



## **EL IMPACTO DE LA CRISIS ASIÁTICA EN EL CONO SUR LATINOAMERICANO**

**Ruben Tansini**

Departamento de Economía  
Universidad de la República  
Montevideo  
Uruguay

y

**Mario Zejan**

European Institute of Japanese Studies  
Stockholm School of Economics  
Estocolmo  
Suecia

**Diciembre de 1998**

Ruben Tansini  
Departamento d Economía  
Universidad de la República  
Montevideo  
Uruguay  
Tel: +598-2-401 7707  
Fax: +598-2-408 1917  
Mail: ruben@decon.edu.uy

Mario Zejan  
European Institute of Japanese Studies  
Stockholm School of Economics  
Estocolmo  
Suecia  
Tel: +46-8-736 9367  
Fax: +46-8-31 30 17  
Mail: JAPMZ@HHS.SE

## *Abstract*

La crisis del sudeste asiático y la recesión en Japón parecieran tener un efecto directo relativamente acotado en los flujos de comercio agregados del Cono Sur, sin embargo parece ser significativo el impacto de la turbulencia en los mercados de capitales. Chile y Brasil confrontan esta situación con déficits de balanza de cuenta corriente difíciles de sostener, sin recurrir a políticas de cambio más activas, con tasas de devaluación más aceleradas, acompañadas con políticas fiscales y monetaria contractivas para evitar repuntes inflacionarios. Por su parte, la economía argentina evidencia, una vez más, su capacidad de mantener la convertibilidad del peso aún en situaciones de fuerte recesión, cuya profundidad dependerá de dos factores: las posibilidades de acceso a capitales internacionales, y de la evolución del plan de estabilización brasileño.

# **EL IMPACTO DE LA CRISIS ASIÁTICA EN EL CONO SUR LATINOAMERICANO**

## **I. INTRODUCCIÓN**

Desde mediados del presente siglo hasta la década de 1990 los intentos integracionistas en América Latina han sido variados, pero casi en su totalidad, signados por el fracaso. El marco de esas propuestas lo daba una visión autárquica de las economías, o como se acostumbró denominar, de sustitución de importaciones. Esta filosofía se transmitía consecuentemente a los intentos de integración económica, que procuraban ampliar los mercados internos, manteniendo la protección y el aislamiento frente al mercado mundial. Esos intentos contribuyeron a consolidar una América Latina con poca inserción internacional y reducidos niveles de comercio bilateral, lo que comienza a cambiar en la década del ochenta luego de la crisis de la deuda.

Esta nueva etapa en América Latina se caracterizó por procesos de apertura unilateral del comercio exterior, en un contexto donde se priorizó la obtención de equilibrios macroeconómicos, como respuesta a la crisis de la deuda y para combatir la inflación. El crecimiento económico de los países desarrollados y la recuperación de la liquidez internacional contribuyeron a generar las condiciones para el proceso de dinamismo económico que hoy registran las economías latinoamericanas. El análisis del comportamiento de los flujos de capital a nivel internacional en la última década evidencia un importante incremento de los mismos hacia países en desarrollo. En particular, las inversiones extranjeras directas a esos países pasó de representar el 15% en 1990 al 38% en 1996, según datos de CEPAL (1998). Los países asiáticos incrementaron su participación de 10% en 1990 a 24% en 1996, mientras que América Latina aumentó su participación de 4% en 1990 a 12% en 1996. En dólares corrientes los flujos de capital a América Latina se quintuplicaron entre 1990 y 1996.

Este nuevo contexto regional y mundial dieron marco al surgimiento de renovados intentos integracionistas, pero esta vez cimentados en las experiencias de apertura unilateral de los países y de priorización de los equilibrios macroeconómicos internos, lo que conduce a una inserción más decidida de América Latina en el mercado internacional, al mismo tiempo que se constata una expansión de los mercados intrarregionales. Ello resulta en la existencia de dos uniones aduaneras y nueve acuerdos de libre comercio entre los países integrantes de ALADI (Asociación Latinoamericana de Integración).

La situación de la economía mundial con la crisis de los países asiáticos ha generado un ambiente de inestabilidad e incertidumbre, en particular respecto a las corrientes de comercio e inversión internacional, palancas de dinamismo para las economías latinoamericanas. Sin embargo, esta nueva situación llega en un momento en que los países latinoamericanos tienen un mayor control de sus equilibrios macroeconómicos y una situación de endeudamiento muy distinta a la de principios de la década del 80, mientras que los países desarrollados se encuentran lejos del estancamiento económico.

En la presente década, a diferencia de las experiencias anteriores, los procesos de integración que siguieron los países latinoamericanos, pueden contribuir a amortiguar los impactos de la crisis del sudeste asiático, en tanto se sigan priorizando la consecución de los equilibrios macroeconómicos y la ampliación de la apertura comercial. El impacto de la crisis del sudeste asiático se trasmite a la región por los canales comerciales y financieros, afectando de forma distinta a sus actores y generando respuestas políticas en el área monetaria, financiera y comercial. A principios del segundo semestre de 1998 existía un moderado optimismo ante la reacción de los gobiernos y la solidez de las economías latinoamericanas, en tanto que los ataques a algunas monedas, así como la caída de las bolsas parecían estar bajo control. Los niveles de tasas de interés y la afluencia de recursos externos parecen estar retornando ya a la situación previa a la crisis, con excepción de las dudas que aún genera la economía brasileña. Aún así, las medidas implementadas para confrontar la crisis, y el nuevo contexto internacional con escasez de capital afectan significativamente las perspectivas de crecimiento de la región.

En la siguiente sección discutimos los alcances logrados por el proceso de integración comercial en el Cono Sur latinoamericano, así como también la evolución de los flujos intrarregionales y con el resto del mundo. La sección tres analiza el carácter de las políticas de ajuste que Chile, Argentina y Brasil deben implementar al verse sus economías confrontadas con la crisis asiática y la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. La sección 4 presenta brevemente algunas conclusiones.

## **II. INTEGRACIÓN ECONÓMICA EN EL CONO SUR**

El proceso integracionista del Mercosur se evidencia como una de las experiencias más dinámicas de la década, lo que se constata en el comportamiento de sus indicadores más relevantes. El Mercosur define como objetivo la conformación de un mercado común entre Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, aunque su funcionamiento actual es asimilable a lo que se ha denominado una Unión Aduanera Imperfecta. Estos cuatro países incluyen 200 millones de habitantes y representan casi el 60% del PBI Latinoamericano y el 28% de sus exportaciones. El instrumento central del proceso de integración lo constituyó el Programa de Liberalización Comercial consistente en rebajas arancelarias progresivas, lineales y automáticas, acompañado de reducciones de las restricciones no-arancelarias, que condujo a que en diciembre de 1994 se alcanzara el arancel cero y la conformación del arancel externo común que oscila entre 0 y 20%. En este proceso existieron una serie de excepciones por diferentes períodos, referidos tanto a los aranceles intrazona como al arancel externo común, que tomaron en cuenta los tamaños relativos de los países. Se establecieron también regímenes especiales en algunas áreas o sectores específicos debido a su sensibilidad, como por ejemplo automotrices, azúcar, bienes de capital y computación.

El PBI real del Mercosur se expandió entre 1990 y 1997 a una tasa anual de 2,8%, que si bien se ubica por debajo del conjunto de los países latinoamericanos, duplica la registrada por los países de la unión aduanera en la década de los ochenta. (Cuadro 1) Esta tasa de

crecimiento condujo a que en 1997 el PBI a precios constantes de 1990 fuera superior en 26% al correspondiente a 1991, cuando se firmo el acuerdo de Asunción que dio origen al proceso de integración económica. Si se incluyen Chile y Bolivia, países en situación de asociación especial al Mercosur, ese incremento asciende a casi 28%, principalmente debido a la contribución del primero, que en 1997 superaba en casi 62% el PBI real registrado en 1991. Este proceso permitió que el Mercosur retomara una tasa de crecimiento del PBI por habitante de 1,6% promedio anual en la década del 90, revirtiendo la situación de la década previa en que decreció al 0,5% anual (Cuadro 2). Si se considera el PBI en dólares corrientes del Mercosur, este se incrementó en 1997 en 42% respecto al de 1991, oscilando entre el 33% en el caso de Brasil y 99% en el de Uruguay, mientras el conjunto de América Latina registraba un incremento de 46% en igual período.

Si bien las exportaciones en dólares corrientes del Mercosur se incrementaron en 79% entre 1991-1997, las de América Latina lo hicieron más aceleradamente (104%) por lo que se redujo su participación de 32% a 28% en el período. Dentro del Mercosur el incremento mayor lo evidencia Argentina, en cuyo caso las exportaciones totales se expandieron 112%, respecto a 1991.

Durante el período 1991- 1997 se registra un significativo incremento de la importancia de los países del Mercosur como destino de las exportaciones de sus integrantes. Efectivamente, a ese mercado se destinaba el 24% de las exportaciones totales en 1997, en tanto en 1991 se reducía al 11% (Cuadro 3). Es de notar que es Brasil quien incrementa más significativamente esa participación, pasando del 7% de sus exportaciones totales a 17%, seguido por Argentina que las eleva de 16% a 35%. Si bien en los restantes dos países también se constatan incrementos, esa participación ya era importante en 1991.

Por su parte, las exportaciones intra-Mercosur en dólares corrientes casi se cuadruplican en el período, mientras las destinadas al resto del mundo se incrementan en más del 50%. Como se observa, en el cuadro 4, todos los países aumentaron más aceleradamente sus exportaciones al interior del Mercosur que al Resto del Mundo.

Las exportaciones Mercosur-Comunidad Andina se incrementaron en 26% en 1997 y hubo una importante expansión del comercio Mercosur-Chile, debido principalmente al incremento de las ventas de Brasil a Chile y por la expansión del flujo comercial argentino-chileno.

Respecto al origen de las importaciones, como se observa en la tabla 5, a pesar del importante crecimiento de las exportaciones intraregionales, las originadas en los países del acuerdo regional sólo representan el 21% de las importaciones agregadas que en 1997 realizaban sus integrantes. En particular, es de notar que los dos países de mayor tamaño del acuerdo regional en conjunto destinaban menos del 20% de sus exportaciones agregadas a sus socios del acuerdo.

Las importaciones originadas en el Mercosur se cuadruplicaron en el período, liderados por Brasil y Argentina, con incrementos entre 1991 y 1997 de 344% y 329% respectivamente, seguidos por Paraguay con 195% y Uruguay con 140% (Cuadro 6). Las importaciones de fuera de la región también expandieron, aunque a una tasa menor, si bien en 1997 eran 187% superiores a las que realizaba la región en 1991. Dado que las importaciones de los integrantes del acuerdo regional aumentaron más aceleradamente que las exportaciones, esto condujo al incremento de saldo negativo de la balanza comercial de los países del acuerdo.

Si bien el proceso de integración en el Cono Sur latinoamericano condujo a un aumento substancial del comercio intrarregional, el mismo es aún moderado al comparárselo con otros acuerdos de libre comercio o uniones aduaneras. Por ejemplo en el NAFTA (North American Free Trade Agreement) el comercio intrazona alcanza al 46% mientras que en la Unión Europea constituye el 64%. Por ello se podría concluir que la interdependencia comercial en el Mercosur es aún, en términos relativos, bastante baja.

Una de las preocupaciones existentes respecto a los procesos de integración se refieren a si la conformación de estos bloques conducen a la creación o al desvío de comercio internacional, aceptándose que este último efecto tiene un impacto negativo sobre el bienestar. Distintos trabajos recientes referidos a países del Mercosur evidencian que el efecto prevaleciente es de creación de comercio, si bien en algunos sectores ha existido desviación de comercio, pero de escasa significación.

Una forma de evaluar esos efectos es la comparación de la evolución del intercambio dentro del bloque con el que se registra entre la región y el resto del mundo. Se presume que los acuerdos tarifarios conducen al desvío de comercio cuando la expansión del comercio intrazona se da a expensas del extrazona. Las informaciones reseñadas en las tablas anteriores darían escasos argumentos en favor de la existencia de desvío del comercio, dado que los flujos extrazona se han expandido también.

Si bien las economías del sudeste asiático representan una importante proporción del producto mundial y responden por más de la cuarta parte de los flujos comerciales internacionales, las vinculaciones comerciales con América Latina son de baja relevancia, con la excepción de Chile y Perú y, dentro del Mercosur, Brasil y Argentina. Las exportaciones de América Latina hacia el sudeste asiático representaron el 8% en tanto las importaciones significaban el 14%, concentrándose la mayoría de estos flujos en Japón, 43% y 46%, respectivamente. Los flujos comerciales con los países de la costa del Pacífico Asiático eran importantes para Chile, representando el 32% de sus exportaciones y el 15% de sus importaciones en 1997, así como para Brasil en el que significaban el 14,5% e 15% respectivamente, mientras que en el caso argentino el 11% de las exportaciones y el 12,7% de las importaciones provenían o tenía ese destino.

Al parecer la crisis financiera originada en algunos países del sudeste asiático tuvo escasa repercusiones en el comercio latinoamericano de 1997. En el primer semestre de 1998 el impacto sólo se registra en el comercio de América Latina con el sudeste asiático, sin

secuelas significativas en el comercio latinoamericano con otras regiones. En ese período las exportaciones brasileñas al sudeste y este de Asia se redujeron en casi 30% y las importaciones en 15%. Argentina no sufrió cambios drásticos en sus exportaciones a esa región pero vio sus importaciones de ese origen incrementarse en 42% en relación con igual período de 1997.

### **III. LA CRISIS ASIÁTICA Y EL AJUSTE EN EL CONO SUR**

Como consecuencia de la crisis financiera internacional que comenzó en el sudeste asiático a mediados de 1997 y se agudizó con la cesación de pagos de Rusia a mediados de 1998, los países del Mercosur se han visto confrontados con dificultades para acceder a capitales externos, lo que está ya obligando a implementar políticas de ajuste. La región enfrenta esta nueva situación con un sinnúmero de experiencias valiosas acumuladas a partir de la crisis de la deuda en 1982 en áreas tales como el diseño de políticas de estabilización y ajuste. El propósito de esta sección es analizar la situación presente de tres países -- Chile, Argentina y Brasil -- a la luz del proceso de aprendizaje en políticas macroeconómicas recorrido en los últimos años. Esto nos permitirá entender mejor cuáles son los objetivos planteados en esta fase y cuál la selección de los instrumentos de política a ser empleados para confrontar la caída de las transferencias reales del exterior que la crisis ha generado. Comenzaremos nuestro análisis con Chile, el país que a nuestro juicio cuenta hoy con una multiplicidad de instrumentos de política, para pasar luego a Argentina, en que la convertibilidad establecida entre la moneda argentina y el dólar americano restringe el marco de acción. Finalizamos con Brasil, donde la política de estabilización seguida a partir del lanzamiento del plan Real a mediados de 1994 ha tenido éxitos parciales y no ha resuelto el serio problema del déficit fiscal.

#### ***Chile***

La política económica de la dictadura militar establecida en 1973 condujo a una súbita apertura de la economía, tanto del comercio internacional como de los flujos de capitales, y al desmantelamiento de la capacidad de intervención del estado en la economía. Si bien se eliminó rápidamente el déficit fiscal, la drástica devaluación implementada llevó a que persistieran altos niveles de inflación en los años inmediatos posteriores al golpe militar. En 1978 se estableció el régimen comúnmente conocido como “*la tablita*”, también implementado en Argentina y Uruguay en esos mismos años y en México posteriormente, con el que la política cambiaria pasó a dirigir el esfuerzo estabilizador. En lugar de devaluar regularmente según la inflación pasada, la tasa de devaluación era determinada por las metas inflacionarias a alcanzar en el futuro e implícitas en el decreciente déficit fiscal programado. El anuncio y cumplimiento de una política cambiaria preanunciada demostraría a los agentes económicos la seriedad con la cual el gobierno procuraría alcanzar las metas de inflación. La política cambiaria no sólo tendería a moderar las expectativas inflacionarias sino que también generaría límites directos al aumento de precios de los bienes transables. Tasas de incremento de los precios de esos bienes mayores a la tasa de devaluación generarían una pérdida de competitividad y obligarían a reprimir las alzas de precios.

Si bien el atraso cambiario condujo a una desaceleración de la inflación, esto se logró a costa de un creciente déficit en la balanza comercial del país, financiado por el ingreso de capitales del exterior y promovido por los diferenciales de tasas de interés entre Chile y el resto del mundo. El sector bancario chileno, privatizado poco después del golpe militar y no sometido a una estricta supervisión y regulación, fue el actor principal de endeudamiento externo. El alza de las tasas de interés en EEUU a partir de 1981 puso fin a este experimento estabilizador al invertir la dirección de los flujos de capitales e imposibilitar el financiamiento del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. La pérdida de confianza en la capacidad del estado para mantener la política cambiaria condujo a la salida brusca de capitales y el derrumbe del experimento estabilizador. En 1982 Chile sufrió una caída del Producto Bruto Interno del 14%, el aumento de la tasa de desocupación abierta hasta alcanzar 20%, un 10% adicional de personas en medidas del mercado de trabajo, y la transformación de las deudas bancarias y empresariales con el exterior en una deuda externa pública de 120% del PIB y con un servicio equivalente al 46% de las exportaciones del país. El colapso del experimento obligó también a reinstaurar las restricciones al comercio exterior.

A la luz de la presente crisis en los países del sudeste asiático es interesante destacar que también en el caso de Chile el colapso cambiario ocurrió en circunstancias en las que el presupuesto público mostraba un superávit y que los elementos que coadyuvaron al colapso fueron la ausencia de restricciones al movimiento de capitales, inclusive los de corto plazo, y un sector bancario carente de experiencia y no sometido a supervisión.

Recién a mediados de la década de 1980 Chile logró restablecer un cierto equilibrio de la economía. La nueva estrategia se basó en promover una política orientada a la promoción y diversificación de la exportación con una política cambiaria dirigida a mantener la competitividad de los productos chilenos en el mercado internacional. La política cambiaria estableció la flotación controlada de la moneda dentro de una franja de fluctuación. La política de estabilización descansó desde entonces en una combinación de políticas fiscales y monetarias restrictivas, entre las que el mantenimiento de superávits en el presupuesto público fue crucial. Esta reorientación de la estrategia de crecimiento obtuvo logros inmediatos, tales como un superávit de la balanza comercial a partir de 1986, lo que permitió una reducción gradual pero rápida de las restricciones al comercio internacional y el establecimiento de una tarifa aduanera baja y única del 11%. Las autoridades implementaron también esquemas novedosos de “*debt-equity swaps*” para reducir el peso del endeudamiento externo.

Con el objetivo de evitar la volatilidad en los flujos de capitales se establecieron controles tendientes a promover el ingreso de capitales de largo plazo. Para ello 30% del capital que ingresaba debía ser depositado en el Banco Central durante un año sin percibir intereses, lo que constituía desde luego un impuesto. Se estableció también una supervisión y regulación estrictas de la actividad bancaria.



Pese a los controles al ingreso de capital, el restablecimiento de la estabilidad económica transformó a Chile en un mercado atractivo para la inversión extranjera, proceso que se profundizó con el retorno de la democracia en 1990. La economía chilena mostró durante los años 90 una tasa de crecimiento anual promedio de 8%. La tasa de inflación decreció a lo largo del período y las autoridades fijaron como objetivo de largo plazo una tasa de crecimiento de los precios similar a la de los países desarrollados de la OCDE.

El ingreso de capitales condujo a una apreciación real de la moneda. Si bien las autoridades buscaron neutralizar este proceso con esterilización, ésta llevó a un aumento de las tasas de interés en el mercado local, lo que a su vez promovió un mayor ingreso de capitales. En otras palabras, las posibilidades de esterilización eran limitadas y la apreciación de la moneda llevó a crecientes déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que fueron financiados por el ingreso de capitales del exterior. En 1996, en vísperas de la crisis asiática, el déficit de cuenta corriente superó el 6% del PIB.

La crisis asiática ha afectado a Chile de distintas formas. En primer lugar, la promoción y diversificación de exportaciones emprendida una década atrás llevó a que el Asia se transformara en el principal mercado para la exportación de productos chilenos. La fuerte contracción de las economías del sudeste asiático y la parálisis de la economía japonesa han conducido a una caída tanto de los volúmenes exportados como de los precios de importantes productos de exportación, como el cobre. En segundo lugar, la debacle de las monedas asiáticas ha acrecentado la presión de importaciones de bajo precio sobre la economía chilena. Finalmente, las turbulencias en los mercados internacionales de capitales dificultan y encarecen el acceso a capitales extranjeros necesarios para financiar el déficit de cuenta corriente (Le Fort, 1998).

De todas formas, Chile enfrenta esta crisis con una gran solvencia externa y dotado de un conjunto de instrumentos de política económica. La deuda externa chilena ha venido disminuyendo a lo largo de la última década y representa hoy 35% del PIB con 95% de los pasivos a mediano y largo plazo. Las reservas internacionales equivalen al 22% del PIB y superan con creces el déficit de cuenta corriente más los vencimientos de corto plazo de la deuda (Herrera, 1998).

El ajuste requerirá un aumento en la tasa de depreciación real del peso chileno, lo que se verá facilitado por un menor ingreso de capitales. De hecho, para paliar los efectos de esta reducción, Chile ha abolido recientemente los depósitos obligatorios sin intereses en el Banco Central. Las tendencias inflacionarias a las que una mayor tasa de depreciación de la moneda pudiera dar lugar serán parcialmente compensadas por la caída en los productos importados del Asia. El mantenimiento de una inflación baja será, de todas formas, el objetivo primordial de las políticas monetaria y fiscal. La economía ya está sufriendo los efectos del aumento en las tasas de interés y en julio pasado el gobierno anunció una disminución adicional del gasto público equivalente al 1% del PIB, para acrecentar el superávit fiscal. Es necesario tener en cuenta que lo que más ha costado a Chile en los últimos años en términos de metas macroeconómicas ha sido la reducción de

la inflación. Las autoridades harán todos los esfuerzos para no sacrificar los resultados ya alcanzados (Massad, 1998).

El ajuste necesario ante la crisis tenderá a disminuir las tasas de crecimiento de la economía. De hecho el Banco Central ya trabaja con tasas de crecimiento menores a las de los años inmediatos anteriores. La economía se beneficiará, de todas formas, de un alineamiento de la paridad real de su moneda más acorde con una política de promoción de exportaciones.

En los años previos inmediatos a la crisis presente, y gracias a los logros alcanzados en términos de crecimiento, ocupación y estabilidad económica, el debate económico en Chile pudo focalizarse en cuestiones de más largo plazo. Con bajas tasas de desocupación y alta utilización del capital, ya a comienzos de la década de los 90, el debate tendió a centrarse en temas tales como la necesidad de elevar las tasas de ahorro y de inversión en capital físico y humano y la incorporación de nuevas tecnologías para promover un aumento de la productividad. La principal consecuencia para Chile de la crisis asiática e internacional es que la agenda de temas económicos ha debido poner nuevamente el acento en temas de más corto plazo como son las políticas de ajuste y estabilización.

### Argentina

La economía argentina ha sufrido transformaciones drásticas en los últimos años. Tras décadas en las que el crecimiento se basó en un régimen de sustitución de importaciones y una fuerte intervención del estado en la esfera económica, el experimento neoliberal de mediados de los años 70 impuso una rápida apertura comercial y de movimientos de capitales. Al igual que en Chile, la política de estabilización descansó sobre un régimen de atraso cambiario que finalizó de la misma forma en un serio colapso en 1981, dejando como secuela un serio endeudamiento externo del país. El derrumbe de la moneda doméstica inauguró un largo período de alta inflación, alimentado por un déficit fiscal persistente y la obligación de cumplir con un alto servicio de deuda.

Argentina sufrió serios procesos de hiperinflación durante los años 80. El costo intolerable de la pérdida de valor de la moneda condujo en 1985 a la implementación del plan Austral, un programa heterodoxo en que se buscó reducir bruscamente el componente inercial de la inflación por medio de la eliminación de mecanismos de desindexación, del congelamiento de ingresos y precios claves, y de la introducción de una nueva moneda. La persistencia de un déficit fiscal en el presupuesto público y un así denominado déficit quasifiscal en las cuentas del Banco Central alimentado por la necesidad de compensar a los bancos por los altos encajes legales llevó al fracaso del plan. Los distintos intentos posteriores de estabilización se vieron seriamente afectados por la pérdida de credibilidad de las autoridades. En 1989 la inflación adquiere un ritmo acelerado y en julio de ese año el presidente Alfonsín se ve forzado a adelantar la fecha de paso del mando al presidente electo Carlos Menem en un marco de una inflación mensual de 197%.

Las medidas inmediatas del nuevo gobierno buscaron la reducción del déficit fiscal por medio de una combinación del aumento de impuestos, reducción del gasto público y reformas del sector público y las empresas del estado, en un clima de crisis aguda cuya expresión inmediata era una fuerte y constante depreciación de la moneda. A comienzos de 1990 el gobierno se vio obligado a tomar medidas drásticas para evitar un repunte hiperinflacionario, e implementa el llamado plan BONEX, que consistió en el canje compulsivo y súbito de los depósitos bancarios por bonos del estado denominados en dólares, lo que condujo a una reducción drástica de la masa de dinero.

Finalmente la estabilización de precios fue alcanzada en abril de 1991 con la promulgación de la ley de convertibilidad entre el peso argentino y el dólar americano en una paridad de uno a uno. Esta ley obliga a la autoridad monetaria a respaldar la moneda en circulación con reservas internacionales equivalentes y transforma al Banco Central esencialmente en una caja de conversión. La convertibilidad impone serios límites a la política monetaria, ya que la creación de dinero está en directa relación con el aumento de las reservas internacionales. La política fiscal también sufre importantes restricciones en lo que concierne a la magnitud del déficit fiscal, ya que el mismo no puede ser cubierto por créditos del Banco Central al gobierno.

La estabilización de precios mediante la ley de convertibilidad inauguró un período de crecimiento en la economía argentina. Entre 1991 y 1994 la tasa promedio de crecimiento del PIB alcanzó el 8% anual. La estabilidad permitió el retorno del crédito comercial y de vivienda y el aumento de la demanda de bienes durables reprimida hasta entonces por el alto grado de inestabilidad económica. Desde 1989 las autoridades emprendieron un amplio programa de privatización de empresas públicas y la liberalización del comercio internacional con el establecimiento de una estructura tarifaria sencilla, una fuerte reducción de los niveles de protección y la eliminación de diversos subsidios e impuestos a la exportación. Si bien el peso argentino ha sufrido desde entonces de una cierta sobrevaluación real, los déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos han sido financiados por el ingreso de capitales del exterior atraídos por el plan de privatizaciones. La caída del dólar en los mercados internacionales y la recuperación de la economía brasileña desde mediados de 1994 han tendido por otra parte a paliar los efectos de esta sobrevaluación.

La primera prueba de fuego de la convertibilidad argentina tuvo lugar a partir de la crisis mexicana de diciembre de 1994 y lo que se dio en llamar el efecto tequila de contagio sobre otras economías latinoamericanas. Sin lugar a dudas Argentina fue el país más afectado por la pérdida de confianza de los capitales internacionales sobre las perspectivas de inversión en la región. La fuerte salida de capitales que tuvo lugar en 1995 condujo a una seria reducción de la liquidez, el aumento de las tasas de interés y la pérdida de confianza en muchas instituciones bancarias que se vieron confrontadas con una importante caída de los depósitos.

El Banco Central de Argentina enfrentó la crisis de liquidez de 1995 con diversas medidas que, si bien se apartaban del comportamiento habitual de una caja de conversión

tradicional, respetaban los requerimientos de la ley de convertibilidad, en particular respecto a la relación entre masa de dinero y reservas internacionales. Las primeras medidas fueron la reducción de los requerimientos de reservas bancarias en el Banco Central y operaciones de contracompra, ambas con el objetivo de inyectar liquidez en el sistema. Posteriormente las autoridades concretaron acuerdos con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, que junto a los acuerdos ya existentes con el FMI permitieron la formación de dos fondos de fideicomiso (trust funds) cuyos recursos fueron utilizados principalmente para la reestructuración de bancos privados y públicos. Estas medidas condujeron a la fusión de 53 instituciones financieras entre diciembre de 1994 y julio de 1995. Finalmente se estableció un sistema de seguro limitado a los depósitos bancarios (Fernández, 1996).

La falta de flexibilidad de los precios y salarios llevó a que el grueso del ajuste ante el choque externo de 1995 tuviera lugar por medio de un ajuste de cantidades. La economía sufrió una contracción drástica, con una caída del PIB de 4,6%, y un fuerte aumento de la desocupación. Pasada la crisis, la flexibilización laboral ha pasado a ser un tema de gran importancia en la agenda de las reformas económicas pendientes ya que una mayor flexibilidad de precios y salarios permitiría confrontar nuevas situaciones de choques externos sin soportar la totalidad del ajuste en la forma de una caída de la producción y el empleo.

La crisis financiera internacional de mediados de 1998, y en particular la cesación de pagos de Rusia, causó serias dificultades de acceso al financiamiento externo y un gran aumento del costo del capital. La experiencia del efecto tequila permitió una rápida reacción de las autoridades argentinas, que contrataron fondos de contingencia en instituciones internacionales y bancos privados extranjeros. Al momento de redactar este trabajo esos fondos se encontraban a disposición a fin de paliar los efectos de una eventual salida de capitales con la consecuente reducción drástica de liquidez y aumento de las tasas de interés a las que el sistema de convertibilidad da lugar. Por otra parte, como resultado de las medidas tomadas a partir de fines de 1994 el sistema bancario argentino se encuentra hoy en condiciones de mayor solidez para confrontar una crisis: el número de entidades se ha reducido en más de un tercio, 20 bancos reúnen más del 80% de los depósitos y la participación de bancos extranjeros en el mercado ha aumentado considerablemente.

A mediano plazo el principal problema que enfrenta la economía argentina es la adecuación de su tasa de cambio real a las nuevas circunstancias. Las divisas asiáticas, si bien recuperadas en cierto grado de las grandes caídas durante la segunda mitad de 1997, muestran hoy valores reales menores a los de los últimos años, lo que conlleva a una pérdida de competitividad de las economías latinoamericanas. Chile, y como veremos a continuación, Brasil, tienen regímenes cambiarios que posibilitan devaluaciones nominales de sus monedas y posiblemente acelerarán las tasas de devaluación como parte de sus programas de ajuste. Con la ley de convertibilidad Argentina tiene ese camino cerrado. La sobrevaluación del peso argentino, por otra parte, se hará sentir aún más fuerte en el caso de que sus vecinos busquen una depreciación de sus monedas. Al

parecer, el único sendero abierto para la economía argentina es el de un ajuste interno, que restablezca la competitividad por medio de la caída nominal de precios y salarios. Normalmente, y como bien sabemos, ello requiere altas tasas de desempleo durante períodos prolongados.

### Brasil

Tras varios años de crecimiento en un proceso que dio en llamarse el milagro brasileño, Brasil confrontó la primer crisis del petróleo con una política que buscó evitar el drástico ajuste necesario mediante el acceso a recursos adicionales del extranjero, lo que dio lugar a un fuerte incremento del endeudamiento externo. El primer intento serio de ajuste tendiente a mejorar las cuentas externas recién tuvo lugar a comienzos de la década de los 80, con una fuerte orientación de la economía hacia la exportación. Durante esa década los principales desequilibrios de la economía fueron de carácter interno, tales como un déficit fiscal financiado con deuda interna de corta maduración, alta inflación, y una estructura de indexación de precios y salarios que alimenta la inflación inercial. La política monetaria tendió a acomodar los agregados monetarios al crecimiento de la inflación y la tasa de inflación alcanzó el 200% en 1985.

En 1986 Brasil implementó un plan de estabilización con el nombre de plan Cruzado, y que al igual que el plan Austral en Argentina un año antes, tuvo un carácter heterodoxo. También en el caso brasileño se introdujo una nueva moneda y se congelaron precios y salarios buscando reducir la inflación inercial. La debilidad del sistema político para imponer una disciplina en las cuentas fiscales llevó a déficit fiscales persistentes y al derrumbe del plan.

En la segunda mitad de los años 80 y comienzos de los 90 Brasil sufrió de déficit fiscales, alta inflación, e incrementos de la deuda interna de corto plazo. Los distintos planes de estabilización implementados no lograron frenar el proceso inflacionario que se dirigió inexorablemente hacia la hiperinflación. Con tasas de inflación crecientes durante 1989, el gobierno del presidente Collor de Melo se vio obligado a comienzos de 1990 a congelar los depósitos bancarios y de esta forma reducir drásticamente la masa de dinero. La debilidad política del gobierno frente a los agentes económicos impidió la prosecución de este plan de una manera coherente y dos meses después del congelamiento 40% de los depósitos ya habían sido liberados. Un segundo plan, denominado Collor II, introdujo en enero de 1991 el control de precios y salarios y nuevas restricciones a la disposición de los depósitos bancarios, también en este caso sin resultados persistentes. Desde mediados de 1991 hasta mediados de 1994 el índice de inflación mensual mostró una evolución ascendente, partiendo de un nivel de 10% hasta alcanzar un 50% durante la primer mitad de 1994.

El entonces ministro de finanzas, Fernando Henrique Cardoso, lanzó a mediados de 1994 el denominado plan Real. El plan se basó en la introducción de una nueva moneda, el real, y medidas institucionales tendientes a garantizar el valor estable de la misma. Al igual que en el caso argentino, el valor de la moneda es sostenido por las reservas

internacionales. Si bien en el momento del lanzamiento del plan se determinó una paridad de uno a uno con el dólar americano, la política cambiaria estableció formalmente un sistema de flotación controlada dentro de una banda de fluctuaciones. Las decisiones respecto a la emisión de moneda fueron puestas en manos de un comité monetario bajo el control del Congreso. Puede decirse que el plan Real quedó a medio camino de las medidas adoptadas pocos años antes en Argentina, ya que si bien se establece un control estricto de la emisión monetaria, el Banco Central no fue transformado en una caja de conversión y se permitió un ajuste del valor de la moneda frente a las divisas extranjeras.

El plan de estabilización constituyó un éxito, con una súbita caída de los niveles de inflación, que pasaron de un promedio mensual de 50% en la primer mitad de 1994 a menos de 0,5% en 1997. La estabilidad de precios dio lugar a una recuperación de la demanda y con ello del crecimiento económico. El gobierno lanzó un ambicioso y decidido plan de privatizaciones y planes de reforma fiscal a nivel federal, estadual y municipal. Parte del programa de reformas aprobado en 1997 ha conducido a la reorganización y privatización de bancos. Aún así el gobierno ha tenido serias dificultades para estabilizar las finanzas públicas ya que la reducción del gasto público requiere de reformas constitucionales para modificar la estructura del empleo público, de transferencias, y el sistema de pensiones y jubilaciones. Con un déficit fiscal persistente, el peso del programa de estabilización ha quedado en manos de una política monetaria estricta y una política cambiaria de ajuste controlado. La nueva moneda sufrió una apreciación real al poco tiempo de su introducción y en marzo de 1995 las autoridades introdujeron un sistema de banda de fluctuación. Desde entonces el real ha sido devaluado gradualmente, al principio dentro de la banda de fluctuación y luego con un ajuste de la banda, para alcanzar una tasa de devaluación de 0,6% por mes.

Brasil fue afectado directamente por el efecto de contagio de la crisis asiática en la segunda mitad de 1997, pero logró evitar las presiones para una devaluación más drástica de su moneda, lo que hubiera significado el fin del programa de estabilización. La especulación contra el real retornó con más vigor a partir de fines de julio de 1998, tras el colapso del rublo. Brasil se constituyó en la nueva presa de la especulación financiera por un conjunto de factores. Por un lado, la persistencia del déficit fiscal atenta en el largo plazo contra la estabilización de la economía. Por el otro, el margen de acción de las autoridades para lanzar un programa de ajuste se veía limitado por encontrarse en la fase final del proceso de elecciones presidenciales previstas para el 4 de octubre de 1998.

Al comenzar el ataque especulativo Brasil contaba con reservas internacionales por el monto de 70.000 millones de dólares, pero la pérdida de reservas durante el mes de agosto alcanzó niveles alarmantes y las autoridades se vieron obligadas a elevar las tasas de interés hasta alcanzar 49% anual, para frenar la huida de capitales al exterior. Es de notar que con una deuda interna de 39% del PIB, el alza de intereses tiene una incidencia directa sobre el déficit fiscal, que en agosto superó el 7% del Producto Bruto Interno.

Con la victoria del presidente Cardoso en la primera vuelta de elecciones, y la conquista por su partido de algunas de las principales gobernaciones, el gobierno ha podido lanzar

con apoyo del FMI un programa de ajuste tendiente a disminuir drásticamente el déficit fiscal por medio de aumento de impuestos y reducción del gasto público. La victoria política crea las condiciones para obtener el apoyo del congreso para la implementación de estas medidas. En el futuro, aún cuando Brasil logre contrarrestar las presiones especulativas contra su moneda, que aún persisten, la economía sufrirá una fuerte contracción como resultado del ajuste necesario. Posiblemente este programa se vea acompañado por un aumento en la tasa de devaluación de la moneda, al igual que en Chile, a fin de eliminar la sobrevaluación existente y restablecer la competitividad de los productos brasileños. Este proceso, y la consecuente caída de la demanda de importaciones resultante de la contracción afectará las exportaciones argentinas y uruguayas, que hoy tienen a Brasil como su principal mercado.

#### **IV. CONCLUSIONES**

La crisis del sudeste asiático y la recesión en Japón parecieran tener un efecto directo relativamente acotado en los flujos de comercio agregados del Cono Sur. El mayor impacto parece estar vinculado a la caída en el precio internacional de algunas materias primas, esencialmente debido a la contracción en la demanda y por dificultades de financiamiento del comercio exterior en el sudeste asiático. Desde luego, ello afectará negativamente los términos de intercambio de los países latinoamericanos. El país que se ve más afectado por esos efectos directos es Chile, quien tiene en el Asia del Pacífico un mercado importante para sus exportaciones.

El Cono Sur se ve más directamente afectado por la turbulencia en los mercados internacionales de capitales, que ha conducido a la escasez y el encarecimiento del capital disponible para los países emergentes. Chile y Brasil confrontan esta situación con déficits de balanzas de cuenta corriente difíciles de sostener. En ambos casos serán necesarias políticas de cambio más activas, con tasas de devaluación más aceleradas, que deberán ser acompañadas con políticas fiscal y monetaria contractivas para evitar repuntes inflacionarios. Ambas economías están ya sufriendo los efectos de fuertes caídas en las tasas de crecimiento, y el comienzo de períodos recesivos.

La economía argentina parece estar mostrando una vez más su capacidad de mantener la convertibilidad del peso aún en situaciones de fuerte recesión. La profundidad de la misma dependerá de dos factores: las posibilidades del país para acceder a capitales internacionales, donde ya hay signos de una recuperación de los flujos de capitales, y la evolución del plan de estabilización brasileño, particularmente su capacidad de llevar adelante el ajuste evitando el derrumbe de su moneda. A mediano plazo el problema que enfrentará Argentina es como adecuarse a la depreciación de las monedas asiáticas y latinoamericanas teniendo un régimen rígido de convertibilidad entre el peso y el dólar estadounidense.

*Cuadro 1. Tasa de Crecimiento Anual del PBI a precios constantes de 1990. (%)*

	<b>1970-80</b>	<b>1980-90</b>	<b>1990-97</b>
<b>Argentina</b>	2,6	-0,9	5,2
<b>Brasil</b>	8,7	2,3	1,9
<b>Paraguay</b>	8,4	3,7	2,8
<b>Uruguay</b>	3,2	1,0	3,7
<b>Bolivia</b>	4,4	0,0	4,2
<b>Chile</b>	2,5	3,4	7,7
<b>Mercosur</b>	<b>6,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>
<b>América Latina</b>	<b>6,0</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>

Fuentes: BID-INTAL (1998)

*Cuadro 2. Tasa de Crecimiento Anual del PBI por habitante a precios constantes de 1990. (%)*

	<b>1970-80</b>	<b>1980-90</b>	<b>1990-97</b>
<b>Argentina</b>	1,0	-2,4	4,3
<b>Brasil</b>	6,1	0,3	0,5
<b>Paraguay</b>	5,4	0,6	0,0
<b>Uruguay</b>	2,8	0,3	3,6
<b>Bolivia</b>	2,0	-2,0	2,0
<b>Chile</b>	0,8	1,7	6,9
<b>Mercosur</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,6</b>
<b>América Latina</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,7</b>

Fuentes: BID-INTAL (1998)



*Cuadro 3. Porcentaje de las exportaciones totales (FOB) destinadas al Mercosur. En dólares corrientes*

	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Argentina</b>	16,5	19,0	28,1	30,3	32,3	33,3	35,5
<b>Brasil</b>	7,3	11,4	14,0	13,6	13,2	15,3	17,1
<b>Paraguay</b>	35,2	33,6	41,2	47,1	48,1	49,7	54,0
<b>Uruguay</b>	35,4	33,6	41,7	47,0	47,1	48,1	49,7
<b>Mercosur</b>	11,1	14,3	18,6	19,4	20,5	22,7	24,4

Fuentes: ALADI (1998) & BID-INTAL (1998)

*Cuadro 4. Exportaciones totales por destino en dólares corrientes (FOB). 1991=100.*

	<b>Destino</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Argentina</b>	Mercosur	117,7	186,3	243,0	342,9	400,9	455,0
	Resto del Mundo	99,1	94,3	110,4	141,8	158,8	163,6
<b>Brasil</b>	Mercosur	177,6	233,7	256,5	266,6	316,4	391,7
	Resto del Mundo	108,8	113,3	128,4	137,8	138,0	149,9
<b>Paraguay</b>	Mercosur	95,0	111,0	163,8	203,6	254,3	252,4
	Resto del Mundo	97,0	178,7	215,6	290,5	246,6	230,8
<b>Uruguay</b>	Mercosur	97,6	118,6	161,4	178,0	206,7	243,1
	Resto del Mundo	105,9	93,0	99,8	109,6	122,5	135,2
<b>Total</b>	Mercosur	141,4	196,5	236,2	283,2	334,0	392,9
	Resto del Mundo	106,0	107,9	122,7	137,3	142,0	152,2

Fuentes: ALADI (1998) & BID-INTAL (1998)

*Cuadro 5. Porcentaje de las importaciones intra-Mercosur en las importaciones totales (FOB). En dólares corrientes*

	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Argentina</b>	22,3	24,5	25,8	23,0	23,5	25,0	25,4
<b>Brasil</b>	9,9	10,4	13,4	13,5	13,3	15,0	15,0
<b>Paraguay</b>	36,6	42,3	49,1	44,4	43,8	46,7	50,1
<b>Uruguay</b>	42,7	47,0	61,1	53,1	55,7	50,4	45,2
<b>Mercosur</b>	15,9	18,9	22,0	20,3	19,1	20,6	20,6

Fuentes: ALADI (1998) & BID-INTAL (1998)

Cuadro 6. Importaciones totales por origen en dólares corrientes. 1991=100.

	<b>Destino</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Argentina</b>	Mercosur	199,3	237,8	273,8	260,8	328,9	429,1
	Resto del Mundo	175,8	196,4	263,3	244,0	283,4	361,6
<b>Brasil</b>	Mercosur	102,5	163,6	215,5	317,8	383,8	444,2
	Resto del Mundo	97,2	115,5	151,7	227,1	239,0	274,9
<b>Paraguay</b>	Mercosur	120,6	195,0	230,3	286,0	286,2	295,6
	Resto del Mundo	95,1	117,0	167,0	212,5	289,1	170,2
<b>Uruguay</b>	Mercosur	137,8	196,5	211,3	229,0	239,8	240,1
	Resto del Mundo	115,7	93,1	139,1	135,8	175,8	217,2
<b>Total</b>	Mercosur	141,4	196,5	236,2	283,2	334,0	392,9
	Resto del Mundo	114,9	132,5	176,3	227,3	244,4	287,2

Fuentes: ALADI (1998) & BID-INTAL (1998)

*Cuadro 7: Algunos Indicadores Económicos*

	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>
<b>Crecimiento del PIB Real</b>				
Promedio regional para América Latina (promedio ponderado)	5.8	1.0	3.6	
Argentina	8.5	-4.6	4.4	8.4
Brasil	6.0	4.2	3.0	3.0
Chile	4.2	8.5	7.2	7.0
Inflación (promedio anual de crecimiento del índice de precios al consumidor)				
Argentina	4.2	3.4	0.2	0.5
Brasil	2,668.6	84.4	15.0	6.9
Chile	12.0	7.9	7.3	6.3
Tasa de cambio real efectiva (1990 = 100)				
Argentina	58.1	57.7	n.d.	n.d.
Brasil	102.5	90.3	89.0	85.0
Chile	88.3	83.6	80.8	77.5
<b>Tasa de desempleo</b>				
Argentina	11.7	15.9	16.3	14.9
Brasil	5.1	4.6	5.4	5.8
Chile	7.9	7.3	6.4	6.1

Fuentes: IDB (1997) y diversas fuentes nacionales.

## Referencias

ALADI (1998), Estadísticas de Comercio y Económicas. Uruguay.

ALADI (1998), Comportamiento del Comercio Exterior Global e Itrarregional Durante 1997. Balance Preliminar. ALADI/SEC/di 1051/rev.3. 10/11/98

Bosworth, Barry P., Rudiger Dornbusch y Raúl Labán (1994) (Ed.), The Chilean Economy. Policy Lessons and Challenges, The Brookings Institution, Washington DC

Bruno, Michael (1993), Crisis, Stabilization and Economic Reform, Clarendon Press, Oxford

BID (1998), Progreso Económico y Social de América Latina. Unidad Estadística y de Análisis Cuantitativo, Washington.

BID – INTAL (1998), Base de Datos de los Grupos de Integración.

CEPAL (1988), La inversión Extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1997.

Cortázar, René (1988) (Ed.), Políticas Macroeconómicas. Una Perspectiva Latinoamericana, CIEPLAN y Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

Fernández, Roque B. (1996), “*Comment*”, en Guillermo Calvo, Morris Goldstein y Eduard Hochreiter (Eds.), Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis, Institute for International Economics and Austrian National Bank, Washington.

García, Valeriano F. (1997), Black December. Banking Instability, The Mexican Crisis, and its Effect on Argentina, World Bank Latin American and Caribbean Studies, World Bank, Washington

Herrera, Luis O. B. (1998), “*El Déficit de la Cuenta Corriente de Chile*”, Gerencia de Programación Macroeconómica del Banco Central de Chile, trabajo presentado en el Seminario Proyecciones Económicas 1998-1999 en Viña del Mar, Chile, 26 de mayo de 1998.

IDB (1997), Latin America after a Decade of Reforms, Economic and Social Progress in Latin America, 1997 Report, Inter-American Development Bank, Washington.

Le Fort V., Guillermo (1998), “*El Escenario Externo después de la Crisis de Asia*”, Gerencia División Internacional del Banco Central de Chile, trabajo presentado en el Seminario sobre Proyecciones Económicas 1998-1999, CasaPiedra, Chile, 5 de mayo de 1998.

Massad, Carlos (1998), "*Principales Aspectos de la Actual Coyuntura Económica*",  
Exposición del Presidente del Banco Central de Chile ante la Comisión de Hacienda del  
Senado de Chile, 5 de agosto de 1998.

Ministério de Fazenda (1996), "*Vinte e Seis Meses do Plano Real*", mimeo, Brasília