

1997-1998, ¿DIFERENTE NATURALEZA DE LAS CRISIS EN ASIA Y EN AMÉRICA LATINA?

PIERRE SALAMA*

RESUMEN

La globalización financiera ha acarreado un fuerte flujo de capitales dentro de las economías emergentes. En Asia, los comportamientos poco prudentes de las instituciones financieras han favorecido una sobreinversión, origen de la disminución de rendimientos y de la baja de la valorización del capital, la cual se agravó por el declive de la competitividad a partir de 1995, debido, simultáneamente, al fuerte aumento de los salarios y a la apreciación de la moneda nacional. En América Latina, por el contrario, la crisis se debe sobre todo a causas macroeconómicas. Los regímenes de acumulación instaurados para superar la crisis de inflación de la década de 1980 descansan en una liberalización masiva de los mercados, en una tendencia a la apreciación de las divisas y en una lógica financiera que responde a la necesidad de cerrar la brecha entre las altamente crecientes necesidades de financiamiento de estas economías y sus más limitadas capacidades para conseguirlo. La manipulación de las tasas de interés constituye entonces la variable fundamental para atraer los capitales del extranjero, pero también para precipitar la recesión.

Palabras clave: inversión en cartera, directos, sobreinversión, economía casino, tasas de interés, apreciación de la tasa de cambio, fluctuaciones amplias del PIB.

*Universidad de París XIII, Greitd-Cedi, <salama@seg.univ-paris13.fr>.

1997-1998, HOW CRISES IN ASIA AND LATIN AMERICA DIFFER?

ABSTRACT

Financial globalization has led to an enormous influx of capital within emerging economies. In Asia, the careless behavior of financial institutions has encouraged over-investment, decreasing yields and lowering the value of capital. This, in turn has been exacerbated by the decline in productivity in 1995 due to high salary increases and the appreciation of national currency. Conversely, in Latin America, the crisis is mainly due to macroeconomic causes. The systems of accumulation established to overcome the inflationary crisis of the 1980's relied on the massive liberalization of the market, a tendency towards the appreciation of currencies and a financial logic designed to narrow the gap between these economies' spiraling needs of financing and their increasingly limited capacity to provide the latter. Manipulating interest rates is now the preferred means of attracting foreign capital, yet one that also precipitates recession.

Key words: portfolio investments, over-investment, casino economy, interest rates, appreciation of exchange rates, wide fluctuations in GDP.

1997-1998, NATURE DIFFÉRENTE DES CRISES
EN ASIE ET EN AMÉRIQUE LATINE?

RÉSUMÉ

La globalisation financière a entraîné un fort afflux de capitaux dans les économies émergentes. En Asie, les comportements peu prudents des institutions financières ont favorisé un surinvestissement, source de rendements décroissants et baisse de la valorisation du capital. A été aggravée par le déclin de la compétitivité à partir de 1995 en raison à la fois de la forte augmentation des salaires et de l'appréciation de la monnaie nationale. En Amérique latine, au contraire, la crise a surtout des causes macroéconomiques. Les régimes d'accumulation mis en place pour dépasser la crise inflationniste des années quatre-vingt reposent sur une libéralisation massive des marchés, une tendance à l'appréciation des monnaies et une logique financière répondant aux besoins de boucler labrèche entre les nécessités de financement fortement croissantes de ces économies et leurs capacités de financement plus limitées. La manipulation des taux d'intérêt constitue alors la variable fondamentale pour attirer les capitaux de l'étranger mais aussi pour précipiter la récession.

Mots clés: investissements en portefeuille, directs, surinvestissement, économie casino, taux d'intérêt, appréciation du taux de change, amples fluctuations du PIB.

A menudo se evoca, con justa razón, la influencia del desarrollo de las actividades financieras sobre la producción de bienes, tanto en lo que respecta a los volúmenes producidos como a las maneras en que se producen. No tan a menudo se evocan las consecuencias que este desarrollo tiene sobre los modelos de dominación del capital sobre el trabajo.

La influencia directa de lo financiero no es la misma dentro del conjunto de países llamados subdesarrollados, ya que en las economías menos desarrolladas es casi nula —los movimientos de capitales son marginales, las bolsas inexistentes—, pero esta influencia es más o menos importante en los demás. Por lo tanto, es necesario distinguir las economías llamadas subdesarrolladas según su grado de industrialización, para la claridad de la exposición. Así, podemos diferenciar a las economías asiáticas de industrialización rápida y constante —recientes [como la mayoría de los países de la Association of South East Asian Nations (ASEAN), a los que conviene agregar China], o más antiguas (los cuatro dragones)—, de las principales economías latinoamericanas, y, por otra parte, a las llamadas economías menos avanzadas —en el lenguaje oficial— y localizadas principalmente en el África subsahariana.

Cuando el nivel de industrialización es débil y el tejido industrial está muy fragmentado, como en la mayor parte de las economías del África subsahariana, en algunos países asiáticos o de América, la inserción internacional descansa esencialmente sobre productos de renta, mineros o agrícolas. A la inversa, cuando la industrialización es relativamente avanzada, el contenido de las exportaciones consiste principalmente en productos industriales, más o menos sofisticados, y a veces en productos de renta, pero que, a diferencia del caso anterior, son más elaborados. La fragilidad de las economías es diferente en ambos casos. Cuando el tejido industrial es débil y la producción industrial no logra despegar, la evolución de los términos del intercambio conserva una importante influencia. A la alza, tiende a promover comportamientos rentables, tanto para el Estado como para quienes logran inscribirse en el circuito de la renta, y frenan los caprichos de la industrialización al mismo tiempo que favorecen una *desertificación* agrícola. A la baja, presenta problemas casi insolubles a los estados jóvenes tanto en el nivel fiscal, al reducir los ingresos públicos, como en el nivel de la balanza comercial, lo que provoca un importante déficit externo. La dependencia alimentaria, frecuente en las economías menos desarrolladas, se traduce entonces en un déficit alimentario insostenible para las poblaciones más desprovistas, por falta de divisas disponibles para importar los alimentos del extranjero en cantidades suficientes. El servicio de la deuda externa reduce aún más esas posibilidades y dificulta más el

despegue económico, reforzando los comportamientos rentistas y limitando los ingresos de la mayoría de la población.

En las economías semindustrializadas, el desarrollo de las exportaciones con un ritmo rápido depende, por un lado, de la naturaleza de los productos y de las elasticidades de precio e ingreso y, por el otro, de la capacidad de reducir los costos para ser lo suficientemente competitivos. Como se ha podido observar durante la década de 1990, en las economías latinoamericanas las importaciones crecen a un ritmo más rápido que las exportaciones, y el creciente déficit comercial es compensado por ingresos de capitales, lo que trae consigo nuevas y diferentes fragilidades dependiendo de su naturaleza: inversión directa, de cartera (acciones y productos financieros).

En la ámbito internacional, la conexión de los mercados financieros de las llamadas economías emergentes permitió el flujo de numerosos capitales, sobre todo a partir de principios de la década de 1990. Las inversiones directas y de cartera aumentaron considerablemente en Asia y en América Latina. Los créditos bancarios fluyeron en Asia y los productos financieros a corto plazo en América Latina. En esta región, la emisión de bonos de tesorería, destinados a cubrir el déficit presupuestal y a veces el déficit externo, favoreció la financiarización¹ de las empresas, en detrimento de la inversión productiva. La evolución de la deuda interna está estrechamente ligada a las anticipaciones sobre los cambios: el miedo a una devaluación conduce a los responsables económicos ya sea a emitir bonos de tesorería con tasas de interés muy elevadas para compensar una eventual devaluación de la moneda, incluir el *spread* y finalmente volver activos estos productos financieros, o/y ajustarlos directamente al valor del dólar. Los efectos sobre la actividad económica y el servicio de la deuda son entonces inmediatos y el círculo virtuoso pronto se vuelve vicioso. La disminución de la actividad económica y el déficit presupuestal acompañan, con ritmos regulares, el recorrido económico. El predominio de lo financiero favorece el desarrollo de los déficit de la balanza de la cuenta corriente y del presupuesto al imponer tasas de interés muy altas y una apreciación de la tasa de cambio real. Es el caso de las grandes economías latinoamericanas.

1 Se dice que hay financiarización cuando el diferencial de rentabilidad entre el sector productivo y el sector financiero, a favor de este último, conduce a las empresas a frenar sus inversiones en su actividad principal a favor de inversiones financieras. Recordemos que el grado de financiarización de una nación o de una empresa se mide por una razón en donde el numerador está compuesto por los activos financieros y el denominador por estos últimos a los cuales se les agregan los activos reales (véase Pierre Salama, 1990, 1994; Michael Aglietta, 1995).

En Asia, la capitalización de los bancos es insuficiente. Su gran fragilidad es el resultado de comportamientos poco prudentes (los análisis en términos de selección adversa y de azar moral son útiles en este caso), al mismo tiempo que de un cambio completo del contexto macroeconómico (disminución, casi recesión, en vez de crecimiento más o menos elevado, alza más rápida de las tasas de interés que las de los depósitos, a su vez tendientes a reducirse). El desarrollo de las finanzas sirve para eludir, por un tiempo, una baja de la rentabilidad del capital en el sector industrial, alimentar una sobreinversión y después de cierto tiempo producir una *sobrerreacción*, primero en el mercado de cambio y en la bolsa, después en el mercado de bienes y del trabajo. El contagio se expande cuando alcanza ciertos umbrales y precipita crisis que estaban latentes. Si no se llega a dichos umbrales, los efectos del contagio son temporales y el crecimiento continúa de manera más lenta. Esos comportamientos *imprudentes* no explican, por sí solos, la crisis. Si ésta pudo desarrollarse es porque la *estructura de recepción* estaba, en cierta medida, presente. Es así como, en ciertos casos, el contagio pudo precipitar una crisis latente. La tesis aquí desarrollada insiste en las complejas relaciones que mantienen lo productivo y lo financiero, y se opone a las corrientes dominantes que ven en la crisis actual principalmente una manifestación de las perturbaciones financieras.

En una primera parte recordaremos los efectos de la globalización financiera sobre la entrada de capitales en las economías emergentes y el desarrollo de las bolsas de valores; después trataremos de destacar los principales rasgos sobresalientes de los regímenes de acumulación dominantes en Asia y en América Latina. En una segunda parte analizaremos la naturaleza específica de las crisis en Asia y en América Latina.

AMÉRICA LATINA Y ASIA, EVOLUCIONES CONTRASTADAS Y DEPENDENCIAS FINANCIERAS NUEVAS Y ORIGINALES

Puesto que existen muchas semejanzas entre las crisis latinoamericanas y las asiáticas de fines de la década de 1990, *a priori* no resulta muy obvio el interés de compararlas. Las dos regiones registraron una rápida y casi simultánea liberalización en casi todos sus mercados: bienes, servicios, más difícilmente en el trabajo, pero afectó tanto a los movimientos internos de bienes y capitales como a los movimientos externos. En América Latina el Estado se retiró de lo económico y multiplicó las privatizaciones, y en Asia, y particularmente en Corea, abandonó todo capricho de política industrial. Las monedas nacionales están, o estuvieron sujetas al dólar, ya sea por la adopción del sistema de *currency board* (Hong Kong, Argentina), o por mantener una relación más

o menos fija de la tasa de cambio nominal con el dólar, es decir, un *anclaje* con esta divisa clave. En fin, ambas regiones vivieron, y siguen viviendo, una crisis financiera de gran envergadura y fluctuaciones muy fuertes en su producción (Asia, pero también América Latina, por lo menos en lo que se refiere a las primeras manifestaciones de la crisis en Brasil y en Argentina). Todas registraron devaluaciones muy elevadas frente al dólar, con excepción, por el momento, de las economías que adoptaron el *currency board*. En fin, con la crisis, todas se encuentran frente a una fuerte acentuación de la flexibilidad llamada cuantitativa del trabajo (baja de ingresos, pérdida de empleos), subsecuente a un aumento de la flexibilidad cualitativa (reorganización del trabajo) durante la década anterior a la crisis. El conjunto de estos puntos comunes hace pensar que nos encontramos frente a crisis idénticas, que la gran mayoría de los economistas explica como una liberalización no controlada del conjunto de mercados, y por los efectos de un contagio tanto más poderosos cuanto que estas liberalizaciones fueron repentinas y simultáneas en el conjunto de los mercados, sin que se hayan tomado las suficientes medidas preventivas en lo que se refiere al funcionamiento de los bancos. La hipótesis que desarrollamos aquí es diferente. Los regímenes de acumulación son distintos. La globalización financiera agregó un predominio financiero a estos regímenes, pero no los hizo coincidir lo suficiente para que la crisis pudiera derivar de las mismas causas en cada una de las regiones, ni en el seno de una sola región, como Tailandia y Corea, por ejemplo.

En un primer apartado, expondremos rápidamente los principales rasgos de la globalización financiera en las dos regiones, tanto en el nivel del desarrollo de la internacionalización del capital como del muy veloz crecimiento de sus respectivas bolsas y de sus deudas externas. En un segundo apartado, presentaremos los principales hechos sobresalientes que caracterizan a estas economías.

La internacionalización del capital y el desarrollo de las bolsas Una entrada masiva de capitales

En América Latina, la década de 1990 es radicalmente diferente de la de 1980. En esa época, los flujos netos de capitales estaban orientados hacia las economías desarrolladas² y, a diferencia de la mayoría de las economías de

² Lo menos que podemos decir es que se registró una ruptura entre la década de 1980 y la de 1990 en las economías latinoamericanas. A partir de 1982, la ruptura se caracteriza por un ale-

Asia del Norte y del Sudeste (*los cuatro dragones*, integrados en aquella época por Taiwán, Corea del Sur, Hong Kong y Singapur), las economías latinoamericanas se caracterizaban por un nivel muy débil de su tasa de formación bruta de capital, fluctuando entre 14 y 16% del PIB, es decir, 20 puntos menos que las economías asiáticas. En la década de 1990, la situación cambia en América Latina, ya que a una fase de muy fuerte inflación le sigue una de baja inflación. La inserción dentro del comercio internacional se acentúa y, en algunos casos, cambia (Argentina). La tasa de apertura, dos o tres veces menos elevada todavía que la de las economías de Asia del Norte y del Sudeste, se vuelve consecuenta. Se reanuda el crecimiento, sin embargo es más débil que el de las décadas de 1960 y 1970, ya que la tasa de formación bruta del capital permanece en un nivel bajo, superior al de la década de 1980, es cierto, pero netamente inferior al del periodo anterior. En fin, esas economías resurgen con una entrada masiva de capitales (véase cuadro 1), hasta 1997, año en que estalla la crisis en Tailandia,³ y, a diferencia de los años 1970, cuando los créditos consorciales dominaban, se trata sobre todo de inversiones de cartera (en el sentido amplio)⁴ y de inversiones directas (véase cuadro 2). Estas últimas participan en el aumento que se observa en la tasa de inversión.

La ruptura es menos evidente en Asia, ya que los capitales no habían abandonado estas economías en la década de 1980 y los ingresos se volvieron masivos. Varias razones explican este desarrollo: las tasas de interés en las economías desarrolladas son reducidas y se orientan hacia la baja. Las perspectivas de utilidades son más elevadas en las economías emergentes no sólo porque las tasas de interés están en un nivel superior, sino también porque desde hace varias décadas el crecimiento es particularmente fuerte. Por otra parte, la rápida liberalización de los movimientos internacionales de capitales desde el principio de la década de 1980 asegura la posibilidad de repatriar

jamiento forzado entre los países latinoamericanos y los mercados financieros internacionales. Es con sus propios recursos como estos países garantizan, parcialmente, el servicio de su deuda. A partir del final de la década de 1980, para algunos, y del principio de la de 1990 para otros, la corriente de los flujos de capitales se invierte claramente y los países latinoamericanos reciben de forma masiva capitales del exterior.

3 Los capitales abandonan entonces a las economías emergentes. Sin embargo, es interesante notar que después de haber sufrido el *contagio asiático*, las economías latinoamericanas se benefician durante algunos meses (hasta el estallido de la crisis rusa en el segundo semestre de 1998) de una entrada masiva de capitales en busca de inversiones productivas.

4 México ofrece el ejemplo de un caso de internacionalización particularmente rápida de su plaza financiera: la capitalización de la bolsa bajo control extranjero pasa de 3% del conjunto de la capitalización en 1989 a 10% en 1990, aumenta fuertemente y luego se estabiliza alrededor del 27-28% a finales de 1994 (Bolsa Mexicana de Valores en Griffith-Jones, 1996).

CUADRO 1
 ENTRADAS NETAS DE CAPITALES EN ASIA Y EN AMÉRICA LATINA,
 DE LA DÉCADA DE 1980 A LA VÍSPERA DE LA CRISIS *

<i>Países</i>	<i>1980-1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>
Total	12.9 13.8	52.5 12.8	81.3 19.8	99.1 13.2	78.7 13.8	77.7 33.8	149.8 0.9
China	1.9 ^a 1.2	-1.9 2.9	11.7 5.4	7.8 5.6	14.6 9.3	13.9 6.9	23.0 7.0
Otros países de Asia ^b	4.7 6.8	26.2 8.3	19.3 13.3	34.0 5.7	26.8 3.7	37.6 1.9	56.8 3.8
Brasil	3.8 1.0	2.5 -1.4	9.1 -0.5	9.9 -1.2	9.1 -0.7	31.8 -0.7	35.4 -1.8
México	1.6 2.1	20.6 2.4	23.6 2.0	30.3 -0.9	10.3 0.3	-13.2 24.5	13.5 10.0
Otros países de América Latina ^c	0.8 2.7	5.0 0.6	17.6 -0.4	17.0 3.9	18.0 1.2	7.6 1.1	21.1 1.8

*Miles de millones de dólares (\$E.U.), tasa anual (primera línea de cada país, capitales privados; segunda línea, capitales oficiales).

^a1982-1990.

^bCorea, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia.

^cArgentina, Chile, Colombia, Perú, Venezuela.

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Reporte anual 1997, p. 109.

capitales invertidos sin exorbitantes costos de transacción y, por lo menos, de las ganancias producidas por su inversión. En resumen, la evolución de las tasas de cambio está ligada a la cotización del dólar. Ahora bien, entre 1985 y 1995 el yen se fortalece frente al dólar americano, pasando de 240 a 80 yenes por dólar. Las economías del sudeste asiático ganan entonces en competitividad y las inversiones fluyen de Japón; las empresas japonesas buscan deslocalizarse para vender al mismo tiempo en estos países y exportar hacia Estados Unidos a partir de estas nuevas plataformas. A la inversa, a partir de 1995 el yen se devalúa frente al dólar, y su valor, que era de 80 yenes por dólar, sube a 147 en junio de 1998, y las economías del sudeste asiático pierden en cuanto a competitividad, quedando todo lo demás igual.

Para las cinco economías asiáticas (Corea, Indonesia, Malasia, Tailandia y Filipinas), las entradas de capitales fueron muy elevadas durante los años anteriores a la crisis. Queda claro que las inversiones directas aumentaron, pero fueron sobre todo los préstamos bancarios los que más se elevaron y ocupan el lugar más importante. (Notemos que con excepción de las inversiones directas, las demás fuentes se desplomaron y las entradas masivas cedieron el paso a salidas considerables.)

CUADRO 2
FINANCIAMIENTO EXTERNO DE LAS CINCO
ECONOMÍAS ASIÁTICAS*
(en miles de millones de dólares)

<i>Rubros</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998^e</i>	<i>1999^p</i>
• Balanza de cuentas corrientes	-54.6	-54.6	-26.3	58.5	43.2
• Flujos netos privados como	79.0	103.2	-1.1	-28.3	-4.8
Inversión directa	4.9	5.8	6.8	6.4	14.2
Inversión en cartera	11.0	13.9	-3.2	2.1	4.5
Bancas comerciales	53.2	65.3	-25.6	-35.0	-18.8
Acreedores no bancarios	9.9	18.2	21.0	-1.7	-4.6
• Flujos oficiales netos	-2.5	-2.6	29.9	27.8	3.5
• Préstamos netos de residentes y otros (errores y omisiones)	-26.5	-26.8	-35.0	-16.9	-14.9

* Se trata de Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas.

(e): Estimación, (p): Proyección.

FUENTE: Institute of International Finance, "A Capital Flows to Emerging Market Economies", en *Economic Report of the President*, Washington, p. 241.

Entonces, a diferencia de las economías latinoamericanas, las entradas se hacen sobre todo en forma de préstamos, de los cuales una gran parte es a corto plazo, es más, a muy corto plazo,⁵ y el desarrollo de las inversiones de cartera se debe a la internacionalización del mercado de acciones más que al de las obligaciones⁶ (Boorman, 1998; Vidal, 1998). En Asia, la inversión directa es también muy considerable (véase cuadro 3), pero modesta en términos relativos, comparada con las otras fuentes de financiamiento. Entre 1990 y 1994, Asia del Este y del Pacífico recibieron 52% del conjunto de inversiones directas

5 Se considera que en Corea y Tailandia cerca del 70% de los préstamos son a menos de un año, de los cuales una gran parte a menos de una semana. La relativa importancia de este endeudamiento a corto plazo significa un financiamiento de tipo *roll over* que se acerca considerablemente a las situaciones teorizadas por Mynski de financiamiento Ponzi. En Corea, antes de la crisis, la razón de las deudas a corto plazo sobre las reservas era de 2.1. Esta situación no deja de recordarnos la que registró México en 1994 con la emisión de Tesobonos, títulos ajustados al dólar y a corto plazo. La única diferencia, y es grande, es que en México se trataba de un endeudamiento público, mientras que en Corea son las empresas las que son deudoras. Regresaremos a esta cuestión cuando presentemos la estructura del endeudamiento exterior.

6 La parte de Asia en el conjunto de fondos de ingresos fijos emitidos por las economías en desarrollo, entre las cuales la de Europa Central se sitúa alrededor de 4% en los años 1995 y 1996 y después baja cerca del 3%. La parte de América Latina se sitúa alrededor de 60% por las mismas fechas. La situación es fundamentalmente diferente para el mercado de acciones, puesto que la parte de Asia está alrededor de 43%, mientras que la de América Latina gira en torno de 30%. (Sociedade Brasileira de Estudos e Empresas Transnacionais e da Globalização Economica (Sobeet), núm. 3, julio de 1997, p. 14.)

destinadas a los países en vías de desarrollo, mientras que América Latina recibió 29% (*Finance et développement*, 1995), y generalmente la parte de estas inversiones en el conjunto de entradas de capitales es más importante en Asia que en América Latina (véase cuadro 3).

CUADRO 3
FINANCIAMIENTOS EXTERNOS EN PORCENTAJES (1991-1995)

<i>Países</i>	<i>Préstamos</i>	<i>Inversión en cartera: deuda*</i>	<i>Inversión en cartera: acciones</i>	<i>Inversión directa</i>
Argentina	10	45	12	33
Brasil	20	49	9	22
Chile	36	5	21	38
México	19	28	18	35
Perú	23	0	3	74
China	23	4	7	65
India	24	2	51	24
Indonesia	30	8	17	45
Malasia	33	-4	7	64
Filipinas	-19	27	38	54
Corea	68	28	10	-6
Tailandia	84	4	5	7

*Emisiones netas de obligaciones internacionales (entre ellas las euronotas).

FUENTE: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), 1997, p. 30.

Las inversiones directas en América Latina son menos cuantiosas que en Asia, pero debido a la escasez de las inversiones sus efectos en el crecimiento son considerables. En Asia, la magnitud de los préstamos muestra que la aportación de capitales suple una relativa insuficiencia del ahorro nacional, y revela un comportamiento de *fuga hacia delante* frente a la baja de la rentabilidad del capital (cf. *supra*), una especulación desenfrenada sobre los activos bursátiles y sobre todo inmobiliarios. Es interesante destacar que los bancos japoneses son los principales acreedores. Del conjunto de préstamos internacionales otorgados por los bancos japoneses 70.2% fue para Asia, con 12.4% para Corea, 20.3% a Tailandia y 9% para las economías latinoamericanas en conjunto. Estados Unidos prestó a Asia sólo 23.2% del conjunto de sus préstamos y 50% a América Latina (véanse Yung Chul Park y Chi-Young Song, 1998).

Un desarrollo considerable pero frágil de las bolsas

Las bolsas de valores de las economías semindustrializadas latinoamericanas y asiáticas aumentaron considerablemente durante la década de 1990, con

una profunda caída en 1994 y 1995 en varios países de América Latina y en 1997 en la mayor parte de los países asiáticos; pero, salvo algunas raras excepciones (Hong Kong, Singapur), dichas bolsas siguen siendo modestas.

El desarrollo de las principales bolsas latinoamericanas fue particularmente considerable en la década de 1990. Las cotizaciones, expresadas en dólares, y ajustadas a 100 en 1986, se evaluaron con el índice 949 en abril de 1997 en Argentina, con 1 174 en Chile, con 926 en México y con 501 en Brasil. Excepto en Brasil, tales cotizaciones registraron una vertiginosa expansión, ya que al estar en dólares se multiplicaron por diez y, a veces, por más. En México, el índice estaba evaluado en 1 640 en diciembre de 1993, la crisis financiera y de cambio lo hizo caer a 982 en diciembre de 1994 y a 709 en diciembre de 1995.

CUADRO 4
COTIZACIONES EN DÓLARES DE LAS BOLSAS DE VALORES
LATINOAMERICANAS
(índice 100: diciembre de 1986-abril de 1997)*

<i>Países</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>
Argentina	(1 080)	573	783	618	697	873	949
Chile	493	504	666	1 041	1 101	893	1 174
México	906	1 105	1 640	982	709	834	926
Brasil	(93)	(89)	(189)	(301)	260	397	501

*Los datos entre paréntesis corresponden a los periodos de alta inflación o de hiperinflación. Las bruscas evoluciones se deben en parte a las brutales variaciones de las tasas de cambio durante el periodo de hiperinflación, por ejemplo de 1991 a 1992 en Argentina.

FUENTE: Carta de Sobeet, núm. 2, mayo de 1997.

En América Latina, la capitalización del mercado de acciones, en porcentajes del PIB, crece a un ritmo elevado de 1990 a 1996, pero se queda en un nivel más bajo que el observado en la mayor parte de los países asiáticos, sin dejar de acercarse a la capitalización de los países desarrollados,⁷ como puede verse en el cuadro 5, elaborado por el Banco de Pagos Internacionales (BPI). Este desarrollo es particularmente alto en Malasia y en Tailandia, ya que en el primero se pasa de 113.5 a 315.5% y en el segundo de 28 a 54%. Serán precisamente estos países los que se verán muy afectados en 1997, primero por la crisis bursátil y después por la de cambio. La bolsa de Bangkok caerá 54.1%

7 Cosa que no sucede con la capitalización de las obligaciones, en las que, aunque haya un importante avance tanto en América Latina como en Asia, la capitalización está muy rezagada frente a la de Estados Unidos, Japón o Alemania.

CUADRO 5
MERCADO DE ACCIONES Y OBLIGACIONES
(capitalización y volatilidad: de 1990 hasta la víspera de la crisis)*

<i>Países</i>	<i>Capitalización Mercado de acciones</i>		<i>Volatilidad de las acciones</i>		<i>Capitalización obligación</i>	
	<i>1990</i>	<i>1996</i>	<i>1993-1994</i>	<i>1995-1996</i>	<i>1990</i>	<i>1994</i>
Corea	43.6	25.4	6.1	6.1	19.7	24.1 ^a
Hong Kong	111.5	280.8	10.1	5.5		
Singapur	91.6	169.0	3.9	3.1		
Taiwán	62.7	100.5	13.9	8.5	5.6	13.6
Indonesia	7.1	41.2	8.9	7.3	1.6	6.0
Malasia	113.6	315.5	9.0	5.8	59.9	51.2
Filipinas	13.4	97.5	10.2	6.4		
Tailandia	28.0	54.0	11.0	7.7	9.8	7.0 ^b
Argentina	2.4	15.7	9.1	9.4	7.0	18.3 ^c
Brasil	4.0	28.6	13.0	7.6		
Chile	49.1	90.8	8.7	5.1	9.6	18.4
Colombia	3.5	20.8	8.2	6.7	1.6	4.9
México	13.5	37.1	7.9	11.4	8.7	2.9
Estados Unidos	53.8	108.7	1.4	2.0	108.3	123.4
Japón	98.2	67.6	6.0	3.4	78.0	88.4
Alemania	23.6	29.9	4.2	2.5	70.1	85.6

* En porcentaje del PIB.

^a 1995.

^b obligaciones de Estado solamente.

^c 1993.

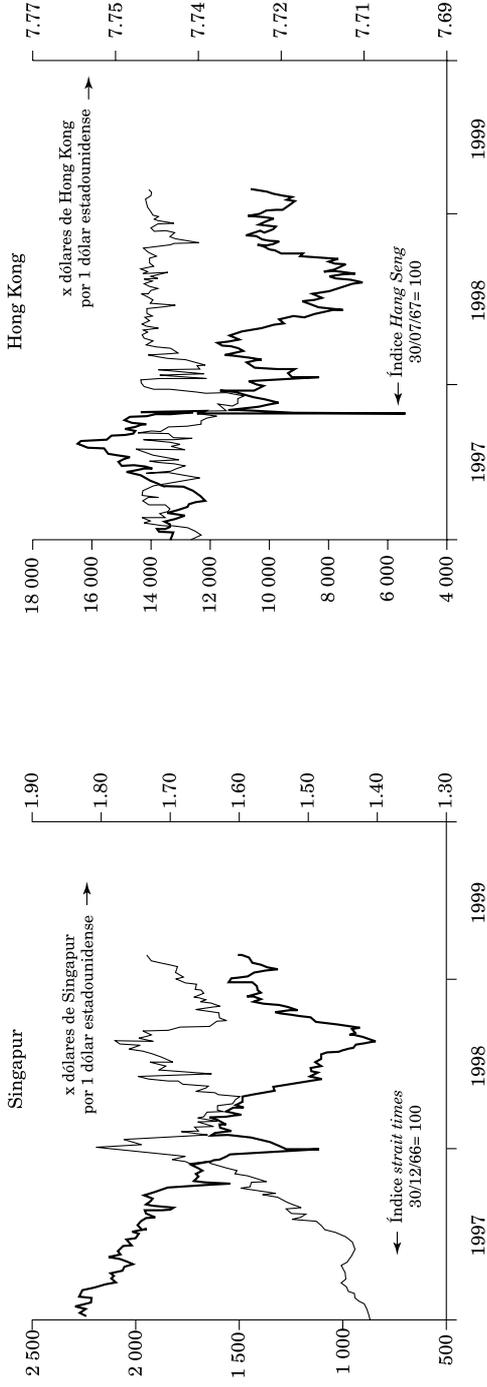
FUENTE: Reporte anual del BPI, 1997, pp. 116 y 130.

de 1995 —año pico— a febrero de 1997, y más de la mitad de enero a junio de 1997. En general, las bolsas asiáticas registraron una baja más pronunciada que las de las economías latinoamericanas (véase gráfica 1).

Como podemos observar en el cuadro 5 y en la gráfica 2, la volatilidad⁸ es mucho mayor a la observada en las principales plazas de los países desarrollados. Sin embargo, la talla de los mercados financieros de las economías semindustrializadas es, en términos absolutos, todavía relativamente frágil, con excepción de algunas raras plazas en Asia. En esos casos puede considerarse que la influencia directa de esta volatilidad sobre el crecimiento no es muy elevada, salvo, sin embargo, en los periodos de crisis financiera. El vínculo entre las anticipaciones del precio de las acciones y las relativas al cambio

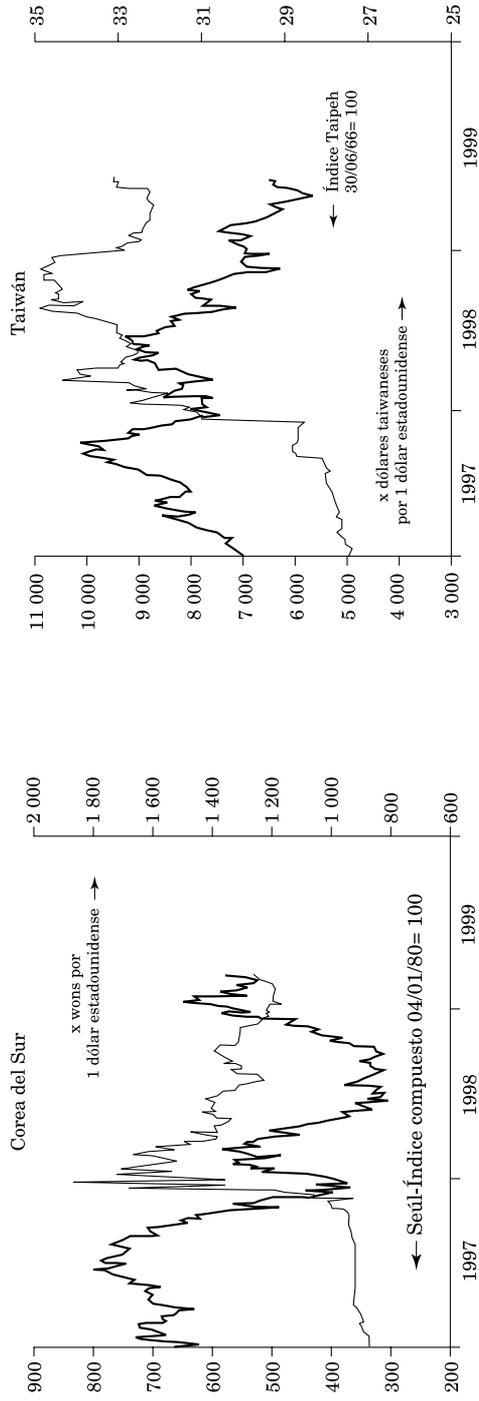
8 Medida por la diferencia tipo de las variaciones mensuales para los periodos de enero de 1993 a noviembre de 1994, y enero de 1995 a noviembre de 1996. No se consideró diciembre de 1994 para no tomar en cuenta la crisis mexicana y el *efecto tequila* en muchas otras plazas bursátiles.

GRÁFICA 1
 ÍNDICES BURSÁTILES EN MONEDA NACIONAL Y TASA DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



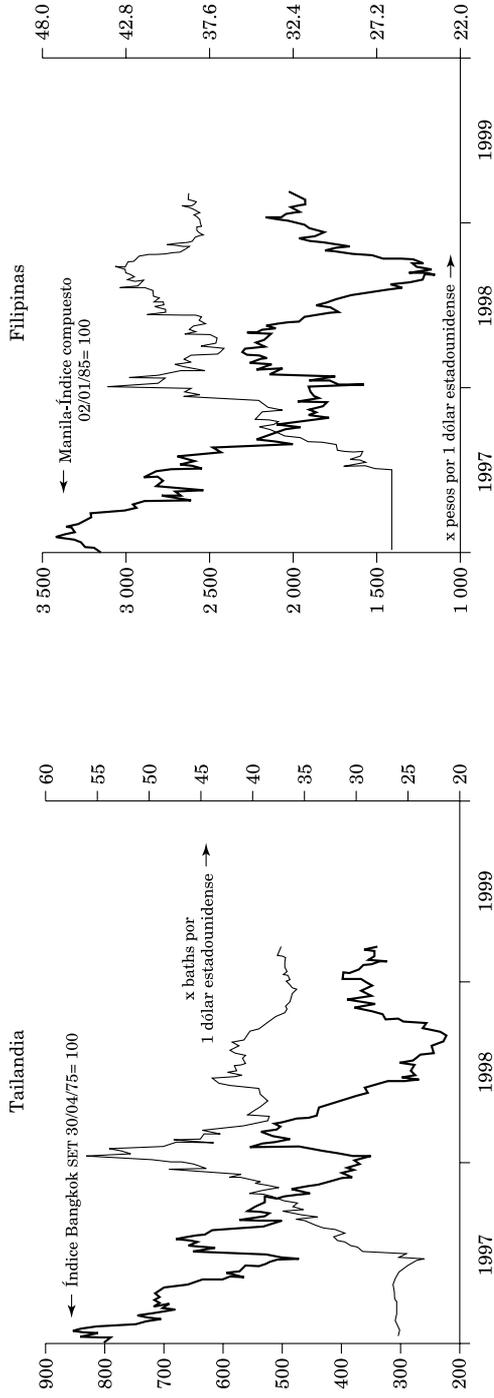
FUENTE: *Financial Times*.
 Última observación: 10 de marzo de 1999.

...CONTINÚA GRÁFICA 1



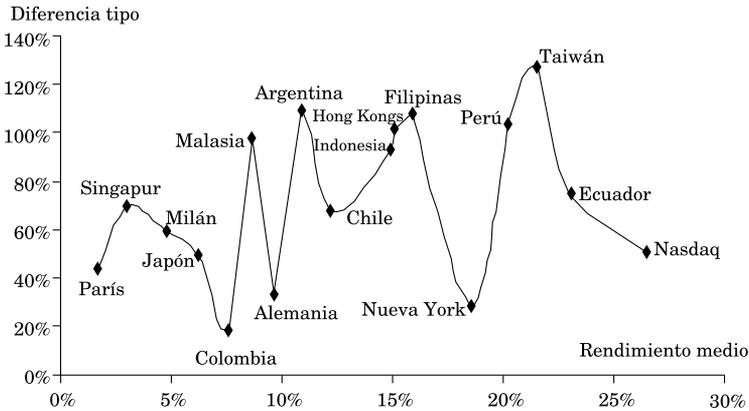
FUENTE: *Financial Times*.
 Última observación: 10 de marzo de 1999.

...CONTINÚA GRÁFICA 1



FUENTE: *Financial Times*.
Última observación: 10 de marzo de 1999.

GRÁFICA 2
 RENDIMIENTO Y RIESGO EN EL MERCADO BURSÁTIL
 DE 1994: 1 A 1996: 12



FUENTE: DRI, cálculo Caisse des Dépotes et Consignations (CDC) Marchés (Mercados).

acarrea, no obstante, efectos desestabilizadores en ambos mercados. En resumen, no existe una relación lineal entre la volatilidad y el rendimiento, y sería un error considerar que una fuerte volatilidad estaría necesariamente asociada a un alto rendimiento: la bolsa de Nueva York tiene un rendimiento elevado y una baja volatilidad, y la de Taiwán tiene un rendimiento elevado, pero también una volatilidad considerable; la de Singapur tiene una volatilidad media y un rendimiento bajo.

Resumiendo, el crecimiento de las bolsas ha sido intenso. Sin embargo, sus dimensiones son relativamente modestas (con excepción de la de Singapur y la de Hong Kong, pese a su desarrollo resultante en parte de las privatizaciones a veces masivas y del desarrollo del sistema de capitalización de retiros) y no les permiten participar de manera significativa en el financiamiento de inversiones de las grandes empresas. Así y todo, el fuerte desarrollo de la capitalización permitió financiamientos de tesorería: las empresas recurren a veces a la liquidación de activos en lugar de hacerlo a los préstamos bancarios cuando las tasas de interés resultan muy elevadas como en América Latina. Este frecuente recurso al mercado financiero, con el fin de producir plusvalías y financiar así algunos gastos, explica en parte la fuerte volatilidad observada.

La evolución de la capitalización bursátil, aunque intensa, fue, sin embargo, atropellada. En 1994, las cotizaciones bursátiles se desplomaron en varios países latinoamericanos, y también en 1997, 1998 y 1999. La crisis de 1997 se propagó de Tailandia a Malasia, Singapur, Indonesia, Filipinas y Hong Kong,

y después a Corea, por lo que toca al continente asiático. También afectó a otras economías, sobre todo latinoamericanas, poniendo al descubierto su fragilidad y dependencia financieras. Con la pronunciada caída de la cotización de las acciones de la mayoría de las bolsas en Asia, el curso de las monedas se vio profundamente afectado en muchos países, con excepción de Hong Kong y de China.

La relación entre las cotizaciones bursátiles y las tasas de cambio se vuelve muy importante con la liberalización de los mercados financieros. Cabe considerar que el desarrollo de las bolsas tiene como precondition la liberalización financiera y que ésta implica una parte consecuente que concierne a la movilidad internacional de los capitales.

El control de cambios disminuye considerablemente; en los casos extremos a veces desaparece por completo cuando la moneda se torna totalmente convertible. La conexión entre los mercados financieros *refuerza* el papel del dólar como divisa clave para las transacciones financieras, *lo que explica, en parte, que la cotización de las monedas nacionales estuviera vinculada con la del dólar*, de una forma más o menos rígida. La apreciación de las monedas nacionales frente a otras divisas clave (yen, marco alemán) resulta entonces, automáticamente, de la apreciación del dólar frente a estas monedas. La creciente influencia de lo financiero sobre los regímenes de acumulación respectivos de Asia y de América Latina produce este imperativo de cambio, obligación costosa para los sectores expuestos de estas economías. Más que un error de política económica, como suele decirse, la apreciación de la moneda nacional es más una consecuencia de la liberalización financiera y de la necesidad de aferrarse a una divisa clave, en este caso la más fuerte, el dólar. Esta presión de cambio será, por otra parte, más fuerte cuando las tasas de cambio nominal, que evolucionan poco o insuficientemente para compensar el diferencial de la inflación, tengan como resultado una apreciación de la tasa de cambio real en relación con el dólar. El mismo fenómeno se producirá cuando la tasa de cambio nominal aumente por un flujo masivo de capitales. Al revés, las salidas de capitales afectarán al mismo tiempo a la capitalización bursátil y al curso del cambio.

El despegue de las deudas y un peso creciente del corto plazo

En América Latina la deuda *externa* aumentó mucho desde 1982 (fecha clave: México ya no puede garantizar el servicio de su deuda y los bancos se niegan a prestar salvo si se firma un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional).

En Brasil, la deuda externa bruta era de 71 miles de millones de dólares en 1980, y en 1996 pasa a 179 miles de millones de dólares, para que en 1997 pase a 193 miles de millones de dólares y a 220 en 1998 —World Bank Indicators y Banco Nacional de Desenvolvimento Económico y Social (BNDES). Quitando las reservas, la deuda externa neta en 1997 estaba evaluada en casi 141 miles de millones de dólares, pero el cálculo de la deuda neta puede ser engañoso en la medida en que una parte de estas reservas viene precisamente de un endeudamiento acrecentado, pudiendo atraer durante un tiempo capitales volátiles a causa de las fuertes remuneraciones otorgadas y por la garantía de poder salir. Las cifras brutas para Argentina son: 27 miles de millones de dólares en 1980, 114.3 en 1996 y 126 en 1997 —Fundación de Investigaciones para el Desarrollo (Fide)—; en Tailandia, de 8.3 miles de millones de dólares en 1980, de alrededor de 90 en 1996 y de 93.4 en 1997; en Corea las cifras no son siempre muy confiables debido a la falta de transparencia practicada tanto por el gobierno como por las empresas; resulta difícil tener una estimación confiable de la deuda consolidada, del endeudamiento de los bancos y de las filiales en el extranjero, con frecuencia a cargo de la sociedad matriz; sin embargo, según las estimaciones hechas por el FMI y el gobierno coreano, para el 28 de diciembre de 1998 el conjunto de estas deudas se elevó a 157 miles de millones de dólares, de los cuales 92 se generaron en menos de un año (H.P. Chang *et al.*, 738). En este sentido, la progresión de dicha deuda habrá sido sumamente rápida: en efecto, estaba estimada en 86 miles de millones de dólares en promedio de 1990 a 1995.

Como puede verse en el siguiente cuadro, la parte a corto plazo sobre la totalidad de la deuda y sobre las reservas aumenta considerablemente en la mayoría de los países asiáticos.

CUADRO 6
DEUDA A CORTO PLAZO EN CINCO PAÍSES ASIÁTICOS*

<i>Países</i>	<i>1990</i>	<i>1996</i>	<i>1990</i>	<i>1996</i>	<i>Junio 1997</i>	<i>Junio 1998</i>
Corea	30.87	50.2	73.13	203.23	207.3	81.2
Indonesia	15.52	24.98	149.28	176.59	170.4	154.1
Malasia	12.43	27.83	19.54	40.98	61.2	56.8
Filipinas	14.48	19.34	479.11	79.45	84.8	90.24
Tailandia	29.63	41.41	62.55	99.69	145.3	107.7
Taiwán	88.31	68.43	21.56	21.31	24.4	22.3

*En porcentaje de las deudas totales (dos primeras columnas); en porcentaje de reservas (cuatro últimas columnas).

FUENTE: BPI y FMI en: Corsetti, Pesenti, Roubini (1998) para las cuatro primeras columnas; y Radelet, Sachs (1999) para las dos últimas.

La composición en términos de vencimiento también evolucionó en América Latina. En Brasil, la parte de la deuda a corto plazo aumentó, al mismo tiempo que se convertía en asunto del sector privado. En 1997, en este mismo país, por ejemplo, la deuda a corto plazo estaba evaluada en 41 miles de millones de dólares, de los cuales 9.7 eran deuda pública; y sobre el total de la deuda en 1998, es decir 220 miles de millones de dólares, 90 eran públicos y el resto privados.

La composición del endeudamiento, en términos de acreedores, también cambió en América Latina: ayer se trataba sobre todo de créditos bancarios, pero hoy ya no es así. El endeudamiento no se realizó por una expansión de los créditos internacionales en la década de 1990 (a diferencia de la de 1970). En este sentido, difiere del endeudamiento de las economías asiáticas, pero hoy en día se le acerca en la medida en que, como en Asia, es cada vez más producto del sector privado. Sin embargo, en Asia los deudores son exclusivamente los agentes privados, y el Estado tiene en general un equilibrio presupuestal, mientras que en América Latina el déficit es profundo y esencialmente resultado de la carga de la deuda interna. Esta particularidad distingue a ambos grupos económicos, y lo que los acerca es un fuerte déficit en la balanza de la cuenta corriente.

Sin embargo, la deuda interna es el problema central al que están confrontadas las economías latinoamericanas, lo que se ha vuelto casi incontrolable debido a su magnitud y a su composición. En las economías latinoamericanas, la deuda *interna* es a menudo mucho más considerable que la deuda externa, y hoy en día es de nuevo sumamente preocupante, como lo fue al final de la década de 1980, cuando se produjo su congelamiento. A finales de 1998, en Brasil giraba alrededor de 320 miles de millones de dólares, de los cuales 63.8 miles de millones eran directamente en dólares, la mayoría con tasa flotante, y una mínima parte con tasa fija. Este nivel tan elevado se debe sobre todo al alza desconsiderada de las tasas de interés, que alcanzó casi 50% en términos reales a finales de 1997, después bajó a 30%, para volver a subir a esos niveles astronómicos en septiembre de 1998 y principios de 1999. Así, seguiría creciendo bajo el efecto de la fuerte depreciación de la moneda nacional ya que una parte importante de los títulos está ajustada a la cotización del dólar. En porcentaje del PIB, la deuda interna creció mucho, y pasó de 17.6% en 1994 a 26.4% en 1997 (el porcentaje para 1998 —no disponible— debe, sin embargo, ser mucho más elevado debido al alza de las tasas de interés registrada a finales de 1997 y a la fuerte devaluación de la moneda nacional en 1998), mientras que la deuda pública externa, a diferencia de la deuda exter-

na privada, en términos relativos decrece, pasando de 8.4 a 4.3% en las mismas fechas. En total, la deuda externa representa 24% del PIB en 1995 comparado con más del 31% en 1980.

*De algunos rasgos sobresalientes
de los regímenes de acumulación*

Las trayectorias económicas de estos últimos 30 años son diferentes en América Latina y en Asia del Norte y Sudeste. En un caso, el crecimiento se apoyó en el interior, gracias al desarrollo del mercado interno, y después se hundió en la crisis y la muy fuerte inflación, incluso una hiperinflación rampante en la década de 1980, para finalmente ser estimulada por la apertura, casi sin reservas, a los mercados internacionales. En el otro, el crecimiento se apoyó en el exterior, por la *sustitución de exportaciones* y un control explícito de las importaciones hasta principios de la década de 1990,⁹ por lo menos en las economías llamadas de primera generación (Corea del Sur, Taiwán, Singapur). Este crecimiento se alimentó después con el desarrollo del poder adquisitivo, el cual fue posible precisamente por el crecimiento realizado, a tal grado que a veces —en la década de 1990— el desarrollo del mercado interno llegó a ser más responsable del crecimiento que el mercado externo. En ambos casos, los regímenes de acumulación estuvieron muy marcados por la huella financiera, pero de manera diferente. Los efectos sobre la fórmula de gestión de la fuerza de trabajo varían en América Latina (de otro modo en los años ochenta y noventa) y en Asia.

De una apertura o de un cierre controlados
a una apertura no controlada

Las economías de Asia del Norte y del Sudeste y las de Latinoamérica no han seguido el mismo camino los últimos 30 años. Después de haber practicado un modelo centrado en la sustitución de importaciones, como en América Latina, ciertas economías asiáticas optaron, desde la década de 1960, por un modelo extrovertido, llamado de sustitución de las exportaciones. El crecimiento fue continuo e intenso y una segunda generación de países tomó el mismo cami-

⁹ En verdad y como lo muestra Rodrik (1995), el modelo asiático es un poco más complejo. No son las exportaciones las que al principio impulsaron el crecimiento (su parte en el PIB es muy escasa), sino la fuerte tasa de acumulación. De aquí se deduce la importancia del papel del Estado, responsable en gran parte de ese *big push*, pero también se desprende la responsabilidad de las importaciones masivas de bienes de capital, que incorporan el progreso técnico en este crecimiento.

no que los primeros en las décadas de 1970 y 1980. Como en América Latina, en Asia del Norte y del Sudeste, a excepción de Hong Kong, el Estado intervino mucho en la actividad económica, directa e indirectamente. En contraste con la mayoría de las economías latinoamericanas, excepto Brasil, en las economías llamadas de la primera generación (Singapur, Taiwán, Corea) el Estado tomó la delantera en las evoluciones de la economía mundial y buscó imponer las inflexiones necesarias del aparato de producción,¹⁰ al mismo tiempo que ponía en marcha una política ambiciosa de investigación y de formación (Peix y Rivière d'Arc, 1997). A diferencia de los países latinoamericanos, las desigualdades de ingresos son por lo general muy pronunciadas —salvo en Tailandia— y el mejoramiento del poder adquisitivo ha podido permitir que la dinámica de crecimiento dependa a veces del mercado interno, cuando las exportaciones enfrentan modificaciones. Sin embargo, esta importante fase de intervención del Estado se termina bruscamente a principios de la década de 1990 —en 1993 en Corea—, y varios economistas ven en esta desregulación el origen de la sobreinversión de las empresas y de su endeudamiento (Ha-Joon Chang, Hong-Jae Park y Chul Gyue Yoo, 1998: 741 y siguientes).

Las economías latinoamericanas se industrializaron rápidamente gracias al desarrollo de un mercado interno fuertemente protegido y a una sustancial intervención del Estado en los sectores pesados y semipesados. A principios de la década de 1980, sufrieron profundamente su aislamiento con respecto a los mercados financieros internacionales y tuvieron que cubrir el servicio de su deuda externa a partir de sus propios recursos. Las transferencias de capitales se volvieron negativas en la medida en que las salidas de capitales superaron a los ingresos. Las medidas que se tomaron para financiar el servicio de su deuda tuvieron consecuencias negativas sobre la aceleración de la inflación, sobre el crecimiento, sobre la pobreza y las desigualdades de ingresos, a tal grado que la CEPAL calificó este periodo como *década perdida* para América Latina. La década de 1990 es de restablecimiento económico, del final de las inflaciones y de la apertura al exterior. La liberalización fue brutal en casi todos los mercados: los derechos de aduana así como las restricciones se redujeron mucho, las subvenciones y ayudas de todo tipo por parte del Estado fueron suprimidas, las privatizaciones se desarrollaron y los mercados financieros fueron liberados en muchos ámbitos, principalmente en los movimientos

10 Excluimos del campo de nuestro estudio a China y a la India y cuando nos referimos a Asia del Norte y del Sudeste se trata sobre todo de los *dragones* [o *tigres*, agregado del traductor] antiguos y nuevos.

internacionales de capitales. Pero la tasa de ahorro y la tasa de inversión, que aumentaron ligeramente, con excepción de Chile, están lejos de los niveles alcanzados entre la década de 1950 y la de 1970, y se sitúan aproximadamente a tres quintas partes de los observados en Asia del Norte y del Sudeste.

Hacia una sobrecarga de los costos unitarios del trabajo

Productividad, salario, tasa de cambio, son los componentes del costo unitario relativo del trabajo. Cuando la competitividad se concentra en los precios, es decir en los costos y muy poco en la calidad, cuando la variedad de cada producto es reducida, este costo unitario adquiere una gran importancia. Observamos una disminución de la brecha tecnológica con los países del centro, disminución nueva para las economías latinoamericanas, y más antigua para las economías asiáticas llamadas de primera generación. Sin embargo, sería un error limitar el análisis a la progresión más rápida de la productividad del trabajo. Lo que importa, antes que nada, es analizar el nivel relativo de la productividad del trabajo en relación con los países del centro, y posicionarlo en relación con la brecha salarial y la evolución diferenciada de las tasas de cambio. La productividad media en el sector industrial es más baja en esas economías que en las del centro. Es cierto que la distancia tiende a reducirse, pero, por un lado, la dispersión sigue siendo muy grande, si no es que se acentúa entre los sectores de baja productividad, donde predomina el empleo informal —*amenazados* tarde o temprano por la apertura—,¹¹ y los sectores con fuerte productividad, en los que tienden a desarrollarse el empleo precario y una flexibilidad incrementada de la mano de obra. Por otro lado, la dispersión —es decir la heterogeneidad— en el seno de algunos sectores es también considerable. Mientras que el costo unitario relativo del trabajo, en ciertos segmentos de la cadena de producción, es inferior al de las economías del centro, las economías tienen una relativa ventaja y es posible que en estos segmentos se

11 El movimiento es complejo: por un lado, los empleos informales están amenazados en varios segmentos de la industria por la creciente apertura, a causa de su baja productividad relativa y del costo unitario del trabajo demasiado alto a pesar de los salarios bajos; por el otro, las actividades de estricta supervivencia tienden a multiplicarse, principalmente en los servicios, y lo informal tiende a informalizarse más, tal como lo demuestra el Seminario de Cartagena del Banco Interamericano de Desarrollo (1998): en América Latina la tasa de informalidad pasa de un promedio de 51.6% en 1990 a 57.4% en 1996 (p.10) y se observa una baja en la creación de empleos (con una baja de los empleos públicos que pasa de 15.3% en 1990 a 13.2% en 1995, pero hay un aumento de empleos en los sectores que no están expuestos a la competencia internacional, como la construcción y los servicios, los porcentajes pasan de 58.4% en 1990 a 63% en 1995), p. 11.

desarrolle una sustitución de las exportaciones. *Esto fue lo que sucedió en Asia.* La productividad del trabajo aumentó mucho en las economías de la primera generación, porque no sólo la inversión progresó considerablemente, sino que también cambió su forma al incorporar nuevas tecnologías, y dejar a las economías de la segunda generación los productos sencillos con el fin de especializarse en la producción de bienes más complejos con una mayor elasticidad de ingreso.¹² Como consecuencia de este desarrollo, los salarios reales siguieron esa tendencia, su avance rebasó, en estos últimos años, al de la productividad, particularmente en Corea. La búsqueda de una intensificación de las combinaciones productivas hacia más capital y más trabajadores calificados, aparejada a una sustitución de los bienes fabricados entre los productos sencillos y los que son más sofisticados, presenta el problema de pasar de una competitividad de precios a otra centrada en la calidad del producto. Cuando estas sustituciones se topan con grandes obstáculos, la competencia con los países desarrollados en estos sectores se hace más difícil y la presión sobre las evoluciones de los salarios todavía más elevada.

La sobrecarga del costo unitario del trabajo se hizo más grave a causa del ajuste de la moneda nacional al dólar, divisa en proceso de apreciación, como pudo observarse en Asia. Este ajuste al curso del dólar reduce la competitividad de las empresas asiáticas cuando exportan hacia los países asiáticos y/o hacia Europa. Ahora bien, el comercio intrarregional se intensificó durante estos últimos 20 años —entre estos países y Japón, y entre las economías de la primera generación y las de la segunda—, y la apreciación del dólar (y de las monedas ligadas a él) frente al yen¹³ redujo en la misma proporción la competitividad de las empresas, salvo las que tienen sobre todo una actividad de ensamblaje internacional como Tailandia. Esta particularidad de los intercambios está menos presente en las economías latinoamericanas, ya sea porque exportan casi exclusivamente a Estados Unidos (85% del valor del comercio exte-

12 Aquí le damos preferencia al análisis en términos de productividad del trabajo, más que al de la productividad total de los factores. Sin embargo, después de los trabajos de Young, retomados y desarrollados por Krugman, sabemos que varios economistas consideran que el crecimiento de los países asiáticos debería encontrar pronto un límite, ya que dependería sobre todo de la utilización del trabajo y del capital, y muy poco del progreso técnico, lo que quedaría demostrado por la baja de la productividad total de los factores y que la crisis actual sería la manifestación de una incapacidad de pasar de un crecimiento extensivo a uno intensivo. No compartimos este punto de vista, pero no es nuestra intención discutirlo. Sin embargo hay que recordar que esta conclusión es el producto directo de la utilización de una función de producción que *se porta bien* (véase Singh, 1995).

13 Recordemos que en 1997 el valor del yen pasó de 80 a 147 yenes por un dólar.

rior de México es hacia ese país), ya sea de manera más equilibrada, dividiéndose entre comercios intrazonas, norteamericanos y europeos. Sin embargo, el ajuste con el dólar condujo a sus monedas nacionales hacia una considerable apreciación, en términos reales, debido a la fuerte caída de la inflación, a la ausencia de depreciación que compensara la tasa de cambio nominal en el conjunto de los países y a una entrada masiva de capitales.

El nivel de productividad insuficiente en un contexto de liberalización de la economía y la apreciación de la tasa de cambio real, concentran las presiones en el nivel del salario y su evolución. Esta variable y la búsqueda de nuevas formas de organización del trabajo, de nuevo se vuelven vertebrales dentro de la lógica de regímenes de acumulación centrados en el desarrollo de las exportaciones, en el contexto de una creciente liberalización de la economía y de una autonomía de los grandes grupos industriales, más elevada que antes, frente al Estado. Este imperativo es todavía más pesado cuando el aparato productivo envejece por inversiones insuficientes en volumen y en calidad, como fue el caso en las economías latinoamericanas en la década de 1980 (*la década perdida*). El ejemplo que ofrece Argentina respecto a esto raya en la caricatura, ya que durante la década de 1990 se puede observar una tendencia a la baja de los salarios medios reales, una dispersión mayor que antes y un crecimiento sustancial de la productividad del trabajo.

De la subinversión latinoamericana a los cambios de forma de la inversión

En las economías latinoamericanas, la tasa de formación bruta de capital siguió siendo modesta después de la *década perdida* (década de 1980). En América Latina, la inversión crece poco comparada con esa década (a excepción de Chile y un poco Argentina en 1997-1998),¹⁴ pero cambia de *forma* en la medida

14 Sin embargo, aumenta más de lo que demuestran las estadísticas. Las importaciones están compuestas sobre todo por bienes de capital y productos intermedios. La apreciación relativamente alta de las monedas nacionales desde el final de las fuertes devaluaciones hace que baje relativamente el valor de los bienes de producción con respecto al de los bienes de consumo. Por lo tanto hay una subapreciación del valor de las inversiones. Por lo general se conviene en evaluarlo aproximadamente a dos puntos del PIB. Esta relativa baja del valor de los bienes de producción juega el mismo papel que un progreso técnico *capital saving* en el sentido de la señora Robinson (1956): aumenta la eficacia del capital. Finalmente podríamos agregar que las importaciones de bienes de capital incorporan nuevas tecnologías, de tal manera que, retomando una expresión de Kaldor, la forma de la inversión cambia. Estos nuevos bienes de inversión tienden a trastornar aparatos de producción obsoletos por la crisis del endeudamiento y la insuficiencia debida a las inversiones y a las importaciones, y aumentan la eficacia del capital y la productividad del traba-

en que incorpora tecnologías de punta. El desarrollo derivado de la productividad reduce la brecha tecnológica con los países desarrollados; pero la inversión crece muy poco como para permitir un aumento suficiente de la producción del trabajo y volver competitivas las industrias afectadas por el retiro del Estado y la fuerte apreciación de las monedas en relación con el dólar. Las nuevas tecnologías requieren nuevas formas de organización del trabajo, pero no necesariamente las involucran. No existe ningún determinismo tecnológico en esta materia, como numerosos estudios lo han demostrado.¹⁵ Al revés, se puede considerar que la insuficiencia de inversión, y por lo tanto de equipamiento, puede ser compensada, en términos de productividad del trabajo, por formas específicas de dominación sobre el trabajo. La flexibilidad adquiere entonces más importancia. En condiciones de competencia incitada por la apertura, la reducción de los costos unitarios del trabajo, a falta de inversiones suficientes, pasa en parte por la búsqueda de una mayor flexibilidad de la fuerza de trabajo, sin que ésta esté necesariamente ligada a la naturaleza de las tecnologías utilizadas. Y, puesto que la insuficiencia de inversiones se explica en parte por arbitrajes en favor de las actividades financieras, al ser más elevado que antes el peso financiero en el balance de las empresas, también incita con mayor fuerza que antes a buscar una mayor flexibilidad del trabajo.

Cuando estas economías hacen depender su crecimiento de la movilidad internacional del capital, la apreciación de la tasa de cambio real en relación con el dólar no es resultado de una política económica equivocada; es el producto directo de las opciones tomadas para salir de la crisis de inflación en la que estos países se encontraban. Dicho de otra manera, la lógica de este nuevo régimen de acumulación, caracterizado por una fuerte imposición de lo financiero sobre lo productivo, conduce, ineluctablemente, al mismo tiempo, a una apreciación de la moneda nacional y a brutales devaluaciones cuando sobreviene la crisis; en vez y en lugar de una flexibilidad de los cambios, los salarios pueden bajar mucho y las condiciones de trabajo evolucionar rápidamente hacia una mayor flexibilidad y una pronunciada inestabilidad. Argentina

jo, al mismo tiempo que promueven diferentes modos de organización del trabajo y una relación entre trabajo calificado-trabajo no calificado a favor del primero (Feenstra y Hanson, 1997). La apertura, *en este punto precisamente*, permite a las industrias nacionales beneficiarse con economías externas de escala internacional y obtener un aumento de rendimientos.

¹⁵ Véase, por ejemplo, la totalidad de las investigaciones presentadas en el número de la revista *Tiers Monde* coordinada por Hirata, Lautier, Salama (1998) y/o el número de *World Development* editado por Humphrey (1995).

ofrece un ejemplo casi puro de estas evoluciones, en donde el salario promedio baja, la productividad crece mucho y el desempleo se mantiene en niveles muy elevados, a veces a pesar de las sustanciales tasas de crecimiento del PIB. Argentina es el único país grande en el que la distancia entre los ingresos promedio de los trabajadores no calificados y el de los trabajadores calificados crece con una particularidad, que los dos bajan, pero uno más rápido que el otro.¹⁶

De manera más general, y aunque los regímenes de acumulación de las economías asiáticas de la primera y de la segunda generaciones, y de las grandes economías latinoamericanas sean diferentes, *la apreciación de las monedas nacionales se presenta, en todos los casos, más como el reflejo de la lógica de sus respectivos regímenes de acumulación, hoy con un predominio de lo financiero*, que como el producto de políticas económicas equivocadas. Aunque estas economías estén muy abiertas al comercio internacional o no, su inserción en las finanzas internacionales de todos modos les tiende una trampa al nivel de los cambios, y por lo mismo acentúa la presión hacia una moderada evolución de los salarios reales medios (podría ser hasta una baja en los casos extremos), seguida por una caída durante las crisis, y por otra parte, refuerza la necesidad de exportar más cuando la brecha comercial aumenta, debido a los efectos de la apreciación sobre las importaciones, lo que tiende a acentuar aún más la presión sobre los ingresos del trabajo e invita a una mayor flexibilidad.

LA DIFERENTE NATURALEZA DE LAS CRISIS

Finanzas y valorización o el regreso de las finanzas sobre el trabajo en Asia

Una valorización insuficiente

Los conglomerados practicaron la no transparencia de sus cuentas. Por el momento es difícil hacer un análisis totalmente confiable de la valorización de su capital y de su evolución en los principales sectores. Sin embargo, tenemos algunos datos, bastante burdos, que revelan la profundidad de esta crisis. En su reporte de 1998, el BPI calculó la evolución del coeficiente marginal del capital, medido como la relación de la tasa real de crecimiento del PIB sobre la razón inversión en relación con el mismo PIB. De los cinco países estudiados (Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia), sólo Indonesia tuvo un

16 Lo que no quiere decir que los ingresos de los trabajadores muy calificados, del sector privado, no aumenten.

aumento (leve) de dicho coeficiente entre los periodos de 1986-1990 y 1991-1996. En los demás países bajó, pasando de 32.9 a 20.2 en Corea, de 25.1 a 22.1 en Malasia, de 20.5 a 12.2 en Filipinas y de 32.6 a 12.9 en Tailandia (BPI, 1998: 38 y siguientes), lo que se traduce, desde un punto de vista macroeconómico de la inversión, en una nueva fase de los rendimientos a la baja, más o menos pronunciados. Más significativa, sin duda, es la evolución de la relación entre inversión extranjera directa y expansión de las exportaciones (BPI, 1998: 39). Esta relación se debilitó en la década de 1990 (más exactamente durante el periodo 1992-1996) en todo el grupo de países, y particularmente en Tailandia. Según Corsetti *et al.* (1998), el aprovechamiento de los *chaebols* coreanos, que estuvieron a punto de quebrar en 1997, habría disminuido de manera significativa en la década de 1990, tal como podemos ver en el siguiente cuadro:

CUADRO 7
APROVECHAMIENTO DE ALGUNOS CHAEBOLS
(en porcentajes)

<i>Chaebols</i>	Promedio 1992-1996	1996
Hanbo*	3.0	1.7
Sammi*	2.9	3.2
Jinro*	2.7	1.9
Kia*	18.9	8.7
Dainong	6.8	5.5

*Estos *chaebols* quebraron en 1997.

FUENTE: Economic Research Institute, en Corsetti *et al.* (1998).

La poca transparencia de las cuentas y la disgregación de los datos hacen muy difícil determinar las causas de la baja de valorización del capital. Cabe preguntarse si ésta se debe principalmente a la baja de rendimientos, provocados a su vez por una sobreinversión, o bien a una amputación creciente de las ganancias por el aumento del coeficiente de endeudamiento de las empresas, y por ende de los servicios financieros. Según Chang *et al.* (1998), en Corea el margen operacional neto de los gastos financieros en relación con las ventas es de 2.8% en promedio entre 1973 y 1996, y de 1% en 1996 (los gastos financieros relativos a las ventas son de 5.5 y 5.8%, respectivamente). Resulta interesante oponer estos datos a los de Taiwán, que evitó la crisis y padece una baja en su crecimiento, y de Estados Unidos. Los gastos financieros son más bajos: en 1995 eran de 2.2% en Taiwán y todos los márgenes operacio-

nales netos de estos gastos son superiores a los de Corea: 5.1% en Taiwán y 7.9% en Estados Unidos. Por un lado, el margen operacional antes de los gastos financieros, en Corea, es comparable aunque ligeramente a la baja, al de Taiwán y Estados Unidos; por el otro, una vez que se contabilizaron los gastos financieros la diferencia es mayor.

CUADRO 8
COMPARACIONES INTERNACIONALES DEL APROVECHAMIENTO

<i>Rubros</i>	<i>Corea 1973-1996</i>	<i>Corea 1996</i>	<i>Taiwán 1995</i>	<i>Estados Unidos 1995</i>
• Margen operacional/venta	7.4	6.5	7.3	7.7
• Gastos financieros/venta	5.5	5.8	2.2	n.a.
• Margen operacional neto de los gastos financieros y varios/venta	2.8	1.0	5.1	7.9

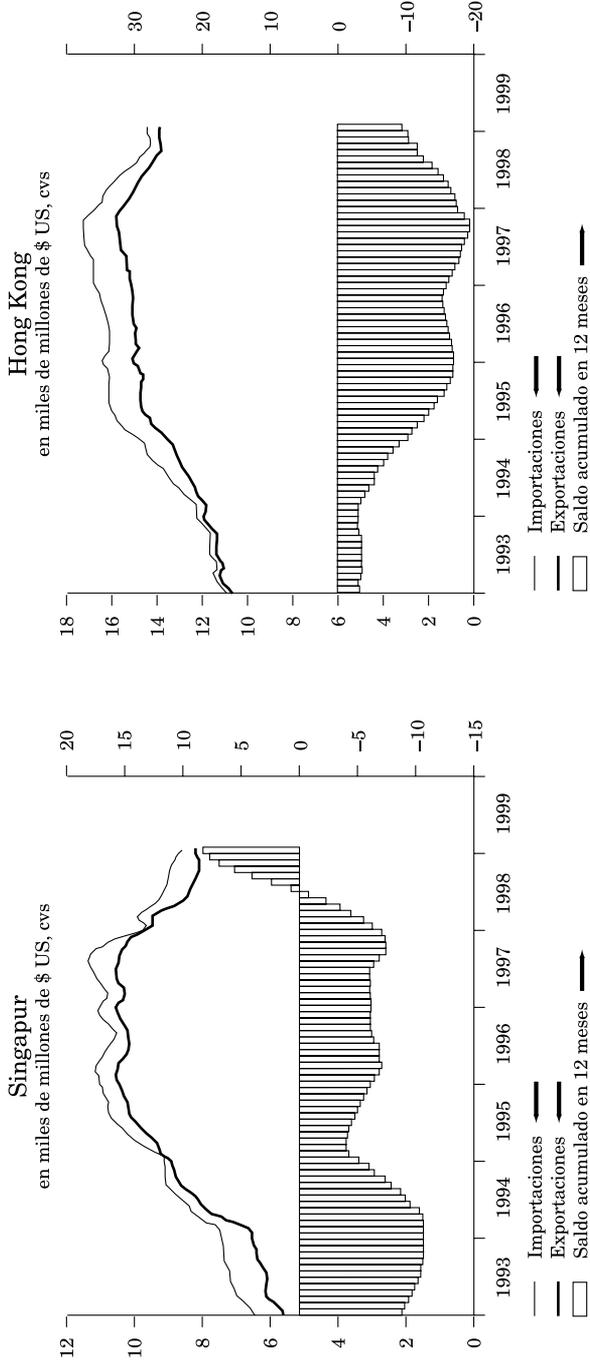
FUENTE: Banco de Corea, en Chang *et al.* (1998), p. 742.

Podríamos entonces atribuir la baja del aprovechamiento a la carga de los gastos financieros, y por lo tanto al endeudamiento, pero es interesante notar que el aprovechamiento, antes del descuento de estos gastos, también baja en Corea. Esta última evolución se traduce en una baja de la eficiencia del capital comprometido, provocada a su vez por una baja de la competitividad de la industria.

El relativo descenso de la competitividad se traduce en una sensible disminución de las exportaciones desde 1995 y una baja absoluta en 1996, tal y como puede verse en las gráficas adjuntas (véase gráfica 3). Esta disminución y esta baja son la consecuencia del rápido aumento de los salarios (superior al de la productividad del trabajo en Corea), de una sensible apreciación de la tasa de cambio, así como de una flexibilidad del aparato industrial menor que en el pasado, y probablemente a una deslocalización no lo bastante rápida de sectores de la industria hacia países asiáticos, llamados de segunda generación, en donde los salarios son sensiblemente más bajos y mayores las posibilidades de gestionar la fuerza de trabajo de una manera más libre.¹⁷ Si bien es cierto que el desarrollo de la productividad fue sustancial, puede conside-

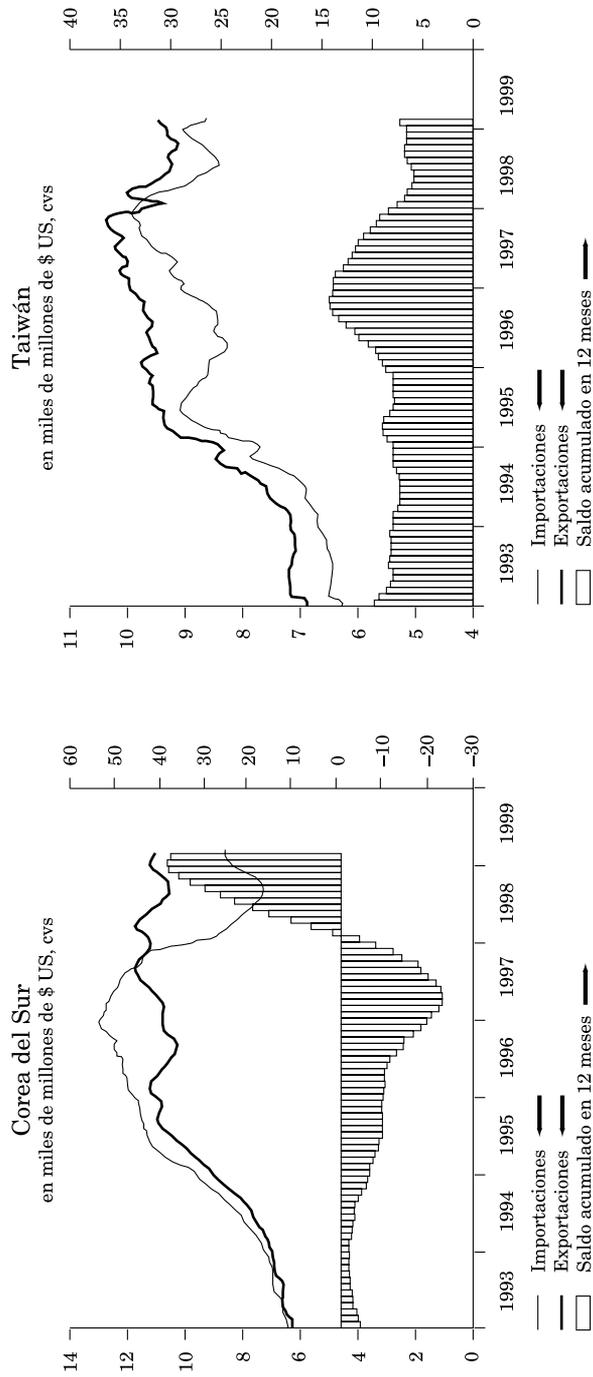
17 Por el contrario, como Taiwán deslocalizó más y tuvo gastos financieros más bajos, padecerá menos que Corea esta baja de la competitividad y la saturación del mercado mundial de algunos productos.

GRÁFICA 3
LOS INTERCAMBIOS EXTERIORES



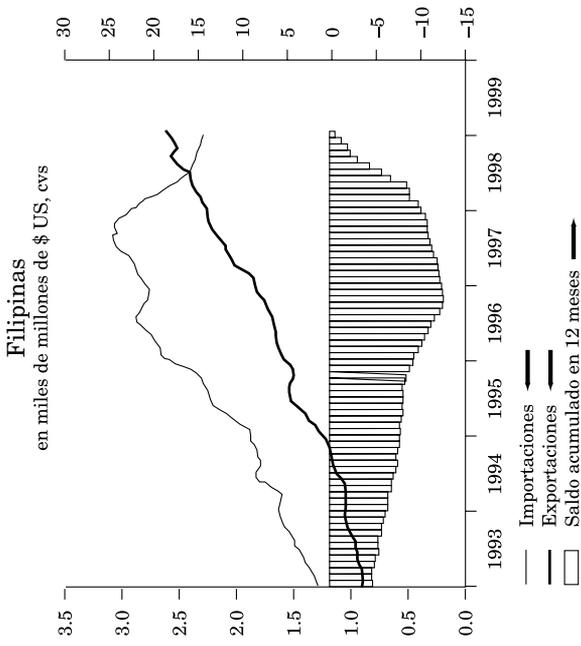
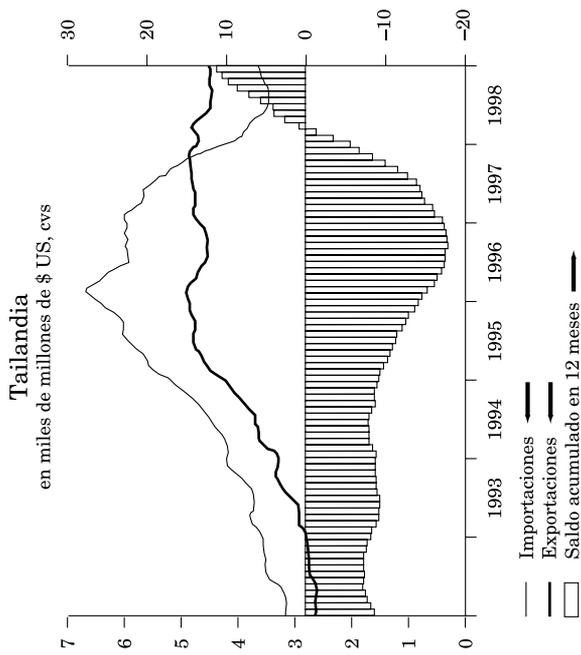
FUENTE: FMI, Rexecode.
Última observación: enero de 1999.

...CONTINÚA GRÁFICA 3



FUENTE: FMI, Rexecode.
Última observación febrero de 1999.

...CONTINÚA GRÁFICA 3



FUENTE: FMI, Rexecode.

Última observación diciembre de 1998 a enero de 1999.

rarse que resultó insuficiente frente al ritmo del incremento de los salarios y a la apreciación de la moneda nacional. Y aunque la flexibilidad del aparato productivo fuera alta, no fue lo bastante, y los países asiáticos —con algunas excepciones— tuvieron crecientes dificultades para modificar sus especializaciones y para inscribirlas en productos con elasticidades de la demanda conforme al ingreso y a los altos precios y en bienes con una alta composición tecnológica cuya competitividad depende de la calidad más que del precio.¹⁸

Con la disminución de la demanda externa, las cargas financieras aumentan, en términos relativos, de manera desmesurada, y las empresas muy endeudadas se encuentran frente a las consecuencias de un financiamiento relajado. La sobrecarga del servicio de la deuda de las empresas se vuelve excesiva a partir del momento en que el crecimiento de la producción disminuye. *No es sólo el aumento de la tasa de interés lo que hace más difícil la conciliación entre el grado de liquidez y el endeudamiento —como podría deducirse del estudio de Mynski sobre el financiamiento Ponzi— sino también la baja de la rentabilidad producida por la relativa disminución de los mercados de bienes exportados por las economías asiáticas.* Esta disminución se debe al mismo tiempo a la relativa caída de la competitividad y a la saturación de los mercados de estos productos y, por lo tanto, a la incapacidad de intensificar la flexibilidad —ya bastante alta— de su aparato de producción y así cambiar suficientemente la gama de productos destinados a la exportación.

En un primer tiempo, la forma de conglomerado pudo favorecer, en algunos países como Corea, a las economías de *aglomeración* y permitir socializar las primeras pérdidas sobre los nuevos proyectos con las ganancias de otros más antiguos, al mismo tiempo que constituía una fuerza de negociación con el Estado lo suficientemente grande como para poder seguir obteniendo las consiguientes ayudas. En un segundo tiempo, esta forma compleja y poco transparente pudo generar más costos de transacción y frenar la externalización necesaria de ciertas producciones. Esta crisis financiera es más importante que la que enfrentó México en 1994,¹⁹ y estuvo provocada en parte por una crisis de valorización.

18 Esta apreciación de la crisis de valorización latente, más tarde confirmada con la evolución menos favorable de las exportaciones, difiere de la desarrollada por Krugman, en la medida en que no depende de la misma demostración (los cálculos de la productividad total de los factores y los implícitos sobre la naturaleza de la función de producción probada) y no considera que la crisis de valorización fuera producto de una incapacidad, igual que en los países del Este, de pasar de una acumulación extensiva que incorpora el progreso técnico.

19 La profunda recesión provocada por esta crisis duró poco tiempo (un año), sus consecuencias sociales fueron importantes, pero México pudo reanudar el crecimiento después de una devaluación masiva, un desarrollo considerable de sus exportaciones hacia Estados Unidos en

El ritmo de las exportaciones debe mantenerse a un nivel elevado. Si ese (ya) no es el caso, la vulnerabilidad financiera de las empresas se ve amenazada y con ella también las de los bancos. Así sucedió desde 1996 y en 1997: la crisis financiera se desarrolló primero en Tailandia, después en Hong Kong, seguido de Corea y en la mayoría de las economías asiáticas.

De un financiamiento *Ponzi* a la crisis financiera

En Asia las empresas han financiado sus inversiones masivas con sus propios recursos y pidiendo prestado en forma excesiva. Además les ha sido mucho más fácil pedir prestadas tales sumas, ya que el desarrollo de la liberalización en estos últimos años propicia que los bancos otorguen créditos sin un análisis preciso de los riesgos que corren. En efecto, con la liberalización, los bancos enfrentan una competencia más fuerte, cuyo resultado fue una reducción de los márgenes, acentuada por el alza de las tasas de interés sobre los depósitos, y una más fuerte volatilidad de las tasas de interés provocada por el final del encuadre del crédito y de las tasas, lo que los conduce a arriesgarse más que antes. Dos razones más explican este comportamiento *poco prudente*: por un lado, el contexto macroeconómico tiene un exceso de liquidez, los capitales fluyen del extranjero atraídos por las altas tasas de interés en un momento en que en sus países están bajando. Por otra parte, los bancos se lanzan en nuevas actividades para las que no forzosamente tenían la experiencia necesaria. En su reporte de 1998 (pp. 126 y siguientes), el BPI utiliza varias veces la expresión *extraordinaria* para calificar la expansión del crédito, dirigido no sólo a las empresas, sino también hacia el sector inmobiliario en pleno desarrollo. Según Miotti *et al.* (1998), a finales de 1996 los bancos asiáticos tienen más liquidez, son más eficaces que los latinoamericanos, pero menos productivos, menos solventes, y sobre todo menos capitalizados. Hay entonces más posibilidades de que aparezcan riesgos de quiebra, ya que la garantía del Estado disminuye a medida que la liberalización avanza.

Gracias a este comportamiento de las instituciones financieras, los grupos industriales pudieron aplicar fácilmente la estrategia de *la fuga hacia delante* al diversificar sus producciones, sobredimensionar sus capacidades de oferta y apostarle a la baja de los costos ocasionados por las economías de escala y de conglomerado. También diversificaron sus actividades, y en algunos casos

pleno crecimiento (Weintraub, 1997) y una sobrecarga de su deuda, manteniendo el mismo régimen de acumulación. Se puede pensar que ése no será el caso para la mayoría de las economías asiáticas y que el regreso al crecimiento pasará por una evidente reestructuración de su aparato productivo y de las otras relaciones de las finanzas con lo productivo.

no dudaron en especular sobre valores inmobiliarios y en concebir proyectos de inversión, cuyo objetivo oculto era el de legitimar préstamos con el fin de reembolsar préstamos anteriores y practicar así el financiamiento *Ponzi*.²⁰ La razón deudas sobre fondos propios de las empresas alcanza niveles muy elevados, superiores a los observados en los países desarrollados. Según *The Economist* (29 de noviembre de 1997), de los treinta *chaebols* más importantes en Corea, 25 tenían una razón deudas/fondos propios superior a tres, y diez de ellos superior a cinco, contra una razón normalmente cercana a uno en las economías desarrolladas.²¹

Nuestra tesis atribuye a la sobreinversión la mayor responsabilidad de la crisis. Los comportamientos poco prudentes de las instituciones financieras facilitaron esta sobreinversión y acentuaron su fragilidad. Numerosos economistas no comparten este enfoque de la crisis (para una presentación de los debates, véase Yung Chul Park y Chi-Young Song, 1998; y Geoffron y Plihon, 1999). Por ejemplo, para explicar la fragilidad financiera, Radelet y Sachs (1998, 1999) insisten en el papel de la razón, muy elevada, de las deudas a corto plazo sobre reservas internacionales. Para algunos, lo hemos visto, el hecho de tomar las medidas de liberalización de manera muy precipitada es una gran responsabilidad. La inestabilidad intrínseca de los mercados financieros internacionales, la apreciación de las monedas ligadas al dólar y la coyuntura poco favorable de Japón jugaron un papel evidente. Yung Chul Park y Chi-Young Song (1998) buscan medir el papel del contagio en el desencadenamiento de las crisis sometiendo a examen una relación que hace depender la predicción de una crisis de cambio, ya sea de un desequilibrio de los fundamentales, o de un pánico financiero.²² El examen concluyó que es imposible determinar quién es responsable, si el pánico financiero o los *fundamentales*; todos lo son. Los mismos autores buscan entonces probar el papel del contagio, una vez que la crisis financiera se ha desatado, estableciendo una relación entre la tasa de cambio en Corea en el tiempo t , y las de Malasia, Tailandia e Indonesia en el tiempo $t-1$, y finalmente la de Corea en el tiempo $t-1$. Parece

20 Esta desviación de los financiamientos de sus objetivos establecidos era tan cómoda, que durante la década anterior los bancos tenían la costumbre de otorgar créditos sin analizar la situación financiera de las empresas, y a partir de una decisión tomada por la administración pública cuando los proyectos de inversión correspondían con los objetivos del plan y que, con la liberalización, se acentuó la competencia entre los bancos.

21 Esta razón era cuatro veces más baja en Taiwán (véase Yung Chul Park, 1998: 32).

22 En este modelo son tomados en cuenta el déficit de la cuenta corriente en porcentajes del PIB sobre los cuatro años anteriores a la crisis, la tasa de crecimiento de los créditos privados sobre tres años, la sobrevaluación y la razón de las reservas sobre los compromisos a corto plazo y las importaciones.

que Corea se vio afectada por las crisis que surgieron en Indonesia y más particularmente en Tailandia. Sin embargo, este *test* no puede evaluar el papel jugado por la caída de la bolsa de Hong Kong el 23 de octubre de 1997, ya que el dólar de Hong Kong no se devaluó; no obstante, los observadores en general consideran que Corea fue más sensible a la caída de esta bolsa (Sgard, 1999) que a la crisis de julio del bath. Como sea, suponiendo que la relación entre las tasas de cambio resulte pertinente, no explica las causas de este contagio. ¿Acaso proviene del pánico de los inversionistas que no establecen diferencias, o casi, entre los países asiáticos, o bien de un desequilibrio de los *fundamentales*? Puede parecer lógico que el contagio será tanto más fuerte de un país a otro cuanto que: 1) los criterios macroeconómicos (los *fundamentales*) se acerquen; 2) las relaciones comerciales sean estrechas (Corsetti *et al.*, 1998), ya que la devaluación en un país amenaza las exportaciones en otro y conduce a una protección en contra de estos cambios en las condiciones de la competencia,²³ y 3) que la integración entre los países, por *silenciosa* que sea, es importante tanto en el nivel comercial como en el financiero. Estos tres criterios son analizados por Yung Chul Park y Chi-Young Song.

Los resultados son interesantes. Cuatro países: Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia tienen *fundamentales* muy cercanos. Entre 1994 y 1996 se analizan doce variables²⁴ que conciernen a ocho países, tanto en el nivel de su valor absoluto o relativo como de su diferencia tipo. A cada variable se le asigna un marcador dependiendo de la magnitud de su diferencia tipo en relación con el promedio entre 1 y 9. Entre mejor sea la situación, más alto será el marcador. El marcador máximo para cada país es de 108. Se establecen cuatro grupos de países en 1995 y en 1996, y los resultados obtenidos con este método muestran que en 1995 Singapur y Taiwán tienen buenos *fundamentales*, al contrario de Indonesia y Filipinas. La clasificación es la misma en 1996, aunque para algunos países los marcadores no sean tan buenos (véase cuadro 9).

Aunque las diferentes variables no hayan sido ponderadas de manera específica, esta clasificación nos permite ver que los países asiáticos están lejos de vivir la misma situación. Basándonos en esta clasificación, no podemos considerar que la crisis Thai haya contagiado a las economías del grupo 1, o hasta

23 De esa manera pueden interpretarse los cambios de paridad que intervinieron en Singapur y en Taiwán.

24 Las variables son las siguientes: tasa de crecimiento del PIB, tasa de ahorro, tasa de crecimiento de las exportaciones, reservas internacionales, deuda externa sobre el PIB, saldo de la balanza de cuenta corriente sobre el PIB, saldo presupuestal sobre el PIB, tasa de apreciación, tasa de desempleo. Estas variables no reciben un orden particular y por lo tanto todas juegan el mismo papel.

CUADRO 9
COMPARACIÓN DE EVALUACIONES DE LOS *FUNDAMENTALES*

<i>Grupo</i>	1995		1996	
Grupo 1	Singapur 91	Taiwán 77	Singapur 82	Taiwán 78
Grupo 2	Corea 67	Malasia 71	Corea 57	Malasia 62
Grupo 3	Hong Kong 50	Tailandia 57	Hong Kong 54	Tailandia 50
Grupo 4	Indonesia 37	Filipinas 35	Indonesia 41	Filipinas 42

FUENTE: Yung Chul Park y Chi-Young Song, 1998, p. 24.

las del grupo 2. El contagio se explica por otras razones. La integración financiera y la necesidad de liquidar posiciones pueden haber jugado un papel importante. Podría decirse lo mismo de las estrechas relaciones comerciales.

Como lo subrayamos, el contagio de la crisis financiera de un país a otro sólo es duradero si las condiciones son propicias. Hemos analizado tales circunstancias insistiendo en una variable que, por lo general, es omitida —la baja de rentabilidad— y analizada indirectamente según sus efectos sobre el saldo de la balanza comercial, o incluso de la tasa de endeudamiento. Los ejemplos que ofrece la propagación de la crisis mexicana a finales de 1994 confirman este punto de vista, ya que se extendió hasta Argentina, pero no llegó a Brasil. Hoy en día la crisis brasileña se extiende hasta Argentina, pero muy poco en México. El contagio de un país a otro depende de los límites alcanzados por ciertos *fundamentales* y puede desencadenar una crisis latente, pero no la crea completamente.

Cuando la crisis se desarrolla, la flexibilidad del trabajo crece con la proyección de la crisis financiera sobre el nivel de actividad de la producción. Aunque el crecimiento de la flexibilidad del trabajo es producido por la crisis, la condición para superarla es buscar dicho incremento (liquidaciones, bajas de salario, precarizaciones, intensificación por introducción de otros modos de dominación en el trabajo) (Jong-Wha Lee y Changyong Rhee, 1999). Las cotizaciones bursátiles que se disparan tienen un efecto de rebote cuyo precio es el desplome de la masa salarial. La reorganización de las empresas debilitadas por esta crisis se traduce en el establecimiento de modos de gestión de la fuerza de trabajo más flexibles que antes. El trabajo precario, la intensidad del trabajo y el desempleo se desarrollan con la puesta en práctica de formas de

organización del trabajo encaminadas a reducir los tiempos muertos y a valorizar mejor los equipos utilizados. Si el desarrollo de las finanzas no afectó el modo de organización del trabajo en Asia del Norte y del Sudeste durante la larga fase de crecimiento,²⁵ la crisis financiera actúa profundamente sobre los modos de gestión del trabajo.

Hacia una economía casino en América latina
Un régimen de acumulación específico
con un predominio de lo financiero

La financiarización de las empresas durante la época de la *década perdida* de 1980 pesaba mucho sobre los ingresos del trabajo (Salama y Valier, 1994). Resurgieron arcaicos modos de dominación en el trabajo: el alargamiento de la jornada laboral de los trabajadores, que así multiplicaba los empleos con el fin de atenuar los efectos de la drástica baja de los ingresos, volvía a actualizar la plusvalía absoluta *a la antigua* (Salama en Chesnais, 1996). Con el fin de la crisis en la década de 1990, la situación cambia. Las finanzas ya no juegan exactamente el mismo papel y sus efectos sobre el trabajo son diferentes. La rápida apertura de las fronteras condujo a una destrucción-reestructuración del aparato productivo si bien la destrucción le ganó en parte a la reestructuración, contrariamente a las predicciones de los partidarios de una rápida liberalización de los intercambios y de que el Estado se retirara del ámbito económico. El dinámico desarrollo de las exportaciones, y la transformación que a veces se hacía a su contenido, no son suficientes para compensar el de las importaciones. La reestructuración del aparato industrial no es lo suficientemente rápida ni significativa como para que las empresas modernizadas puedan exportar de forma masiva y transformar positiva y duraderamente el saldo de la balanza comercial ya que, efectivamente, las inversiones no son

25 La búsqueda de una mayor flexibilidad del trabajo y de una moderación salarial no es el resultado de una gran *financiarización* de las empresas. Éstas mantienen tasas de inversión muy elevadas, del orden del doble del que se observa en América Latina. La flexibilidad que desean las empresas se origina en las mutaciones técnicas, pero también, y sobre todo, en la búsqueda de medios para contrarrestar la pérdida de competitividad que sufren. Constituye un medio óptimo para restablecer la valorización del capital, siendo que las otras resultaron insuficientes (segmentación: deslocalización de las producciones más sencillas hacia las economías asiáticas de segunda generación, deslizamiento hacia productos más sofisticados, con un coeficiente búsqueda más significativo), como hemos podido ver. Mientras el régimen de acumulación de tipo *sustitución de las exportaciones* no sea modificado y el contexto de liberalización en el que se desarrolla no sea cuestionado, la incapacidad de imponer una flexibilidad de la fuerza de trabajo más elevada y de frenar el desarrollo de los salarios hará disminuir la valorización del capital y aumentará los problemas financieros analizados.

lo suficientemente elevadas en relación con el PIB (véase anexo estadístico). Las bolsas registran un desarrollo significativo, no sólo porque llegan capitales del extranjero debido a las privatizaciones, sino también porque las empresas actúan a favor de inversiones lucrativas. Es entonces cuando la relativa fragilidad de sus tasas de inversión lastra la gestión del trabajo. Se buscan formas originales de dominación en el trabajo con el fin de compensar la falta de ganancia ligada a la fragilidad de la inversión. Es lo que vamos mostrar.

La salida de las crisis hiperinflacionistas fue un éxito debido a que la tasa de cambio volvió a ser creíble. La relativa estabilidad de la tasa de cambio nominal y el rápido final de la inflación se tradujeron en una fuerte apreciación de la moneda nacional en términos reales. A partir de ese momento se presenta la siguiente paradoja: por un lado, la liberalización financiera impone una relación más o menos estable de la moneda nacional frente al dólar, la entrada masiva de capitales tiende a apreciar la tasa de cambio real, que ya de por sí registró un incremento por la reducción de la inflación; por otro lado, la apreciación de la tasa de cambio en relación con el dólar frena el desarrollo de las exportaciones, al mismo tiempo que estimula las importaciones, y esto aunado a que el comercio es geográficamente variado (Brasil, Argentina) y que el dólar mismo se aprecia en relación con otras divisas clave. En estas condiciones, la brecha comercial se ve condenada a ampliarse y con ella el déficit de la balanza de cuenta corriente, además de que el aparato productivo, parcialmente obsoleto por los años de baja inversión y de hiperinflación, se ve brutalmente sometido a la presión externa, sin una política industrial que lo acompañe. El déficit de la balanza de cuenta corriente crece mucho, no sólo porque el saldo de la balanza comercial se vuelve extremadamente negativo, sino también porque aumentan mucho los gastos de turismo, los ligados al regreso de las ganancias y dividendos de las firmas internacionales, así como de las que están ligadas a la compra de patentes extranjeras, cuyo progreso está a la medida de la internacionalización creciente del capital (CEPAL, 1998); y finalmente los gastos ligados al servicio de la deuda externa. El déficit de la balanza de cuenta corriente manifiesta una parte de la necesidad de financiamiento, ya que sería conveniente agregar a este último la amortización de la deuda.

Mantener o aumentar las tasas de interés, condición necesaria pero no suficiente para atraer capitales, por un lado hace más vulnerables a los bancos al reducir parcialmente el valor de sus activos, incitar a otorgar malos créditos y aumentar el riesgo de incumplimiento de pago por parte de los deudores (Mishkin, 1995; Goldstein y Weatherstone, 1997); por el otro, aumenta con

siderablemente el costo de préstamos e incita a ver los proyectos de inversión a la baja por dos razones, una ligada al costo, la otra a la posibilidad de un arbitraje en favor de la compra de bonos de la tesorería, más productivos que la inversión misma.

La vulnerabilidad de los bancos, de por sí ya frágiles a causa de la muy rápida liberalización de los mercados financieros y al aumento de créditos dudosos, aumenta cuando los depósitos no siguen el mismo ritmo que el crecimiento de las tasas de interés, y su capitalización se vuelve más urgente cuando la crisis se presenta (Gavin y Haussman, 1995). Después de las fuertes devaluaciones de 1994 y 1995 en México, el costo para recapitalizar a los bancos y socializar sus pérdidas, más leves que en Asia, claro, alcanza dimensiones considerables (Giron y Correa, 1997). El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) lo evalúa en 15% del PIB en el caso de México y debería llevar a un serio aumento de la deuda interna.

La superación de los *déficit de la balanza de cuenta corriente* pasa por la entrada masiva de capitales cada vez.²⁶ El funcionamiento de la economía se orienta hacia lo que Keynes llamaba una *economía casino*. Las elevadas tasas de interés *agravan el déficit presupuestal* (sobrecarga del servicio de la deuda interna, recesión y disminución del avance de los ingresos) y frenan las inversiones. A partir de umbrales difíciles de definir, pero que por experiencia pueden estimarse entre 6 y 8% del PIB, la magnitud de los déficit (presupuestal, balanza de cuenta corriente) suscita una caída de la credibilidad de la política económica de los gobiernos, salidas masivas de capitales, una baja drástica de las bolsas nacionales y, en la mayoría de los casos, un desplome de la moneda en relación con el dólar, todo seguido de una recesión.²⁷ Una metáfora permite ilustrar la lógica de la economía casino: se *restan* las velocidades cuando dos trenes van en el mismo sentido con diferentes velocidades, se *suman* cuando estos trenes van en sentido contrario. Mientras que el funcionamiento de la economía casino no suscite temores de insolvencia, los déficit se cubren con los ingresos de capitales. Déficit e ingresos van en el mismo sentido, los segundos más rápidamente que los primeros, y el crecimiento de las reservas es el resultado de la diferencia de sus tasas de crecimiento. Cuando

26 Esta política es francamente un *éxito* durante años. En Brasil, por ejemplo, se captaron más de 121 miles de millones de dólares de enero de 1994 a marzo de 1998, que cubrieron el déficit de 84 miles de millones de la balanza corriente. Estos flujos masivos de capital explican el aumento de las reservas de aproximadamente 37 miles de millones de dólares.

27 Notemos que no es necesario tener déficit *gemelos*. El desencadenamiento de la crisis asiática se produjo aun cuando no hubiera déficit presupuestales.

los déficit siguen creciendo, pero los ingresos de capitales se frenan y éstos dejan el país, déficit y salidas de capitales se suman sin encontrar los medios de financiamiento internacionales, como pudimos observarlo en Brasil: en marzo de 1997 las reservas se elevaban a 74 miles de millones de dólares y en enero de 1998 se derrumbaron a 29 miles de millones. Es este *vuelco* el que explica al mismo tiempo la brutalidad de la nueva situación y la magnitud de la necesidad de capitales.

La persistencia de esas políticas puede parecer un suicidio que se explica por varios factores. El primero concierne al éxito mismo de estas políticas en su lucha en contra de la hiperinflación y la recuperación de la actividad económica. En ciertos casos (Brasil, México), la recuperación de las fases de crecimiento permitió una leve alza de los ingresos del trabajo, modesta para los empleos formales, más sustanciosa para los empleos informales no asalariados (Salama, 1996, 1998); en otros casos (Argentina), los salarios reales ciertamente bajaron, los de los trabajadores no calificados más que los de los trabajadores calificados (bid, 1998), pero seguramente bajaron menos que si la hiperinflación hubiera continuado. Esta evolución de los ingresos del trabajo y el alejamiento de la amenaza de verlos bajar por un regreso de la hiperinflación, son el origen de la elevada legitimidad de los gobiernos. La reducción, a veces drástica (Argentina), de los niveles de empleo, y la del nivel de vida de los trabajadores y de los jubilados, cuando se presenta, debilita esta legitimidad, pero, paradójicamente, la crisis financiera puede darle una nueva legitimidad a gobiernos (Brasil) que hayan demostrado anteriormente su capacidad para luchar en contra de la inflación, aunque tengan una particular responsabilidad en esta situación de crisis. La segunda razón de la persistencia de estas políticas se explica por el peso adquirido de quienes aprovecharon los beneficios producidos por la política de privatización, seguida de las ganancias producidas por la financiarización de la economía. La tercera razón que explica la inercia viene probablemente de que el éxito de una política condena al fracaso a cualquier otra política, en la medida en que ésta sea asimilada como un regreso al pasado y por lo tanto a las crisis de hiperinflación. El reinado del pensamiento único se alimenta así, paradójicamente, con sus propios fracasos y con la gran dificultad para concebir políticas económicas diferentes y otros modos de desarrollo del capital. Finalmente, sería un error ignorar la influencia de las instituciones internacionales en la definición de políticas liberales consideradas como las únicas compatibles con la modernización de

estas economías. Es por ello por lo que resulta difícil que estas políticas puedan ser rebasadas fuera del desarrollo de una crisis social y política.

La lógica financiera introducida por el funcionamiento de una economía casino tiende a imponer una gran inestabilidad y, por lo tanto, importantes fluctuaciones de la actividad económica. Se trata de un verdadero círculo vicioso. Aligerar el peso de estas presiones requeriría el cambiar de régimen de acumulación y romper así con la liberalización a ultranza del conjunto de mercados. No hacerlo es condenarse a una repetición de los encadenamientos,²⁸ como lo demuestran los recientes ejemplos de México y Argentina.²⁹ Pero no hacerlo es también evitar las consecuencias políticas, cuyo costo social sería demasiado elevado de haber aplicado alguna otra política económica. Es lo que explica que los gobiernos se vean en la necesidad de practicar la *política del avestruz*, al mismo tiempo que buscan legitimarse invocando las leyes inexorables de la economía, concebidas a partir del prisma del *pensamiento único*. Es lo que también explica que no baste con una crisis económica y que haga falta pasar por crisis políticas para imaginar y emprender otros caminos, ahora sí verosímiles.

Las consecuencias sobre el trabajo

El dinero parece producir naturalmente dinero y las relaciones entre el mercado financiero y el mercado de trabajo se presentan como relaciones de interdependencia. Más específicamente, ambos mercados se presentan como separados y dependientes: lo que, por ejemplo, sucede en un mercado puede tener consecuencias en el otro. Una baja en el desempleo sería mal vista por la bolsa, en la medida en que puede significar un regreso a la inflación, susceptible de provocar un alza de las tasas de interés.

²⁸ Los déficit de la balanza de cuenta corriente en porcentajes del PIB se vuelven demasiado significativos y gravan la credibilidad de la política económica del gobierno, los capitales huyen buscando protegerse de una devaluación y de un cese de pagos de los bancos y al hacerlo, los provocan. La crisis financiera estalla. Las trayectorias económicas se vuelven entonces profundamente irregulares, al crecimiento no le sigue una simple recesión, sino una crisis, un poco como en el siglo XIX en las economías europeas.

²⁹ En México, después de los déficit abismales de la balanza comercial y la crisis financiera que resulta de éstos, las fuertes devaluaciones en 1994 y 1995 provocaron grandes excedentes comerciales, que rápidamente se transformaron en déficit desde 1997. En Argentina, el efecto *tequila* provocado por la crisis mexicana detuvo el proceso de degradación de los intercambios exteriores a favor de una profunda recesión. Al no decretar una devaluación (por ser anticonstitucional), con el regreso del crecimiento, Argentina sufre de nuevo importantes déficit superiores a los previstos.

Con el desarrollo de los mercados financieros, el origen de las ganancias financieras se vuelve borroso y misterioso. Parece que el dinero produce dinero y que el mercado financiero es capaz de crear valor por sí solo. El capital financiero, como lo son la tierra, el trabajo y el capital físico en el paradigma neoclásico, se convierte, de alguna manera, en un *factor de producción* remunerado por aquello que produce. Sin embargo, parece que el mercado de trabajo y de las finanzas cohabitan de manera conflictiva: lo que es bueno para uno, parece malo para el otro y viceversa. En realidad, las relaciones de uno con el otro son más complejas. Las finanzas son pagadas sobre la plusvalía, pero pueden permitir producir más plusvalía. Cuando ayuda en la producción de plusvalía, ya sea porque permite adquirir suficientes capitales para invertir, o porque disminuye el riesgo mediante las operaciones de cobertura, es *virtuosa*, puesto que produce más de lo que cuesta. Si hubiera que hacer una comparación sería con los trabajadores del comercio. Improductivos, según Marx, son indirectamente productivos, ya que permiten la elaboración de mercancías y pueden acelerar la rotación del capital. Cuando ésta conduce a un arbitraje en contra de la inversión, porque las ganancias esperadas son superiores a las que se prevén en la producción, las finanzas pesan sobre las condiciones de trabajo. El *milagro de los panecillos* es una ilusión, el dinero solo no produce dinero, si no es por el trabajo, y si parece producirlo en el mercado financiero, es porque proviene por diversas vías y mecanismos del trabajo, difícilmente legibles.

Nuestra hipótesis de trabajo es que el desarrollo de uno (las finanzas) puede serle más o menos favorable al otro (el trabajo), pero que también puede desarrollarse una relación inversa y que *hoy en día tiende a dominar*. También suponemos que las relaciones entre las finanzas y el trabajo van más allá de simples relaciones de interdependencia y que en ese sentido tienen un carácter *orgánico*. Dichas relaciones, difíciles de delimitar en periodo de crecimiento, son más visibles en periodo de crisis y se manifiestan de diferente manera. Ya sea que la crisis financiera se origine por una valorización insuficiente del capital comprometido —como puede observarse en algunos países asiáticos— o que sea directamente financiera, a consecuencia de una desconfianza de los mercados financieros internacionales provocada, por ejemplo, por un profundo y creciente desequilibrio de la balanza de cuenta corriente —como podemos constatarlo en la mayoría de las economías latinoamericanas—, el resultado siempre es una reestructuración industrial y bancaria, y

un crecimiento de la flexibilidad del trabajo bajo una forma u otra, primero numérica, funcional después.³⁰

Se ve claramente que las relaciones de las finanzas con el trabajo son diferentes en Asia y en América Latina, por lo menos en las fases de crecimiento. En América Latina, el impetuoso desarrollo de las bolsas y su considerable volatilidad constituyeron un incentivo consecuente para las empresas industriales. Lejos de aumentar sustancialmente sus inversiones dentro del sector productivo, mantuvieron, relativizándolo, el comportamiento de rentabilidad desarrollado durante la *década perdida*. El arbitraje entre finanzas e inversión conduce a una financiarización relativamente elevada de las empresas. Es este arbitraje entre inversión y finanzas el que pesa sobre los modos de gestión de la fuerza de trabajo en un contexto de apertura y de elevada y rápida liberalización del conjunto de mercados. Dicho de otra manera, *la presión que conduce a formas de una más acentuada flexibilidad numérica y funcional, a una estabilización, casi a una regresión de los salarios reales mediante el juego de contrataciones más precarias que antes, al aumento del desempleo facilitado por la desregulación del mercado de trabajo, no puede ser comprendida sin anteponer el comportamiento constreñido de las empresas en un contexto de liberalización de la economía y del desarrollo de lo financiero* (Salamá, 1998). La capitalización bursátil en fuerte crecimiento y el más concentrado reparto funcional de los ingresos son el producto de un mismo proceso: el uno no puede comprenderse sin el otro.

El regreso de las grandes fluctuaciones, una comparación entre las crisis en Argentina, Brasil y México

La globalización financiera y la liberalización de los mercados facilitan la propagación de la crisis. Vimos cuál podía ser el papel del contagio financiero en el desencadenamiento de una crisis, pero subrayamos que la misma ya era latente, discernible. Sin embargo, hay que reconocer que la propagación de la crisis sirvió de pretexto a los gobiernos para culpar a los países en donde apareció primero.

Sometido a una fuerte especulación a finales de 1997, el gobierno brasileño pretendió ver en ella una consecuencia de la crisis asiática. La política esta-

30 Recordemos que según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la flexibilidad *numérica* concierne a todas las formas cuantitativas de la flexibilidad, internas o externas a la empresa, y tiene como objeto los salarios y el empleo. La flexibilidad *funcional* es de orden cualitativo y concierne a la adaptabilidad de la mano de obra empleada, es decir, a la organización del trabajo y a la posibilidad de modificarla.

blecida entonces para detener dicha especulación distaba mucho de corresponder a lo que estaba en juego: aumento desmesurado de las tasas de interés reales cercano al 50% anual con la apuesta de que éstas podrían bajar una vez que se detuviera la salida de capitales y se garantizara su regreso, economías presupuestales previstas y tasas de cambio reales estables. Por un lado, el alza de las tasas de interés provocó un considerable crecimiento del servicio de la deuda interna —a tasa flotante, compuesta de títulos a corto plazo a menudo ajustados al curso del dólar, superior a las economías presupuestales previstas (que por lo demás fue prácticamente imposible de realizar)—, y precipitó la recesión económica, aumentando aún más el déficit presupuestal. Este último alcanzaría rápidamente 7 a 8% del PIB y provocaría de nuevo la desconfianza de los especuladores acerca del riesgo de devaluación o la falta de pago por parte de las autoridades. Por otro lado, la considerable afluencia de capitales mantuvo la euforia por parte del gobierno, seguro del acierto de su política, y lo llevó a subestimar el aspecto estructural de la crisis.

Se impondría la idea según la cual la entrada masiva de capitales (correspondientes en gran medida a inversiones directas) iba a permitir cubrir los déficit actuales e impulsar nuevas exportaciones en el futuro, ya que además parecía corresponder a una interpretación (simplista) del ciclo de la balanza de pagos: los déficit que preparan los excedentes del día de mañana. La crisis que estalla en septiembre de 1998, la víspera de las elecciones, también fue atribuida a causas externas. Esta vez se le echó la culpa a la moratoria rusa y se definió una política muy parecida con el aval de las instituciones financieras internacionales, quienes debían ayudar con financiamiento a superar esta crisis, definida por el gobierno y por responsables del FMI, como *injusta* [...?]. El colmo de la ceguera llegaría cuando el presidente reelecto decidió continuar con su política económica, aunque todos los indicadores registraban la inminencia de una nueva crisis financiera, la cual irrumpió con fuerza.

Este régimen de acumulación con predominio de lo financiero se vuelve progresivamente una *trampa*, de la cual es cada vez más difícil salir sin una crisis. Caben dos conclusiones: la primera concierne a la naturaleza de la crisis cuando estalla. *No se trata necesariamente de una crisis de sobreproducción provocada por una acumulación de capital demasiado cuantiosa y por una rentabilidad ahora insuficiente. Es, sobre todo, salvo excepciones, el resultado de la lógica financiera de este régimen de acumulación.* Esto explica que la crisis pueda durar poco y que pueda reanudarse un elevado crecimiento. Si se supera el límite financiero del crecimiento mediante una devaluación y/o una ayuda masiva de los bancos e instituciones internacionales y de los gobiernos extranjeros, entonces, después de una profunda pero corta recesión, el creci-

miento puede continuar como pudo observarse en México y en Argentina desde 1996. La rápida mejora de la balanza comercial y la entrada masiva de capitales permiten superar la crisis y regresar al crecimiento por un tiempo, sin que el régimen de acumulación tenga que ser modificado. Retomando la metáfora utilizada a propósito de la dirección de los trenes, se regresa a un sistema de *sustracción*, hasta que la presión externa sea tal que otra vez se imponga la *adición* y que la crisis regrese brutalmente. *La lógica financiera de estos regímenes de acumulación muy abiertos al exterior sin estar preparados, imprime al crecimiento un perfil de "montaña rusa"*.

La muy elevada dependencia frente a los mercados financieros internacionales conlleva otros aspectos complementarios, cuyos efectos sobre la inversión, el despliegue de los activos en favor de los activos financieros, y el debilitamiento de los bancos, son considerables. El temor de que no entre suficiente capital hace que se mantengan elevadas las tasas de interés. De una forma general el nivel de las tasas de interés, fuera de las probadas fases de especulación sobre la moneda nacional, depende del régimen de cambio. En un sistema de *currency board* (Argentina), esas tasas pueden no ser muy elevadas (lo serán más para los productos en moneda local que para los que están en dólares), en un sistema de tasa de cambio flotante sin banda declarada y con una intervención no sistemática del Banco Central (sistema llamado no *sucio*, México), las tasas de interés son superiores, pero más frágiles que en un sistema con tasa de cambio fija, sobre todo si éste incluye, como en Brasil hasta principios de 1998, devaluaciones programadas. La política de fuertes tasas de interés es en general, lo hemos visto, un freno para la inversión y sobrecarga de manera considerable el servicio de la deuda interna de los estados, ya que aumenta mucho y rápidamente su déficit presupuestal, fuente de un creciente escepticismo en cuanto a la política económica del gobierno.

En suma, este tipo de crecimiento descansa sobre *el filo de la navaja* y su durabilidad es problemática. Cuando sobreviene la crisis, el temor de ver que los capitales salgan conduce a elevar las tasas de interés a tal nivel que éstas se convierten en un obstáculo casi imposible de salvar para los proyectos de inversión que necesitan recurrir al crédito y dificulta mucho el reembolso de los créditos anteriores, cosa que debilita a los bancos, pero también al gobierno ya muy endeudado. Puesto que se considera que esta medida es insuficiente para recuperar la confianza de los mercados, se establece entonces una política de austeridad, como pudo observarse en Brasil con la sucesión de los planes avalados por el FMI a finales de 1997 y principios de 1998. Se previnieron nuevos ingresos, así como claros recortes dentro de los gastos públicos (obviamente ajenos al servicio de la deuda interna), lo que conlleva que la legitimidad

del gobierno pueda verse debilitada con estas medidas. Los gastos públicos se reducen a tal grado que los que garantizan el servicio de la deuda interna y externa aumentan de manera excepcional, a medida que las tasas de interés se elevan y que conviene liberar un excedente presupuestal —fuera del servicio de la deuda— con el fin de que una vez cumplido este pago, el déficit no sea demasiado grande. Como es difícil crear nuevos impuestos, y como también se dificulta una significativa reducción de los gastos a causa de su carácter incompresible,³¹ resulta muy arriesgada la apuesta de reducir las tasas de interés una vez recuperada la confianza de los mercados internacionales y el regreso de capitales.³² El déficit presupuestal crece desmesuradamente, agravado por el efecto recesivo sobre el crecimiento, provocado por la fuerte alza de las tasas de interés. Paralelamente, el déficit de la cuenta corriente tiende a aumentar aunque la recesión frene las importaciones.

Nos encontramos así frente a un ciclo particular: las fluctuaciones del PIB son considerables, tanto al alza como a la baja. La duración de la recesión es corta, y los periodos de recuperación tienden a hacerse también más cortos, manifestando así una volatilidad muy pronunciada de las tasas de crecimiento. Las fluctuaciones son considerables. El ejemplo de Argentina y el de México, en menor medida, lo demuestran: en 1994 un fuerte crecimiento, en 1995 una fuerte recesión y en 1996 el regreso a un fuerte crecimiento. Sin embargo, éste no es el caso de Brasil durante dicho periodo. Por el contrario, la agitada crisis financiera —que se inicia en Brasil a finales de 1997 en un contexto de principios de recesión, superada, pero que regresa en septiembre de 1998, disminuye y regresa con fuerza en enero de 1999— acentúa y acelera la recesión, la cual se proyecta en Argentina, afectada por la caída de la cotización de las materias primas y por la reaparición del déficit de la balanza comercial, y se traduce en una importante recesión. Sin embargo, el contagio de un país al otro no afecta, o muy poco, a México, el que no obstante tiene una lógica fi-

31 Reducir los gastos de salud, como a menudo se propone, no sólo es un problema desde el punto de vista ético, cuando se sabe la magnitud de la insatisfecha demanda de atención médica, sino también ineficaz en relación con el aumento del servicio de la deuda, cuando se sabe lo poco que pesan los gastos de salud frente a los que garantizan el servicio de la deuda interna del Estado.

32 Las medidas que se tomaron en Brasil en noviembre de 1997 no permitieron bajar lo suficientemente rápido las tasas de interés. Éstas empezaron a bajar al cabo de varios meses, sin dejar de ser elevadas. En el nivel de los gastos, fuera de los destinados al servicio de la deuda, las economías no pudieron realizarse completamente. El déficit presupuestal creció mucho, a pesar de la considerable entrada de ingresos debida a las privatizaciones. Fue el aspecto considerado como insostenible de estos déficit el que condujo a los especuladores a invertir sus activos en el extranjero. Se estima que de los 45 miles de millones de dólares que salieron entre marzo de 1997 y enero de 1998, 30 fueron obra de los brasileños.

nanciera análoga de su régimen de acumulación. La disminución de la actividad económica es más el producto de una política de austeridad, instaurada para compensar los efectos negativos de la caída del precio del petróleo sobre los ingresos presupuestales, que el resultado de una fuga masiva y duradera de capitales. Los desequilibrios de la balanza de cuenta corriente no alcanzaron los umbrales de los misteriosos déficit a partir de los cuales el comportamiento de los especuladores cambia radicalmente. El nivel de desequilibrio de los *fundamentales* no es suficiente para que el contagio encuentre un espacio donde extenderse durante mucho tiempo y con fuerza. Pero el crecimiento de los déficit sirve de abono para la fragilidad de hoy y las especulaciones de mañana; y todo lo demás queda igual.

Parece que estas fluctuaciones se asemejan a las que se vivieron en Europa en el siglo XIX, cuando el Estado intervenía poco y el *salario indirecto* (subsídios por desempleo) era inexistente. El considerable retiro del Estado y la acentuada flexibilidad de la fuerza de trabajo, en este caso con la posibilidad de liquidar sin indemnización —sólo una pequeña parte de la población económicamente activa goza de una protección social significativa— hacen legítimo este tipo de comparación. Pero dos argumentos limitan la pertinencia de esta observación.

El primero concierne a la naturaleza de la crisis, el segundo a la volatilidad de las tasas de crecimiento, en cuyo caso es difícil calificar a estas crisis como de sobreproducción, como ya lo hemos podido notar. Esta caracterización puede aplicarse en varios países asiáticos en los que la tasa de inversión, después de alcanzar niveles extremadamente altos, se volvía, ya lo vimos, menos eficaz. Ése no es el caso de las economías latinoamericanas. Observamos que su tasa de inversión, aunque en ligero crecimiento durante la década de 1990, representa las tres quintas partes de la de las economías asiáticas y no alcanza la de la década de 1970. En cambio podemos considerar que estas crisis son fundamentalmente el producto directo de la lógica financiera de estos regímenes de acumulación. Es el temor al retiro de capitales y el retiro mismo lo que los conduce a implementar políticas de profunda recesión. La paradoja se encuentra entonces en su cúspide: *el retiro del Estado responsabiliza al Estado más que antes por la profunda inestabilidad del nivel de actividad.*

El segundo argumento concierne a la volatilidad de las tasas de crecimiento. Aquí se trata más de una deducción lógica que de una prueba estadística, ya que estos regímenes de acumulación fueron implementados durante la década de 1990, cuando nos encontrábamos frente a la segunda crisis, después de la de 1994, por lo que resulta difícil establecer relaciones estadísticas confia-

bles. La lógica financiera de este régimen de acumulación tiende a producir crisis financieras que se proyectan en el mundo real provocando una recesión. La superación de esta recesión se produce cuando los activos financieros amenazados encuentran una garantía internacional, y las condiciones de un regreso de capitales parecen ser otra vez satisfactorias. Se manifiestan fenómenos de histéresis: la tasa de desempleo permanece elevada, a pesar de la reanudación del crecimiento, y las altas tasas de interés influyen en la persistencia del temor, al mismo tiempo que en la búsqueda de capitales externos (Jong-Wha Lee y Changyong Rhee, 1999). Las desigualdades sociales se acentúan y las posibilidades de un dinamismo del mercado interno, susceptible de alimentar el crecimiento, son limitadas en la misma proporción. Esta limitación de las fuentes de crecimiento puede contrarrestarse por las positivas perspectivas que ofrece la construcción de un mercado común. Pero en general, es probable que las fases de crecimiento sean limitadas por la llegada cada vez más rápida de obstáculos financieros cada vez más difíciles de salvar en una economía mundial también cada vez más inestable.

Mientras no se modifiquen las condiciones fundamentales para este crecimiento y, por lo tanto, se preserven el régimen de acumulación analizado y el tipo de inserción liberal en la división internacional del trabajo, los riesgos dentro del sistema son grandes. El contagio de las crisis asiática y rusa hacia América Latina es tanto más significativo cuanto que la economía financiera internacional se vuelve frágil y particularmente inestable, y que las economías latinoamericanas se encuentran bajo el dominio de regímenes de acumulación que permiten el desarrollo de la crisis. En otras palabras, es un error considerar que la crisis asiática o la rusa vienen a perturbar esfuerzos de estabilización emprendidos desde hace algunos años y que reviste un carácter *injusto*, como les gusta subrayar a los políticos responsables y a los dirigentes de las instituciones internacionales. Sus orígenes son internos. Es el producto de la intrínseca fragilidad de los regímenes de acumulación implementados, de su lógica financiera. Es responsabilidad de los gobiernos. La crisis internacional la precipita, si no es que la agrava. Aunque necesarias, no son sólo medidas preventivas orientadas a una mejor legibilidad de la acción de los bancos y al respeto de las razones financieras las que permitirán evitar la alternancia entre esas fases de desarrollo y las crisis, como pretenden creer los que sólo ven el árbol y no el bosque.

Es así que la explicación de la crisis no puede reducirse a una sola causa —el predominio de lo financiero en los regímenes de acumulación—, por dos razones: la primera es que las clásicas causas de las crisis (valorización insu-

ficiente del capital) no desaparecen y puede considerarse que su duración depende en parte del estado de la valorización. Si las premisas de una crisis de valorización existen y se desarrollan, el estallido de la misma, por razones financieras, conducirá a fases más largas de reestructuración del aparato industrial. Al revés, si no existen estas premisas o son insignificantes, entonces podemos considerar que, aunque la crisis sea profunda, será breve, como pudimos observar en 1995 en México y Argentina. La segunda razón se relaciona con las especificidades de los regímenes de acumulación y, por lo tanto, con las diferentes modalidades de inserción de las grandes economías latinoamericanas dentro de la división internacional del trabajo.

Tres casos pueden ser considerados. El primero se caracteriza por una primarización de la economía (Argentina, Chile). El segundo por la profundización de la inserción internacional, pero conservando la naturaleza de los productos exportados (Brasil). Finalmente, el tercero por una profunda modificación de la naturaleza de las exportaciones, gracias al desarrollo de la producción de las maquiladoras (México). En los tres casos la apuesta es la misma: la brutal apertura de la economía destruye sectores enteros del aparato industrial y las importaciones aumentan de forma masiva, principalmente las de productos intermedios y de bienes de capital.

Con el estallido y la pérdida de verticalidad del tejido industrial, se produce una *desustitución de las importaciones*. Pero la apertura debería favorecer una reestructuración de este aparato industrial. El *catching up* de las técnicas, gracias a la importación masiva de bienes de capital modernos, y el *capital saving* provocado por la apreciación de la moneda inducen a considerables alzas de la productividad del trabajo y de la eficacia del capital. Esta transformación debería finalmente conducir a una aceleración del crecimiento de las exportaciones, ya que además se acentúa la presencia de firmas multinacionales, quienes en general son más exportadoras, en la misma proporción que las firmas nacionales.

La apuesta de los gobiernos depende de la evaluación del plazo entre la acentuación del déficit comercial (destrucción) y su disminución (reestructuración). Resulta obvio que el reto no es el mismo en los tres casos. En el primero, el desarrollo de las exportaciones depende mucho del aumento de las exportaciones de productos primarios que, aunque estén más trabajados que en las economías menos desarrolladas, lo están menos que en Francia y en Estados Unidos. Es por ello por lo que el valor de las exportaciones se vuelve muy dependiente de la cotización de las materias primas. Una parte de la recesión en Argentina y en Chile se explica por la baja del valor de sus expor-

taciones debida al deterioro de los términos de intercambio desde hace dos años. En el segundo caso, las firmas multinacionales hoy en día tienden a orientarse hacia el sector de servicios, menos exportador que el sector manufacturero. Por otra parte, no sólo las importaciones de estas empresas son más significativas que las que hacen las empresas nacionales, sino que exportan todavía relativamente poco porcentaje de sus ventas y originan transferencias de divisas cada vez más cuantiosas a título de regalías, patentes y dividendos. La apuesta dista mucho de ser ganada. Finalmente, en el tercer caso (México), las firmas multinacionales son exportadoras y considerablemente importadoras, y la apuesta estriba primero en la capacidad de desarrollar el tejido industrial, de tal manera que se desarrollen distritos industriales con la intención de aumentar la parte del valor agregado producido localmente, y después mantener la competitividad amenazada por los países con *salarios bajos* (Asia, América Central). El mantener esta competitividad pasa por la capacidad de atraer empresas de alta tecnología y de favorecer así el proceso de reubicación.

Este proceso está en marcha, pero la brecha comercial está lejos de haber sido reabsorbida, la inversión entre su evolución y las devaluaciones no es duradera y el cierre macroeconómico depende de la capacidad para atraer cada vez más capitales del exterior. Los partidarios del liberalismo distan mucho de haber ganado la carrera de velocidad desencadenada por la brutal liberalización de la economía. Tal competencia se efectúa entre, por una parte, los efectos positivos que se esperan de la reestructuración del aparato económico, y por la otra, los efectos negativos provocados por la parcial destrucción del aparato productivo. Estos últimos, que sobrepasan en duración a los efectos positivos, sumados al salto de los umbrales —tanto en el nivel de déficit de la balanza de cuenta corriente como del presupuesto—, desacreditan esta política frente a los mercados financieros internacionales y provocan crisis financieras, cuyos efectos de recesión sobre la producción son de gran amplitud y más o menos largos, dependiendo de los diferentes modos de inserción de estas economías dentro de la economía mundial y del estado de la valorización de su capital.

BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta, Michael (1995), *Macroéconomie financière*, La Découverte, Collection Repères, París.
- Amsden, A. (1989), *Asia's Next Giant. South Korea and Late Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York.

- Artus, P. (1998), “Economie réelle et placements financiers dans les pays émergents”, *Service de la recherche de la Caisse des dépôts et consignations*, París.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI) (1997, 1998), *Informes anuales*, Ginebra.
- Boorman, J. (1998), “Reflections on the Asian Crisis: Causes, Culprits and Consequences”, en J.J. Fondad Teunissen (editor), *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance*.
- Chesnais, F. (editor) (1996), *La mondialisation financière*, París, Syros.
- Contamin, R. y C. Lacu (1998), “Origines et dynamiques de la crise asiatique”, *L'année de la régulation*, La Découverte.
- Corsetti, G., P. Pesenti y N. Roubini (1998), “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?” (Part I: Macroeconomic Overview, y Part II: The Policy Debate), *Working Paper*, núms. 6833 y 6834, NBER.
- ——— (1998), *Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis*, mimeo (internet).
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (1997, 1998), *Trade and Development Report*, Ginebra.
- Davanne, O. (1998), *Instabilité du système financier international. Conseil d'Analyse Economique*, La Documentation Française.
- *Economic Report of the President* (1999), Washington.
- Edwards, S. (1999), *On Crisis Prevention: Lessons From Mexico and East Asia*, NBER, WP, núm. 7233.
- *Finance et développement* (1995), diciembre.
- FMI (1999), *World Economic Outlook* (septiembre), Washington.
- Furman, J. y J.E. Stiglitz (1998), “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, *Brooking Papers on Economic Activity*, núm. 2.
- Gavin, M. y R. Hausmann (1996), “Overcoming Volatility in Latin America”, Informe del BID (1995).
- ——— (1996), “Les origines des crises bancaires: le contexte macroéconomique. Problèmes d'Amérique latine”, *La Documentation Française*, núm. 21, París.
- Geoffron, P. y D. Plihon (1998), “La corrosion financière des modèles industriels asiatiques”, *Revue d'économie industrielle*, núm. 86.
- Girón, Alicia y Eugenia Correa (1997), *Crisis bancaria y carteras vencidas*, México, IIEC-UNAM/UAM/La Jornada Ediciones.
- Goldstein, M. y D. Weatherstone Senior (1997), “The Seven Deadly Sins: Presumptive Indicators of Vulnerability to Financial Crises in Emerging Economies”, Institute for International Economics, Washington, mimeo.

- Griffith, Jones St (colaboración con J. Cailloux y ST. Pfaffenzeller) (1998), “The East Asian Financial Crisis: its Causes, Consequences, Policy and Research Implications”, mimeo (internet), Séminaire de l’IDS.
- ——— (1998), “Regulatory Challenges for Source Countries of Surges in Capital Flows”, en J.J. Fondad Teunissen, *The Policy Challenges of Global Financial Integration*.
- ——— (1998), “The Mexican Peso Crisis”, *Discussion paper*, núm. 354, IDS.
- Ha-Joon Chang, Hong-Jae Park y Chul Gyue Yoo (1998), “Interpreting the Korean Crisis: Financial Liberalization, Industrial Policy and Corporate Governance”, *Cambridge Journal of Economics*, núm. 22.
- Hanson, G.H. y R.C. Feenstra (1997), “Foreign Direct Investment and Relative Wages: Evidences from Mexico’s Maquiladoras”, *Journal of International Economics*, vol. 42, núm. 3-4.
- Hirata, H., B. Lautier y Pierre Salama (editores) (1998), “Les transformations du travail (Amérique latine, Asie)”, *Revue tiers Monde*, núm. 154, París, PUF.
- Hochraich, D. (1998), “Crise financière et compétitivité dans les pays d’Asie, au delà de la crise monétaire”, en *Les études du CERI*, París, Fondation nationales des sciences politiques.
- Humphrey (editor) (1995), “Industrial Organization and Manufacturing Competitiveness in Developing Countries”, *World Development*, vol. 23, núm. 1.
- Johsua, I. (1999), *La crise de 1929 et l’émergence américaine*, París, PUF.
- Jetin, B. (1998), “La flexibilité du travail en Corée du Sud”, *Tiers Monde*, núm. 154.
- Jong-Wha Lee y Changyong Rhee (1999), “Social Impacts of the Asian Crisis: Policy Challenges and Lessons”, *Occasional Papers*, núm. 33, PNUD.
- Miotti, E. et al. (1997), “Fragilité des systèmes bancaires des économies émergentes” y “Retour sur la crise asiatique”, en *Etudes de la Caisse des dépôts et consignations*, París, mimeo.
- Nelson, R.R. y H. Pack (1999), “The Asian Miracle and Modern Growth Theory”, *The Economic Journal*, núm. 109.
- Ocampo, J. A. (1999), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, México, Fondo de Cultura Económica/CEPAL.
- Pais C et Rivière d’Arc H (1997), *Esprit d’entreprise et nouvelles synergies de part et d’autre du Pacifique*, París, Maison Neuve et Larose.
- Radelet, St. y J. Sachs (1999), “What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?”, mimeo.

- ——— (1998), “The Onset of the East Asian Crisis”, *Working Paper*, núm. 6680, NBER.
- Rodrik, D. (1995), “Growth Policy, Getting Interventions Right: How South Korea and Taiwan Get Rich”, *Economy Policy*.
- ——— (1999), “East Asian Mysteries: Past and Present”, NBER reporter.
- ——— (1999) “The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work”, *Policy Essay*, núm. 24, Overseas Development Council.
- Salama, Pierre (1989), *La dollarisation*, La Découverte, collection Agalma. [En español: *La dolarización*, Buenos Aires, Siglo XXI editores, 1991.]
- ——— (1996), “La financiarisation excluante: les leçons des économies latino-américaines”, en Chesnais (editor), *La mondialisation financière*, París, Syros.
- ——— (1998), “De la finance à la flexibilité en Amérique latine et en Asie du Nord et du Sud est”, *Tiers Monde*, núm. 154, París, PUF. [En español: *Riqueza y pobreza en América Latina. La fragilidad de las nuevas políticas económicas*, México, Universidad de Guadalajara/Fondo de Cultura Económica, 1999.]
- Salama, P. y J. Valier (1994), *Pauvretés et inégalités dans le Tiers Monde*, La Découverte. [En español: *Neoliberalismo, pobreza y desigualdades en el tercer mundo*, Buenos Aires, Nino y Dávila, 1996.]
- Sen, S. (1994), *Finance and Development*, Calcuta, Center for Studies in Social Sciences.
- Singh, A. (1995), “The Causes of Fast Economic Growth in East Asia”, *UNCTAD Review*, Ginebra.
- Sgars, J. (1999), “Comment contrôler une panique: le won coréen en 1997”, *L'Economie politique*, núm. 2.
- Vidal, G. (1999), “Las transformaciones de los mercados de capital y el desarrollo de las crisis”, *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 2.
- Wade, R. (1998), “From «Miracle» to «Cronyism»: Explaining the Great Asian Slump”, *Cambridge Journal of Economics*, núm. 22.
- Yung Chul Park (1998), “The Financial Crisis in Korea and its Lessons for Reform of the International Financial System”, en J.J. Fondad Teunissen (editor), *Regulatory and Supervisory Challenges in a New Era of Global Finance*.
- Yung Chul Park y Chi-Young Song (1998), “The East Asia Financial Crisis: a Year Later”, mimeo, coloquio IDS, 13-14 de julio.

ANEXO ESTADÍSTICO

TAILANDIA

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	7.0	8.1	9.0	11.6	8.1	8.2	8.5	8.9	8.7	5.5	-0.4
Inflación	9.0	3.1	5.0	6.0	5.7	4.1	3.4	5.1	5.8	5.9	5.6
Desempleo	-	3.2	-	2.2	2.7	1.4	1.5	-	-	-	-
CC/PIB	-5.6	-3.2	-6.7	-8.3	-7.7	-5.6	-5.0	-5.6	-7.9	-7.9	-2.2
Ahorro	19.6	25.4	34.4	32.6	35.2	34.3	34.9	34.9	34.3	33.7	32.9
Inversión	23.6	27.7	40.4	40.2	41.6	39.2	39.4	39.9	41.8	41.7	35.0
Exportación	14.7	17.6	18.9	14.9	23.2	14.2	13.2	22.7	25.1	-1.3	-
Presupuesto	-5.8	-3.0	3.0	4.4	4.2	2.6	2.1	2.0	2.6	1.6	-0.4
Moneda	19.3	18.8	18.4	26.7	19.8	15.6	18.4	12.9	17.0	12.6	16.4
TCR (US \$)	0.83	1.00	0.97	1	0.99	0.99	0.98	0.94	0.92	0.91	-
TCR (Yen)	0.64	0.90	1.09	1	1.05	1.04	1.14	1.20	1.10	0.94	-

INDONESIA

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	6.2	5.5	8.0	9.0	8.9	7.2	7.3	7.5	8.2	8.0	5.0
Inflación	15.0	8.1	8.7	7.8	9.4	7.5	9.7	8.5	9.4	7.9	6.6
Desempleo	-	2.6*	-	2.5	2.6	2.7	2.8	4.4	-	4.1	-
CC/PIB	-1.2	-3.5	-2.5	-2.8	-3.4	-2.2	-1.5	-1.7	-3.3	-3.3	-2.6
Ahorro	19.3	23.2	28.9	27.9	28.7	27.3	31.4	29.2	29.0	28.8	27.3
Inversión	19.8	24.3	27.2	28.3	27.0	25.8	26.3	27.6	28.4	28.1	26.5
Exportación	16.0	0.8	12.7	15.9	13.5	16.6	8.4	8.8	13.4	9.7	-
Presupuesto	-	-1.3	0.05	1.3	-	-1.2	-0.7	-	0.8	1.4	2.0
Moneda	29.3	27.0	24.9	44.6	17.5	19.8	20.2	20.0	27.2	27.2	-
TCR (US \$)	0.45	0.84	0.97	1	1.00	0.99	0.95	0.94	0.92	0.91	1.70
TCR (Yen)	0.35	0.77	1.08	1	1.06	1.04	1.09	1.19	1.11	0.94	1.56

COREA DEL SUR

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	7.0	9.6	7.8	9.5	9.1	5.1	5.8	8.6	8.9	7.1	5.5
Inflación	17.6	3.8	6.6	8.6	9.3	6.2	4.8	6.3	4.5	4.9	4.5
Desempleo	-	3.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.8	2.4	2.0	2.0	2.7
CC/PIB	-4.6	2.5	-1.4	-0.9	-3.0	-1.5	0.1	-1.2	-2.0	-4.9	-2.0
Ahorro	25.7	32.7	35.3	36.1	35.9	35.1	35.2	34.6	35.1	33.3	32.9
Inversión	29.4	29.4	36.7	37.1	38.4	36.6	36.0	35.7	36.6	36.8	36.6
Exportación	22.8	16.7	12.6	4.2	10.5	6.6	7.3	16.7	30.3	3.7	5.0
Presupuesto	-	-	-0.4	-0.9	-1.9	-0.7	0.3	0.5	0.4	0.3	0.03
Moneda	30.0	16.8	17.5	17.2	21.9	14.9	16.6	18.7	15.6	15.8	14.1
TCR (US \$)	1.02	1.16	0.99	1	1.01	1.02	1.03	0.97	0.93	1.00	1.97
TCR (Yen)	0.79	1.03	1.11	1	1.08	1.07	1.19	1.23	1.12	1.03	1.80

HONG KONG

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	9.3	7.2	5.0	3.4	5.1	6.3	6.1	5.4	3.9	4.9	5.3
Inflación	8.6	6.7	9.3	9.7	11.6	9.3	8.5	8.1	8.7	6.0	5.7
Desempleo	–	2.7	2.0	1.3	1.8	2.0	2.0	1.9	3.2	2.8	2.2
CC/PIB	1.9	8.3	4.5	8.9	7.1	5.7	7.4	1.6	-3.9	-1.3	-1.5
Ahorro	29.7	33.6	33.5	35.8	33.8	33.8	34.6	33.1	30.4	30.6	31.1
Inversión	27.8	23.6	28	26.4	26.6	27.4	27.3	29.8	30.5	31.3	32.0
Exportación	18.0	20.1	15.6	12.3	20.0	21.2	13.2	11.9	14.8	4.0	4.0
Presupuesto	1.5	1.6	1.6	0.7	3.2	2.5	2.3	1.1	-0.3	2.2	3.8
Moneda	–	–	–	–	–	8.5	14.5	11.7	10.6	12.5	8.8
TCR (US \$)	–	–	0.86	1	0.93	0.89	0.83	0.79	0.74	0.72	0.70
TCR (Yen)	–	–	0.96	1	0.99	0.94	0.96	1.00	0.89	0.75	0.64

JAPÓN

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	3.9	4.1	2.1	5.1	3.8	1.0	0.3	0.6	1.5	3.9	0.9
Inflación	6.6	1.4	1.7	3.1	3.3	1.7	1.2	0.7	-0.1	0.1	1.7
Desempleo	–	2.6	2.5	2.1	2.1	2.2	2.5	2.9	3.2	3.3	3.4
CC/PIB	0.4	3.0	2.4	1.5	2.0	3.0	3.1	2.8	2.2	1.4	2.2
Ahorro	31.9	31.9	32.7	33.5	34.2	33.8	32.8	31.4	30.7	31.3	30.8
Inversión	30.9	28.4	30.0	31.7	31.4	30.5	29.5	28.6	28.5	29.7	28.4
Exportación	10.4	10.4	8.4	5.0	9.5	8.0	6.6	9.6	11.6	-7.3	2.4
Presupuesto	-4.0	-0.4	-0.05	2.9	2.9	1.5	-1.6	-2.3	-3.6	-4.3	-3.4
Moneda	10.7	9.2	3.1	8.2	2.5	-0.1	2.2	3.1	2.8	2.3	3.1
TCR (US \$)	1.31	1.18	0.89	1	0.94	0.95	0.87	0.79	0.83	0.97	1.09
TCR (Yen)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

MALASIA

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	7.1	5.4	8.8	9.6	8.6	7.8	8.3	9.2	9.5	8.6	7.8
Inflación	5.3	2.0	3.5	2.8	2.6	4.7	3.5	3.7	3.4	3.5	2.7
Desempleo	–	7.3*	3.6	5.1	4.3	3.7	3.0	2.9	2.8	2.5	2.7
CC/PIB	-2.0	-0.7	-6.2	-2.1	-8.8	-3.8	-4.8	-7.8	-10.0	-4.9	-4.8
Ahorro	21.6	29.4	31.3	29.1	28.4	31.3	33.0	32.7	33.5	36.6	38.0
Inversión	29.4	28.5	37.7	32.4	36.4	36.0	38.3	40.1	43.0	42.2	42.7
Exportación	15.0	12.0	19.9	17.4	16.8	18.5	15.7	24.7	26.0	5.1	–
Presupuesto	–	-4.0	-0.3	-2.2	0.1	-3.5	-2.6	2.5	3.8	4.2	1.6
Moneda	20.2	9.2	19.3	10.6	16.9	29.2	26.6	12.7	20.0	25.3	17.5
TCR (US \$)	0.68	0.86	0.96	1	1.01	0.95	0.98	0.92	0.89	0.88	1.34
TCR (Yen)	0.53	0.78	1.07	1	1.07	1.00	1.13	1.16	1.06	0.91	1.23

FILIPINAS

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	5.6	1.1	2.3	3.0	-0.6	0.3	2.1	4.4	4.8	5.7	5.1
Inflación	11.0	15.4	10.8	12.7	18.7	8.9	7.6	9.0	8.1	8.4	5.1
Desempleo	-	7.2	8.6	8.1	9.0	8.6	8.9	8.4	8.4	-	-
CC/PIB	-6.5	-0.3	-4.1	-6.1	-2.3	-1.6	-5.5	-4.6	-4.4	-4.7	-5.4
Ahorro	19.9	18.1	18.6	18.7	18.0	19.5	18.4	19.4	17.8	19.7	21.0
Inversión	26.7	20.7	22.4	24.0	20.0	20.9	23.8	23.6	22.2	23.2	25.1
Exportación	11.9	7.2	14.9	4.0	8.7	11.2	13.7	20.0	31.6	16.7	22.9
Presupuesto	-2.0	-2.8	-1.9	-3.5	-2.1	-1.2	-1.6	-1.6	-1.4	-0.4	-0.9
Moneda	20.5	21.4	21.5	22.5	17.3	13.6	27.1	24.4	24.2	23.2	26.1
TCR (US \$)	0.68	0.91	0.78	1	0.84	0.74	0.79	0.65	0.67	0.63	0.94
TCR (Yen)	0.53	0.81	0.87	1	0.89	0.78	0.91	0.83	0.80	0.66	0.86

SINGAPUR

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	8.0	6.9	8.7	9.0	7.3	6.2	10.4	10.5	8.8	7.0	7.8
Inflación	4.2	1.0	2.7	3.5	3.4	2.3	2.3	3.1	1.7	1.4	2.0
Desempleo	-	3.8	2.4	1.7	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.0	2.4
CC/PIB	-8.8	1.8	11.9	8.3	11.2	11.9	7.2	16.0	16.8	15.7	15.2
Ahorro	33.4	42.0	46.9	44.1	45.4	47.3	44.9	49.8	50.0	50.1	51.9
Inversión	38.2	38.1	33.8	31.8	33.3	35.6	35.0	33.6	33.3	36.5	35.4
Exportación	16.4	12.4	17.9	18.1	11.9	7.6	16.6	30.8	22.1	5.7	0.0
Presupuesto	0.6	4.8	12.2	11.4	10.3	11.3	14.3	13.7	12.0	9.1	10.3
Moneda	16.2	12.5	12.1	20.0	12.4	8.9	8.5	14.4	8.5	9.8	10.3
TCR (US \$)	0.93	1.07	0.92	1	0.94	0.96	0.94	0.85	0.83	0.84	1.01
TCR (Yen)	0.72	0.96	1.03	1	1.00	1.01	1.09	1.08	1.00	0.87	0.92

TAIWÁN

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	8.5	9.2	6.4	5.4	7.6	6.8	6.3	6.5	6.0	5.7	6.9
Inflación	8.6	1.2	3.8	4.1	3.6	4.5	2.9	4.1	3.7	3.1	1.1
Desempleo	-	1.9	1.5	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	1.8	2.6	2.7
CC/PIB	1.6	12.9	4.3	6.8	6.9	4.0	3.2	2.7	2.1	4.0	2.3
Ahorro	30.2	35.0	28.2	29.3	29.5	27.8	27.7	27.1	28.0	28.0	27.9
Inversión	27.8	20.4	22.8	22.4	22.2	23.2	23.7	22.9	22.9	21.0	21.0
Exportación	20.2	17.4	9.3	1.6	13.4	6.9	4.0	9.6	20.0	3.7	-
Presupuesto	-	1.3	0.5	0.8	0.5	0.3	0.6	0.2	0.4	0.2	0.2
Moneda	22.3	24.4	15.0	10.5	19.7	19.6	15.5	15.2	9.6	4.7	-
TCR (US \$)											
TCR (Yen)											

MÉXICO

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	5.9	0.9	2.2	5.1	4.2	3.6	2.0	4.5	-6.2	5.2	7.0
Inflación	26.1	82.5	19.4	26.7	22.7	15.5	9.8	7.0	35.0	34.4	20.6
Desempleo	-	-	-	-	2.2	-	2.4	-	4.7	3.7	-
CC/PIB	-5.1	1.00	-5.5	-3.2	-5.2	-7.4	-5.8	-11.1	-0.6	-0.6	-
Ahorro	34.4	24.3	19.6	21.7	20.3	18.9	17.0	17.1	22.7	23.4	-
Inversión	23.7	18.6	18.7	18.4	19.2	20.5	18.6	19.3	16.1	17.2	-
Exportación	29.9	2.5	13.9	17.7	0.7	1.4	9.2	14.2	40.3	22.6	-
Presupuesto	-4.5	-9.3	-0.4	-2.8	-0.2	1.5	0.3	-0.7	-0.6	-	-
Moneda	49.4	72.6	36.3	75.8	49.3	22.8	14.5	21.7	33.3	26.2	-
TCR (US \$)	2.76	1.46	1.00	1	0.88	0.80	0.75	1.23	1.34	1.06	0.93
TCR (Yen)	0.72	1.34	1.14	1	0.94	0.85	0.87	1.57	1.61	1.10	0.86

ARGENTINA

	1975-1982	1983-1989	1990-1995	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Crecimiento	0.2	0.0	4.9	-1.3	10.5	10.3	6.3	8.5	-4.6	4.2	8.4
Inflación	188.5	755.3	421.5	2 314.0	171.7	24.9	10.6	4.2	3.4	0.2	0.8
Desempleo	-	5.3	10.5	9.2	5.8	6.7	10.1	12.1	18.8	18.4	-
CC/PIB	-1.0	-4.6	-1.1	3.7	-0.4	-2.4	-3.0	-3.6	-1.0	-1.3	-
Ahorro	32.8	21.9	17.2	19.8	16.3	15.1	16.4	17.4	18.1	17.4	-
Inversión	26.1	18.5	17.0	14.0	14.6	16.7	18.4	20.0	18.0	17.6	-
Exportación	10.9	4.7	14.8	28.9	-3.0	2.1	7.2	19.4	33.9	13.6	-
Presupuesto	-	-2.4	-0.4	-0.3	-0.5	-0.03	-0.6	-0.7	-0.5	-1.8	-
Moneda	-	-	230.0	1 113.0	141.3	62.5	46.5	17.6	-2.8	18.7	-
TCR (US \$)	-	3.24	0.63	1	0.69	0.56	0.53	0.52	0.52	0.53	-
TCR (Yen)	-	3.27	0.70	1	0.73	0.59	0.61	0.66	0.62	0.55	0.50

DEFINICIONES DE DATOS:

- Crecimiento: tasa de crecimiento real del Producto Interno Bruto (*World Economic Outlook*).
- Inflación: *World Economic Outlook*.
- Desempleo: tasa de desempleo (*Yearbook of Labor Statistics*; FMI, *International Financial Statistics*).
- CC/PIB: balanza de cuenta corriente sobre PIB (*World Economic Outlook*).
- Ahorro: tasa privada de ahorro (*World Economic Outlook*).
- Inversión: *World Economic Outlook*.
- Exportación: tasa de crecimiento en dólares (*International Financial Statistics*).
- Presupuesto: saldo presupuestal sobre PIB (*World Economic Outlook*).
- Moneda: tasa de crecimiento de M2 (fin de año), *World Economic Outlook*, *International Financial Statistics*.
- TCR: Tasa de cambio real basada en el CPI (fin de año), *International Financial Statistics* (1990=100).

NOTAS:

- *1) El desempleo de 1983-1989 para Indonesia y Malasia está calculado con base en los datos de 1985-1989.
- 2) Los datos de presupuestos para Corea es un consolidado del presupuesto del gobierno central.
- 3) En México y Argentina, CC/PIB fue calculado con base en los datos de 1977-1982.
- 4) En México y Argentina, la tasa de ahorro fue calculada con base en únicamente los datos de consumo privado de 1977-1982.
- 5) En Argentina, la inversión fue calculada con base en los datos de 1978-1982.

FUENTES:

- Jong-Wha Lee y Changyong Rhee (1999)
- Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook*.
- FMI, *International Financial Statistics*.
- Organización Internacional del Trabajo (OIT), *Yearbook of Labor Outlook*.
- Los datos para los países latinoamericanos se obtuvieron de *International Financial Statistics*.