte una reducción sustancial de las importaciones. Las mayores caídas en 1998 se presentaron en Brasil (-6,2%), Chile (-4,5%), Perú (-4,1%) y Colombia (-3,5%), mientras que Argentina, México, Ecuador y Venezuela, mantuvieron ritmos positivos. Los pronósticos para 1999 muestran una caída aún más profunda, como resultado del menor crecimiento de la economía (Argentina, Ecuador, Venezuela y Colombia) o de las fuertes devaluaciones de la tasa de cambio (Brasil y Ecuador principalmente).

Sin embargo, las exportaciones cayeron aún más que las importaciones (ver la sección anterior), con un deterioro de la balanza comercial que, sumado a los mayores egresos por servicio de la deuda, condujo a un empeoramiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Gráfico 9. DEMANDA INTERNA
(Variación % anual)



Fuente: JP Morgan.

⁶ Aunque también se prevé una tasa de crecimiento inferior a la de 1998, se estima un aumento positivo en 3%.

Para el conjunto de países escogidos en la muestra se observa un claro deterioro en la balanza comercial (aún con balance positivo) entre 1995 y 1997, agudizado por la crisis asiática en 1998. La balanza comercial conjunta fue de 2,52% del PIB en 1996, cayó a 0,85% en 1997 y luego se tornó deficitaria en 1998 (-1,83%). Todas las economías de la muestra, excepto Venezuela, tuvieron balanzas comerciales negativas en el período posterior a 1998, siendo Chile, Ecuador, y México los casos más dramáticos.

Los efectos negativos del deterioro de la balanza comercial y de la cuenta de servicios fueron contundentes en 1998: el déficit de cuenta corriente promedio en la región pasó de 3,4% del PIB en 1997 a 4,6% en 1998. Los peores desempeños se observaron en Ecuador, Perú, Chile y Colombia.

De otra parte, en los países altamente endeudados, el deterioro de la cuenta de servicios contribuyó enormemente en el déficit de la cuenta corriente. En Ecuador, por ejemplo, cuyo nivel de deuda externa era de 83% del PIB en 1998, el déficit en la cuenta corriente en el mismo año fue 10,2%. En Perú, cuyo déficit comercial era apenas de -0,2% del PIB en 1998, la deuda ascendía a casi 50% del PIB, y por ello se registró un elevado déficit en la cuenta corriente en 1998 de 6,2% (Gráfico 3).

Los requerimientos de financiación ocasionados por los desequilibrios iniciales condujeron a un aumento de la deuda externa, que pasó de 35% del PIB en 1997 a 37% en 1998, y que posiblemente llegará a 45% en 1999⁷. Como es evidente, con excepción de Chile, los aumentos más fuertes se presentaron en los países con mayores desequilibrios macroeconómicos y, por los tanto, con grandes re-

querimientos de recursos externos (Brasil, Colombia y Ecuador) (Gráfico 10).

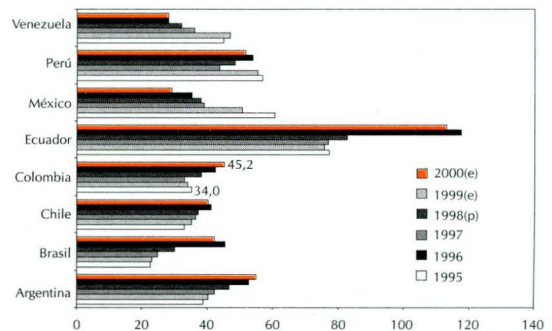
En síntesis, América Latina presenció uno de los episodios más difíciles de su historia económica reciente, con consecuencias nefastas. El desempleo creció en todos los países, salvo en Argentina (que ya tenía niveles muy altos), y en Colombia, país con mayor crecimiento del desempleo, éste alcanzó la escandalosa cifra de 20% en 1999, seguido por Ecuador (17%) y Chile (11%) (Gráfico 11).

Sólo en materia de inflación logró la región resultados favorables, debido más a la contracción de la demanda interna que a una política explícita antinflacionaria. Venezuela y Ecuador mantuvieron niveles de inflación cercanos a 50% de todas formas (Gráfico 12).

V. LA POLÍTICA ECONÓMICA Y LA RECUPERACIÓN

La crisis en los países latinoamericanos fue generalizada, pero con matices. Fue más fuerte en los países más desajustados al inicio del choque, y en los que la crisis externa golpeó más duro. La profun-

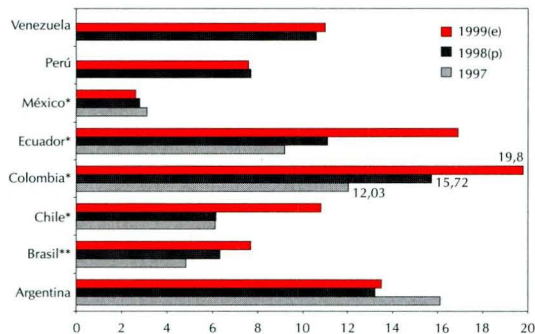
Gráfico 10. DEUDA EXTERNA
(Como % del PIB)



Fuente: Salomon Smith y JP Morgan.

⁷ Según proyecciones de JPMorgan.

Gráfico 11. TASA DE DESEMPLEO (Porcentaje)



* Cifras a junio.

** Cifras a mayo.

Fuente: Dane, FMI y proyecciones de Fedesarrollo.

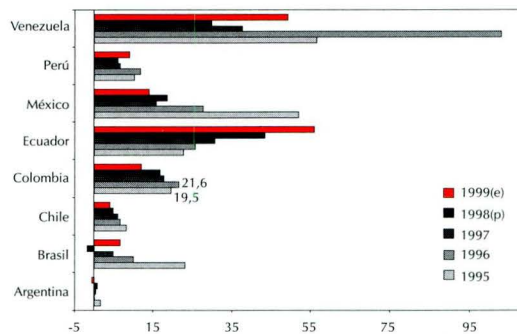
idad y duración de la crisis también guardan relación con la política económica adoptada frente al choque externo. Por supuesto, todas las variables anteriores han modificado la percepción de los inversionistas internacionales y ello conlleva beneficios - costos futuros adicionales. Dentro de los elementos de política relevantes se consideran en esta sección el manejo cambiario y fiscal, y el comportamiento de la tasa de interés.

A. El Manejo cambiario y las bandas

Los diferentes choques externos iniciados desde mediados de 1997 presionaron los mercados cambiarios de los diferentes países y produjeron, sin excepción, devaluaciones nominales y reales sustanciales. La devaluación real tuvo que ver también con el comportamiento del gasto y de los precios en las distintas economías. La variación de la tasa de cambio influyó, a su vez, sobre el comportamiento de las tasas de interés y de las reservas internacionales.

La tendencia a la devaluación nominal fue contundente y generalizada desde mediados de 1997,

Gráfico 12. EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN (Porcentaje)



(e) esperado.

(p) preliminar.

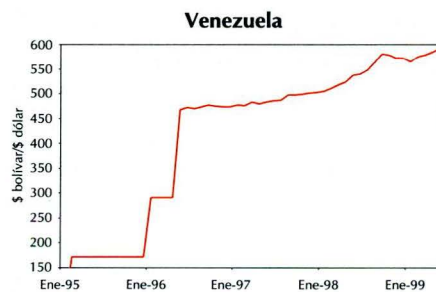
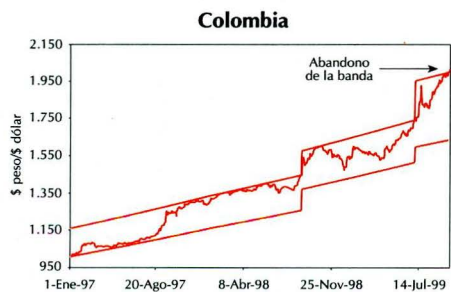
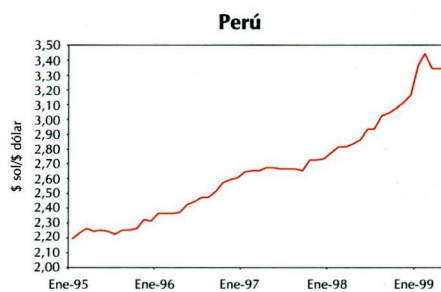
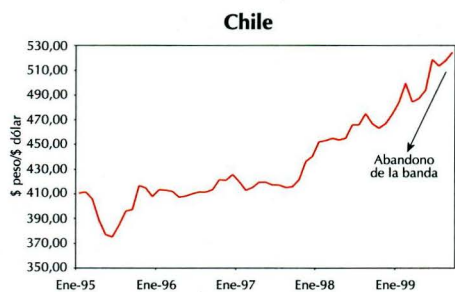
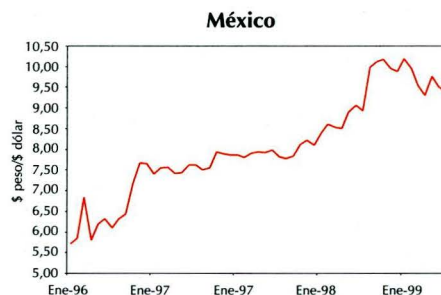
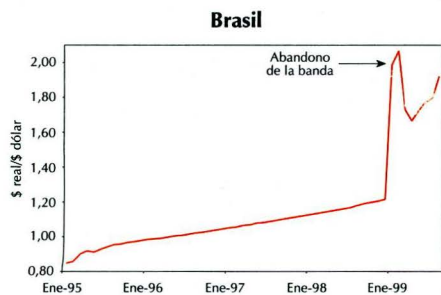
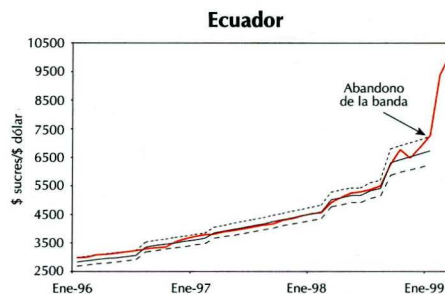
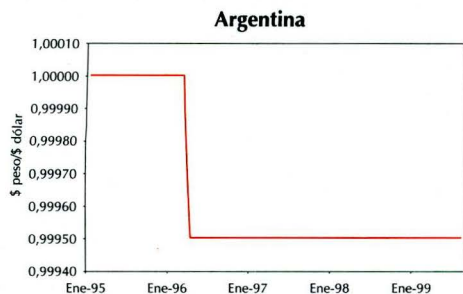
Fuente: Dane, Salomon Smith Barney.

principalmente en países como Colombia, Perú, Chile y México, y en menor medida Venezuela. Colombia devaluó cerca de 77% entre agosto de 1997 y septiembre de 1999 (27% correspondieron al período abril-septiembre de 1999); Chile, Perú y Venezuela cerca de 25%; y México 20%. Otros países como Brasil y Ecuador devaluaron más tarde (coincidiendo con el abandono de la banda cambiaria), con aumentos cercanos a 60% desde enero de 1999 para Brasil y de 50% desde febrero del mismo año para Ecuador; la devaluación nominal acumulada desde agosto de 1997 ha sido superior a 110% en ese último país (Gráfico 13).

Las devaluaciones fueron más moderadas y graduales en países con tipo de cambio flexible como México y Perú, y las reservas internacionales siguieron creciendo después de la crisis internacional. Igual sucedió en el caso de Argentina, cuyo tipo de cambio es fijo.

Por el contrario, las naciones con régimen de banda cambiaria (Chile, Colombia, Ecuador, Venezuela y Brasil), no sólo tuvieron fuertes sobresaltos en el mercado, sino que su defensa se tradujo en una

Gráfico 13. TASA DE CAMBIO NOMINAL (1995 - 1999)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

significativa reducción de las reservas internacionales. La tendencia se detuvo con el abandono de la banda en todos ellos (se exceptúa Venezuela que aún mantiene el régimen (Gráfico 14).

La defensa de la banda también afectó negativamente las tasas de interés, las cuales pasaron en Brasil de 15% en septiembre de 1997 a 36% en octubre de 1998, el nivel máximo alcanzado antes de "soltar" la banda en enero de 1999. La tasa de interés se disparó al eliminar la banda, pero regresó a los niveles previos en abril.

El caso de Colombia fue igualmente dramático: las tasas de interés reales aumentaron de forma drástica desde septiembre de 1997, pasando de 4% a casi 20% en diciembre de 1998. Sólo volvieron a caer a partir de enero de 1999, debido a las medidas adoptadas por el Banco Central en medio de una relativa calma del mercado cambiario en los primeros meses del año.

En Ecuador las tasas de interés reales sufrieron un alza importante desde -6% en julio de 1997 hasta 16% en febrero de 1999. Volvieron a caer tras el abandono de la banda, y en mayo pasado se encontraban en niveles cercanos a 0%. El caso de Chile fue similar: el incremento se inició en julio de 1997 (6%), alcanzando niveles de 21% en octubre de 1998; la tasa sólo volvió a caer en el mes de abril cuando el país abandonó la banda cambiaria (Gráfico 15). Evidentemente, la defensa de los esquemas de banda cambiaria se tradujo en fuertes incrementos de las tasas de interés en Ecuador, Colombia, Brasil y Venezuela, con impactos muy negativos para las economías.

Ni en Argentina ni en México se elevaron las tasas de interés durante el período, indicando que éstas no sólo dependen del régimen cambiario totalmente opuesto en los dos países, con libre flotación en

México, y con convertibilidad cambiaria en Argentina. Las tasas de interés cayeron en Perú durante el primer año de la crisis pero tuvieron un incremento sustancial posteriormente.

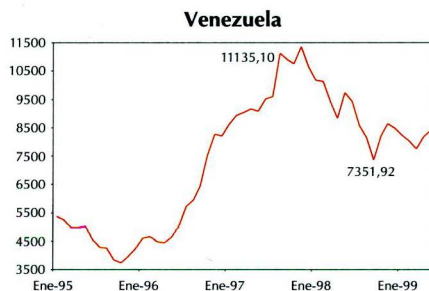
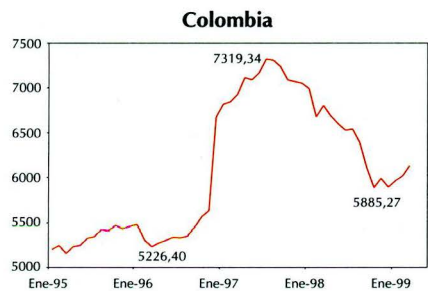
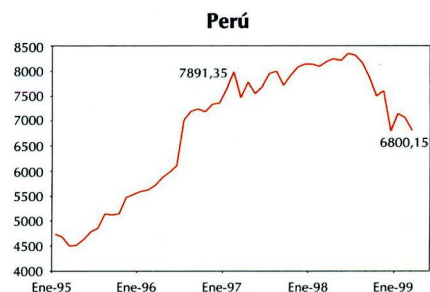
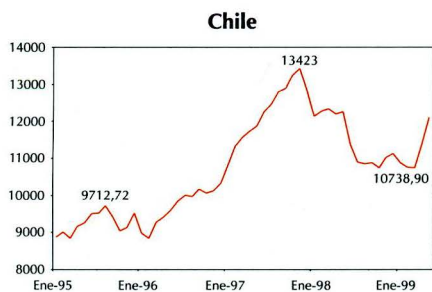
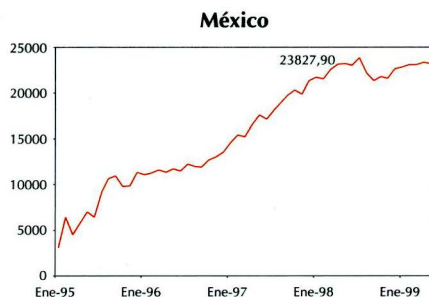
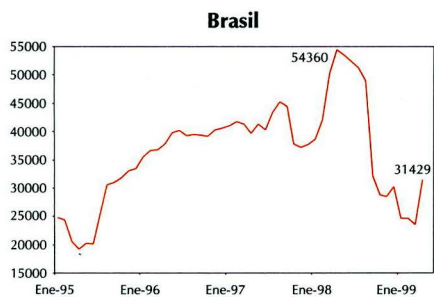
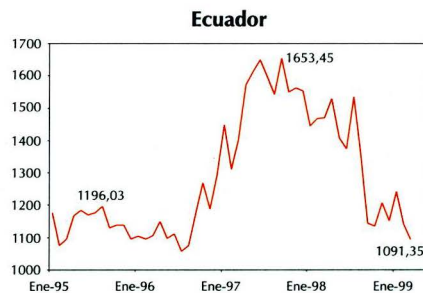
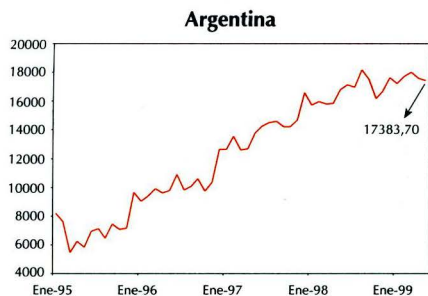
B. Balance fiscal

El segundo elemento relevante fue la política fiscal, pues la persistencia del déficit, e incluso su profundización en 1998, fue otro de los factores que presionó al alza las tasas de interés, aumentó los requerimientos de recursos externos e impidió la mayor devaluación real de la tasa de cambio. Los países altamente deficitarios como Colombia, Ecuador, Brasil y Venezuela no ajustaron sus finanzas públicas; por el contrario, el déficit en 1998 y 1999 fue aún más elevado que el registrado antes de la crisis internacional.

Los cuatro países mencionados orientaron sus políticas a defender un régimen cambiario obsoleto e inconveniente, retardaron el ajuste fiscal, y sufrieron un deterioro en las calificaciones de riesgo de su deuda. Colombia padeció una reducción en la calificación desde grado de inversión a grado de especulación. Todo ello alimentó la crisis doméstica. En los demás países, y en especial en aquellos que no tuvieron problemas en el frente fiscal, las calificadoras internacionales de riesgo mantuvieron la calificación o incluso la mejoraron como en el caso de México (Cuadro 2).

Los *spreads* eran similares para todos los países en 1998, pero su dispersión aumentó después de la crisis del Brasil, con una percepción de riesgo más elevada hoy para Brasil, Venezuela y Colombia; con niveles similares a los de México e inferiores a los de Argentina hace unos años, los *spreads* para Colombia superan hoy los de los otros países, y los niveles que estuvieron vigentes a mediados de 1997 (Gráfico 16).

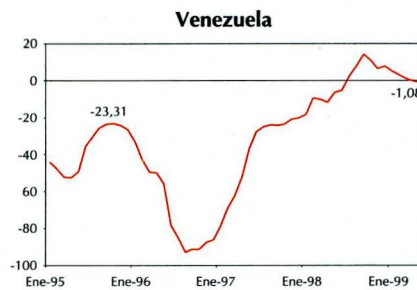
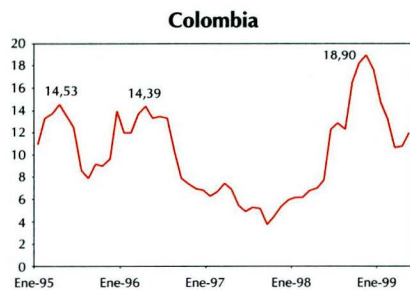
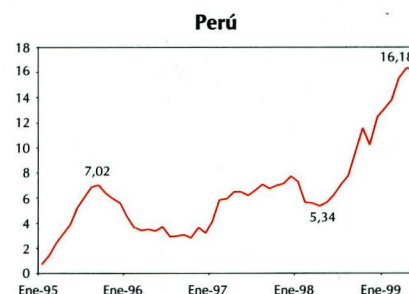
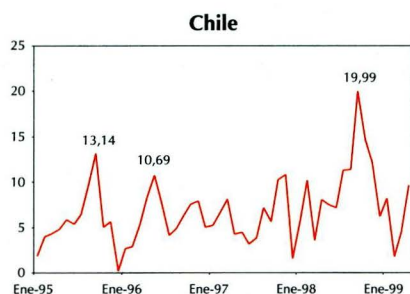
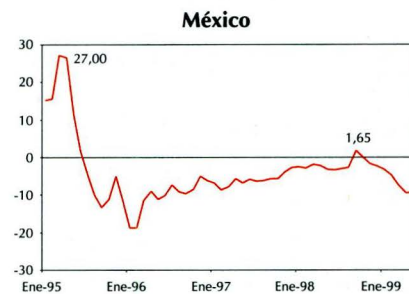
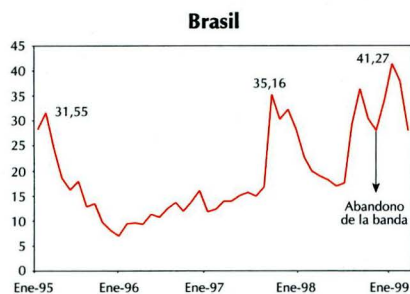
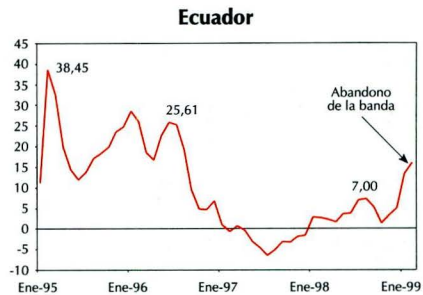
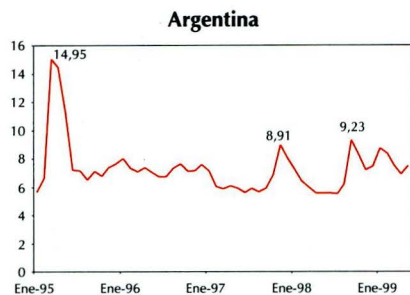
Gráfico 14. RESERVAS INTERNACIONALES^a
(Millones de DEG)



^a Excluye oro.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico 15. TASA DE INTERÉS REAL
(Depósitos a 90 días % anual)



Fuente: Fondo Internacional Monetario.

Gráfico 16. SPREAD ENTRE BONOS DE DEUDA Y BONOS DEL TESORO ESTADOUNIDENSE A 30 AÑOS (Puntos básicos)



Fuente: Anif.

Cuadro 2. CALIFICACIÓN DE DEUDA SOBERANA DE LARGO PLAZO (En moneda extranjera)

Fecha	Argentina		Brasil		Colombia		México		Venezuela		Chile	Perú
	Moody's	S&P	Moody's	S&P	Moody's	S&P	Moody's	S&P	Moody's	S&P	S&P	S&P
Octubre 1997	Ba3	BB	B1	BB-	Baa3	BBB-	Ba2	BB	Ba2	B+	-	-
Diciembre 1998	Ba3	BB	B2	BB-	Baa3	BBB-	Ba2	BB	B2	B+	-	-
Abril 1999	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	A-	BB
Septiembre 1999	Ba3 ^a	BB	B2	B+	Ba2	BB+	Ba1	BB	B1	B+	A-	BB

^a Downgrade posible.

Fuente: Banco Central de Venezuela, Moody's y Standard and Poor's.

VI. PERSPECTIVAS PARA LA REGIÓN

Las perspectivas son relativamente alentadoras. Después de la profunda crisis de 1998 y 1999, se proyecta un crecimiento del PIB para la región de 3,7% en el 2000. Se estima un aumento real de la demanda interna de 3,9%, impulsado principalmente por el crecimiento cercano al 7,9% en la inversión. La recuperación será liderada por Chile, Brasil, México y Perú, aun cuando también se prevé una rápida recuperación para Argentina, Venezuela y Colombia. El crecimiento de Ecuador será posiblemente negativo (aunque pequeño).

Se espera que la situación en materia de exportaciones para América Latina mejore durante 1999, y especialmente en el año 2000 con excepción de Argentina⁸, cuya recuperación será mucho más lenta que la de los demás países. La recuperación de las exportaciones obedece a las políticas cambiarias adoptadas por los países, y a la posible recuperación de los precios internacionales de bienes primarios.

Para Ecuador, México y Venezuela, exportadores de petróleo y níquel, se espera una mejoría más rápida. En cambio, los exportadores de café aún enfrentan una situación difícil pues los precios continuarán relativamente deprimidos. Por último, es de esperar que las exportaciones chilenas enfrenten un crecimiento más lento que el promedio, en parte porque la recuperación del precio del cobre ha sido muy tímida.

Después de presentarse valores altamente negativos en la balanza comercial en todos los países (con excepción de Venezuela) se espera para este año y

para el 2000 un superávit en cuatro de los ocho países de la muestra, entre los cuales se destacan los superávits comerciales de Brasil y Ecuador. No obstante, las proyecciones para la cuenta corriente muestran aún déficits importantes (3,5% del PIB en promedio para la región), con un incremento alto para las importaciones y un déficit sustancial en la cuenta de servicios.

Se espera, finalmente, que las economías ajusten sus finanzas públicas, en particular en Brasil, Ecuador y Venezuela. Se estima que el ajuste fiscal en Colombia también se iniciará en el año 2000, pero será más gradual.

VII. CONCLUSIONES

La reciente crisis internacional afectó severamente a América Latina, con diferencias importantes entre países. El impacto dependió de los desajustes iniciales, de la magnitud del choque externo y de la capacidad de los países para aplicar políticas económicas correctivas.

La crisis internacional llegó a la región en momentos de grandes desequilibrios macroeconómicos (fiscales y en la cuenta corriente) y con monedas revaluadas, lo cual agudizó la crisis doméstica. Colombia, Brasil y Ecuador tenían los desequilibrios más profundos y sufrieron más que el promedio. Colombia enfrentó el choque externo con el peor indicador en el frente fiscal y el segundo más negativo en la cuenta corriente.

El choque externo se manifestó principalmente a través de una reducción del volumen de comercio, de una caída de los términos de intercambio y de una restricción y encarecimiento de los flujos de capital. El efecto más severo sobre las exportaciones y sobre la balanza comercial, se registró en aquellos países que presenciaron reducciones drásticas en los términos de intercambio, que tienen una estruc-

⁸ También Colombia, pero el pronóstico fue realizado antes de las devaluaciones cambiarias recientes.

tura exportadora con una alta participación del mercado asiático y que experimentaban un fuerte rezago cambiario. Este es el caso de Perú, Chile, Venezuela y Ecuador, donde la combinación de los tres elementos condujo a fuertes caídas en las exportaciones. El efecto combinado (real y financiero) fue especialmente fuerte en estos países.

Los choques externos de 1997 y 1998, no fueron la principal razón que explica las fuertes recesiones. Más bien, fueron determinantes los desequilibrios iniciales y las políticas económicas internas adoptadas para enfrentar la crisis.

Colombia constituye un caso especialmente desafortunado. El choque externo fue relativamente "suave" en comparación con el que sufrieron otros países de la región, pero el gran desajuste inicial y una política económica inapropiada exacerbaron la recesión. Por supuesto, los desequilibrios iniciales fueron creados por políticas erróneas aplicadas los años anteriores.

Las exportaciones colombianas crecieron más que en los demás países, el deterioro de la cuenta de

capitales fue mucho mayor en Chile y Perú (a pesar de la dramática caída de la inversión extranjera hacia Colombia en 1998 y 1999), y el crecimiento en los *spreads* fue muy superior para Brasil y Argentina.

Pero el "descuaderne" inicial de Colombia fue el mayor en la región, junto con Brasil y Ecuador. También fue especialmente inconveniente la política económica al demorarse innecesariamente en reducir los gastos fiscales "improductivos", al recortarse la inversión pública, y al mantener una banda cambiaria obsoleta. Elevar abruptamente las tasas de interés para defender la banda constituyó un error inconcebible.

Los países que enfrentaron una desaceleración más fuerte de la economía en 1998 fueron (en su orden) Venezuela, Brasil, Ecuador y Colombia; y en 1999 Venezuela, Ecuador, Argentina y Colombia. Por ello se justifica la insistencia de Fedesarrollo en el nefasto impacto de regímenes cambiarios inadecuados. Los pronósticos sobre el desempeño de la economía colombiana se han deteriorando aceleradamente durante 1999, al mismo tiempo que mejoran los pronósticos para la región.