

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

# BOLETÍN

VOLUMEN LI, NÚMERO 4

---

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2005

# CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS

## ASAMBLEA

Bancos Centrales Asociados (*vox et votum*) y Miembros Colaboradores (*vox*)

JUNTA DE GOBIERNO, 2005-2007

*Presidente:* Banco Central de la República Argentina

*Miembros:* Banco Central de Belice; Banco Central de Brasil; Banco Central de Costa Rica; Banco de México (permanente); Banco Central de Reserva del Perú; y Banco Central de Venezuela.

## AUDITORÍA EXTERNA

Banco de México

## PERSONAL DIRECTIVO

*Director General*  
Kenneth Coates

*Subdirector General*  
José-Linaldo Gomes de Aguiar

*Coordinadora Institucional de Capacitación*  
Jimena Carretero Gordon

*Coordinador Institucional de Programas y Reuniones Técnicas de Banca Central*  
Fernando Sánchez Cuadros

*Coordinador Institucional de Servicios de Información*  
José de Jesús Sobrevilla Calvo

*Coordinador Institucional de Administración y Finanzas*  
Javier Granguillhome Morfin

---

*Boletín* es una publicación del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Durango nº 54, México, D. F., 06700. Aparece al fin de cada trimestre. ISSN 0186 7229.

# CEMLA BOLETÍN

## ÍNDICE

161 **Nota editorial**

163 **Crecimiento sostenido en América Latina**

José de Gregorio

171 **Sostenibilidad de la deuda pública y crisis de los países emergentes: presentación de los conceptos e instrumentos de diagnóstico**

Adeline Bachellerie  
Bertrand Couillault

185 **El rápido crecimiento de China y la India y el nexo entre inversión y ganancias**

Secretaría  
de la UNCTAD

195 **El desempeño de las letras y notas del Banco Central de la República Argentina: período 2002-2004**

Claudia Parmigiani  
Juan Lucas Dapena

207 **Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2005**

209 **Índice 2005**

*Los trabajos firmados son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con el criterio del CEMLA.*

---

VOLUMEN LI

NÚMERO 4

OCTUBRE-DICIEMBRE DE 2005

---

## *Nota editorial*

*En este número en el Boletín del CEMLA se abordan cuatro temas de gran actualidad en el ámbito de la economía de los países latinoamericanos: el crecimiento sostenido, la sostenibilidad de la deuda pública, el comportamiento económico de China y la India, así como los resultados obtenidos por el Banco Central de la República Argentina, mediante la emisión de Letras y Notas.*

*José de Gregorio, Vicepresidente del Banco Central de Chile, analiza el problema de cómo mantener un crecimiento sostenido, de largo plazo, en América Latina. Como primer elemento destaca la importancia de la apertura comercial y la necesidad de intensificar el comercio regional. Entre los elementos necesarios para desarrollar relaciones comerciales amplias y profundas, es necesario hacer cumplir los contratos, mantener el estado de derecho y establecer relaciones comerciales duraderas. Un segundo elemento consiste en alcanzar un ambiente macroeconómico estable. Para ello se requiere de disciplina fiscal, una política monetaria que mantenga una baja inflación, instituciones monetarias y financieras sólidas. En otro ámbito el instrumento adecuado para reducir la desigualdad es la educación. Para concluir, el autor resalta los dos aspectos básicos que subyacen tras el crecimiento. Por una parte el derecho de propiedad que implica establecer claramente las reglas del juego, respetar esas reglas y disponer de mecanismos eficaces para resolver los conflictos que aparezcan, por la otra una adecuada estructura de premios que requiere, en el área económica, facilitar una competencia fuerte y plena.*

*El trabajo intitulado “Sostenibilidad de la deuda pública y crisis de los países emergentes: presentación de los conceptos e instrumentos de diagnóstico”, de Adeline Bachellerie y Bertrand Couillault, del Banco de Francia, analiza las principales características de la evolución de la deuda pública en los países emergentes en los últimos años, estudia las interrelaciones en-*

*tre ese comportamiento y las crisis financieras que han sufrido esos países. En este trabajo se pasa revista a algunos elementos que explican la fragilidad en la dinámica de la deuda. También se presentan los métodos de análisis de la sostenibilidad de la deuda usados por organismos internacionales y se estudian las dificultades que implica elaborar un diagnóstico que permita atenuar y eliminar las crisis financieras.*

*La experiencia de China y la India en alcanzar un crecimiento alto y sostenido se analiza en el tercer artículo de este número. En ambos países habitan cerca de las dos quintas partes de la población mundial que percibe una quinta parte del ingreso global. Desde el punto de vista de la UNCTAD, en los países del Este Asiático el crecimiento se basa en un proceso rápido de acumulación de capital, el progreso tecnológico y el cambio en la estructura sectorial de la producción, los cuales constituyen la base para el crecimiento sostenido en la productividad, estándares de vida crecientes e integración exitosa en la economía internacional. En estos países el ahorro acumulado en las compañías es la fuente dominante del financiamiento. Una sana política monetaria ha contribuido a dirigir los ahorros al incremento de la capacidad productiva. El principal desafío que enfrentan China y la India es consolidar sus impulsos de crecimiento. Un elemento crucial es mantener las ganancias de productividad, mediante la incorporación de tecnologías modernas a la producción, lo cual hasta ahora se ha conseguido atrayendo inversión extranjera directa. Un reto adicional es distribuir el ingreso de manera tal que se consiga un crecimiento de la demanda, continuo y estable, que sea la contrapartida al crecimiento en la productividad y la inversión.*

*Claudia Parmigiani y Juan Lucas Dapena, en su artículo “El desempeño de las letras y notas del Banco Central de la República Argentina: período 2002-2004”, analizan el comportamiento de las Letras y Notas emitidas por esa institución como herramientas de política monetaria. Después de describir brevemente el entorno macroeconómico, los autores establecen los objetivos de emitir las Letras del Banco Central en marzo de 2002, y presentan la evolución entre 2002 y 2004 de las principales variables financieras, así como de las Letras y Notas del Banco Central de la República Argentina. Se concluye que se alcanzaron los objetivos de la emisión de estos instrumentos pues se establecieron tasas de referencia en momentos en que no existía una guía operativa, se desarrolló un mercado secundario, se incrementaron los volúmenes operados, se disminuyó notablemente el costo medio de la deuda y se aumentó considerablemente la duración de la deuda.*

*Como es costumbre, al final de este número se presentan las actividades desarrolladas por el CEMLA entre septiembre y noviembre de 2005.*

# Crecimiento sostenido en América Latina\*

José de Gregorio

## I. Introducción

Cuando digo sostenido me refiero a duradero, un concepto escurridizo en América Latina. La región ha estado dominada por explosiones de crecimiento que por lo general terminaron en crisis y largos períodos de relativo estancamiento. Los años sesenta y setenta, principalmente los sesenta, son recordados como períodos de auge, pero el mundo y otras zonas crecían más aún en ese tiempo (cuadro 1). Quizá lo más característico de dicha década fue la baja variabilidad del crecimiento entre países. En contraste, en los noventa, con un crecimiento mundial mucho más bajo, hubo algunas economías que gozaron de altas tasas de crecimiento, mucho mejores que las del mundo en general, pero varios se detuvieron en seco. Pocos han sido los países capaces de lidiar con la escasa entrada de capitales y un ambiente internacional inestable para los mercados emergentes. Últimamente, la atmósfera externa ha sido positiva para estas economías, pero el tema en muchos países latinoamericanos es cómo retomar, o en algunos casos comenzar, un proceso de crecimiento duradero. Esta nota se centra en el rol que cumplen la apertura y el escaso comercio al interior de la región, lo que sin duda debilita las posibilidades de crecimiento sostenido. Luego comenta brevemente formas de evitar crisis, un fenómeno recurrente que ha sido causa esencial del bajo crecimiento. También revisa uno de

los problemas más complejos de América Latina, cual es su alto grado de desigualdad, y cómo incide en la calidad de las políticas públicas. Por último, se revisan temas más generales relativos a los factores fundamentales que estimulan el crecimiento económico.

Antes de comenzar la discusión, es importante tener una visión más completa del crecimiento en América Latina en el largo plazo, para lo cual es necesario ponerlo en una perspectiva comparada con otras regiones, en particular con el crecimiento de las economías más desarrolladas. Así podemos ver además si hay o no convergencia al nivel de ingreso de las economías más productivas.

La evolución de largo plazo de la brecha de PIB per cápita entre América Latina y las economías desarrolladas para el siglo XX se presenta en la gráfica I. Cada línea representa una medida del PIB per cápita de los países latinoamericanos como porcentaje del PIB per cápita de un conjunto de economías avanzadas y Estados Unidos. Se usaron los datos de Maddison (1995) desde 1990 hasta 1950, y luego se empalmaron hasta el 2000 con las Penn World Tables de Heston, Summers y Aten (2002). Para obtener una serie larga se consideraron sólo las economías más grandes de la región para las cuales hay información: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.<sup>1</sup> Se calculó su PIB per cápita de dos formas: tomando un promedio simple y ponderando por tamaño.

En el panel superior de la gráfica I se considera el promedio simple del PIB per cápita de los siete países latinoamericanos, lo que implica que se da la

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de J. de Gregorio, vicepresidente del Banco Central de Chile (BCC). Este trabajo se publicó en la serie Documentos de Política Económica del BCC, nº 13, mayo de 2005. Estas notas se basan principalmente en Gregorio (2004) y en Gregorio y Lee (2004), y han servido de base para presentaciones en las universidades de Southern California y Yale, y en *Expansiva*, del Departamento de Economía, de la Universidad de Chile. Todo el contenido es de la exclusiva responsabilidad del autor.

<sup>1</sup> Para principios de siglo hay algunas lagunas de datos, las que se complementaron con el promedio de las economías para las que sí se cuenta con datos completos. Las economías con datos incompletos son: Colombia, 1901-1912 y 1914-1924; México, 1911-1912 y 1914-1920; y Perú, 1901-1912.

Cuadro 1

## CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA

(En porcentajes)

	1960-70	1970-80	1980-90	1990-2000	1960-2000	1970-2000
América Latina						
Argentina	2.29	1.38	-3.87	4.22	1.00	0.57
Bolivia	0.60	2.01	-2.22	1.08	0.37	0.29
Brasil	4.23	5.67	-0.26	1.46	2.77	2.29
Chile	2.19	1.22	1.28	4.79	2.37	2.43
Colombia	2.23	3.11	1.35	0.87	1.89	1.78
Costa Rica	1.85	2.59	-0.94	1.75	1.31	1.13
Ecuador	1.35	6.16	-1.17	-0.85	1.37	1.38
El Salvador	2.24	0.05	-1.66	2.30	0.73	0.23
Guatemala	2.44	3.05	-1.21	0.84	1.28	0.90
Jamaica	3.43	-1.14	1.72	-1.05	0.74	-0.16
México	3.28	3.27	-0.43	1.78	1.97	1.54
Nicaragua	3.25	-2.70	-3.00	-2.42	-1.22	-2.71
Panamá	4.98	3.35	-0.69	1.96	2.40	1.54
Paraguay	1.70	4.46	1.01	-0.58	1.64	1.63
Perú	3.73	0.45	-3.13	2.47	0.88	-0.07
Uruguay	0.43	2.70	-1.00	2.81	1.23	1.50
Venezuela	2.95	-2.79	-1.36	-0.80	-0.50	-1.65
<i>Media</i>	<i>2.05</i>	<i>1.56</i>	<i>-0.74</i>	<i>0.98</i>	<i>0.96</i>	<i>0.60</i>
Referencias						
Japón	9.27	3.09	3.53	1.05	4.23	2.55
Estados Unidos	2.87	2.66	2.16	2.30	2.50	2.37
Este Asiático (9)	4.69	5.36	4.45	3.95	4.61	4.58
Mundo	2.53	1.99	0.98	1.32	1.70	1.43

FUENTE: Heston, Summers y Atten (2002).

misma ponderación a cada uno en el total regional. En el panel inferior se calcula el PIB per cápita ponderando por el PIB de cada país, es decir, esto corresponde a considerar a todos los países como una sola economía. Por ejemplo, en 1990 el PIB de Brasil representaba el 39% del total regional, el de México el 23%, el de Argentina el 11%, y los restantes cuatro países representaron el 27%. En cada caso el PIB per cápita de la región se compara con el de Estados Unidos, y con el de un conjunto de economías avanzadas.<sup>2</sup> A principios de siglo, en el panel superior, el PIB per cápita de la región representaba un 43% del de las economías avanzadas y un 32% del de Estados Unidos. El año 2000 ambas razones cayeron a 34% y 24%, respectivamente, ciertamente un retroceso. Un retroceso similar se observa al comparar el PIB per cápita ponderado por tamaño con el de las economías avanzadas y Estados Unidos, que pasó de 37 y 28%, respectivamente, en 1900, a 29% y 23% el año 2000.

Este retraso de la región se manifiesta, a partir

<sup>2</sup> Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, el Reino Unido, Suecia y Suiza. El PIB per cápita se calculó ponderado por tamaño.

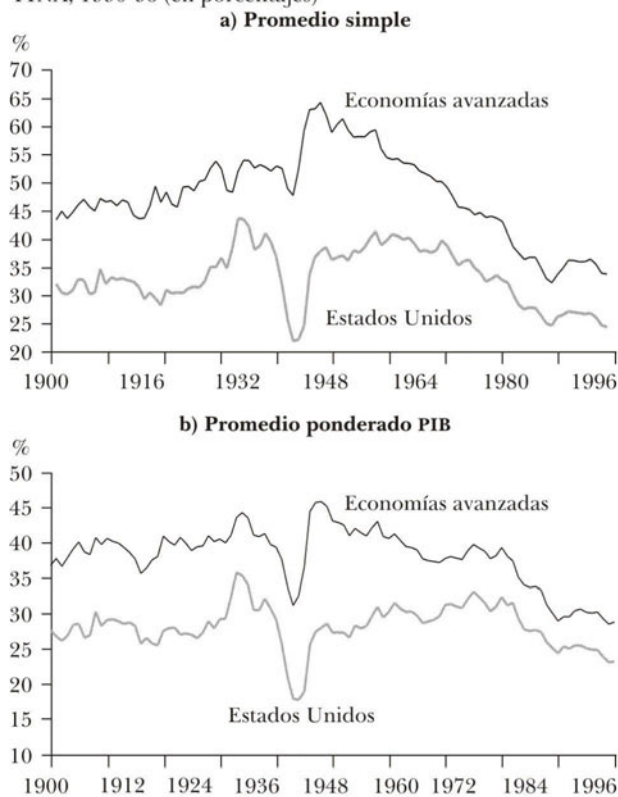
de mediados del siglo XX, excluido el período de la segunda guerra mundial. En el panel superior se observa que esta declinación es persistente, estabilizándose en los noventa. En los años sesenta y setenta se observa en el panel inferior cierta estabilidad, e incluso una leve reversión del retroceso. De ahí la visión positiva respecto de ese período. Sin embargo, esto se debe fundamentalmente al peso de Brasil, economía que vivió durante esas décadas su milagro económico (cuadro 1) y tiene una ponderación elevada en el PIB regional.

En consecuencia, toda la segunda mitad del siglo XX tuvo un resultado decepcionante en materia de crecimiento económico, el cual sólo se estabilizó en la década de los noventa. Los conflictos sociales y las malas políticas económicas que resultan de la frustración del crecimiento hacen de este tema algo central para la discusión económica regional y el diseño de políticas.

## II. Apertura y comercio regional

La explosión de investigaciones a fines de los ochenta sobre los determinantes del crecimiento económico produjo una gran variedad de resulta-

**GRÁFICA I. PIB PER CAPITA RELATIVO DE AMÉRICA LATINA, 1990-96 (en porcentajes)**



FUENTE: Maddison (1995) y Heston, Summers y Aten (2002). Para descripción de los datos ver texto.

dos empíricos, y la mayoría de los factores que aparecieron fomentando el crecimiento ha sido puesta en duda por estudios posteriores. Pero entre esta plétora de resultados, si hay un tema que reúne amplio (aunque en ningún caso pleno) consenso es que la apertura comercial estimula el crecimiento económico. Las economías más abiertas han logrado crecer más que las cerradas.<sup>3</sup> Esto es particularmente importante en períodos de liberalización comercial. Por supuesto, la estrategia de apertura tiene sus bemoles, como consideraciones del marco institucional en que tiene lugar, por ejemplo. Sin embargo, que una economía abierta crece más que una similar cerrada es un hecho comprobado, lección especialmente importante para las economías pequeñas. No he podido encontrar un solo ejemplo de economía pequeña de ingresos relativamente altos que no esté integrada al resto del mundo, o que haya logrado crecer en total aislamiento de las demás.

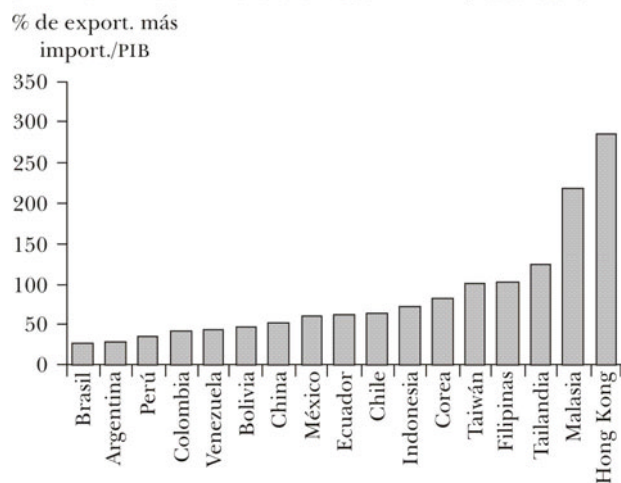
Además, Winters *et al.* (2004), en una detallada revisión de la evidencia, encuentran una asociación positiva entre apertura y reducción de la po-

<sup>3</sup> Véase también Edwards (1998) y Dollar y Kraay (2002). Para un punto de vista más escéptico, véase Rodríguez y Rodrik (2001).

breza en el largo plazo, y la evidencia también sugiere que es muy probable que dicha asociación también sea válida en el corto plazo. Naturalmente, la liberalización comercial se puede combinar con otras políticas para aliviar la pobreza. Por lo tanto, la liberalización comercial es buena para la economía, y es recomendable implementarla sin pérdida de tiempo (no puede decirse lo mismo para otras áreas, como sería la liberalización financiera).

Más aun, la antigua noción que fomentó la sustitución de importaciones en América Latina en los años sesenta, que sostenía que si se liberalizaba el comercio los países en desarrollo acabarían produciendo bienes “malos” —en su mayoría productos primarios, cuyos términos de intercambio disminuirían— es incorrecta. Es cierto que los países que enfrentan términos de intercambio desfavorables crecen menos, pero no es menos cierto que tal deterioro de los términos de intercambio no ha ocurrido (Gregorio y Lee, 2004).<sup>4</sup>

**GRÁFICA II. COMERCIO COMO % DEL PIB, 2000-2002**



FUENTE: World Development Indicators, Departamento de Estadísticas de Taiwán, Estadísticas de Singapur. Las cifras están expresadas en dólares de cada año.

La mayoría de los países de América Latina liberalizó el comercio en forma unilateral, y con mayor intensidad durante la década de los noventa. En efecto, Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Nicaragua, Paraguay, Perú, la República Dominicana, Uruguay y Venezuela, esto es, casi todo el continente, se clasificaban como economías cerradas en el período 1970-89

<sup>4</sup> Meller (2002) entrega una ilustración clara de esta postura para el caso chileno. Según él, en 1980 dos toneladas de cobre compraban un computador personal, mientras el 2000 compraba dos, y hay que tener presente que el precio del cobre el año 2004 era 50% mayor que el 2000.

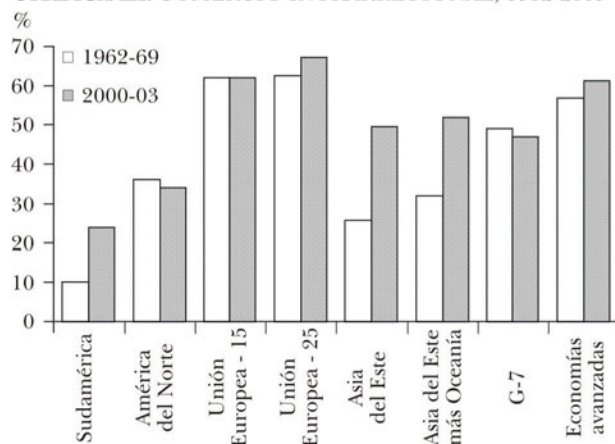
de acuerdo con Wacziarg y Welch (2003), y como abiertas en 1990-99.

Por mucho que hayan reducido los aranceles y eliminado las barreras no arancelarias, los países de América Latina siguen teniendo coeficientes de comercio muy bajos. Como muestra la gráfica II, la mayoría de las economías asiáticas comercia mucho más que las latinoamericanas. Solo China figura tres países más abajo en la muestra, pero si se corrige el comercio por tamaño, aparece como mucho más abierta que América Latina. Por lo tanto, cabe preguntarse cómo se puede mejorar el grado de integración y de acceso a mercados nuevos, ahora que se han reducido sustancialmente las barreras, arancelarias y no.

Más aun, el comercio al interior de América Latina aparece muy pobre si se le compara con el comercio intrarregional de otras partes del mundo (gráfica III). Ya en los años sesenta era bajo, con alrededor de 10% del total, y aunque en el último tiempo ha aumentado, sigue comparativamente bajo. Los países de América del Sur realizan 24% de su comercio total con sus pares, y 17 si se miden con todos los países latinoamericanos, la cifra más baja entre todas las regiones de la muestra que aparece en la gráfica. El mismo patrón de poca integración aparece para otras agrupaciones de países, tales como Mercosur o Aladi (que no se muestra). Estas conclusiones contrastan fuertemente con el dinámico comercio intrarregional en el Este Asiático: ya en los años sesenta comerciaban entre sí alrededor de 26% del total, y últimamente se acerca a 50%. El comercio entre los países industrializados también ha abarcado una parte importante de su comercio total por mucho tiempo.

En mi opinión, las instituciones juegan un papel esencial en la promoción del comercio. Para que los países desarrollen relaciones comerciales amplias

GRÁFICA III. COMERCIO INTRARREGIONAL, 1962-2005



FUENTE: Comtrade Database, Naciones Unidas.

y profundas, cada uno debe demostrar en casa su capacidad de hacer cumplir los contratos, de mantener el estado de derecho y establecer relaciones comerciales duraderas. La existencia de un ambiente macroeconómico estable también es importante, pues reduce la incertidumbre entre socios comerciales. No obstante, América Latina tiene instituciones débiles y crisis macroeconómicas recurrentes, lo que le impide desarrollar vínculos de comercio. Pruebas de esto son recientes disputas comerciales, tales como los problemas relativos al gas natural con Argentina y Bolivia, que han afectado a la economía chilena.

### III. Evitando las crisis

Claramente, en el frente macroeconómico no existe la "talla única". La selección del régimen cambiario, la integración a los mercados financieros internacionales y otras opciones de política no tienen una respuesta que les sirva a todos. Sin embargo, las crisis recurrentes en la región entregan algunos principios generales. Pero antes de pasar a examinarlos brevemente, quisiera aclarar que, en mi opinión, una crisis no es un fenómeno puramente fortuito, y una buena política puede aislar la economía de la crisis y el contagio y aun aprovechar los beneficios del desarrollo y la integración financiera. La literatura reciente, particularmente la posterior a la crisis asiática, ha modelado las crisis como una profecía autocumplida, muchas veces sin ninguna relación con las variables fundamentales. No parece ser este el caso, ya que aquí siempre hay distorsiones de política, a nivel macro o financiero. Las crisis pueden desencadenarse por hechos del exterior, pero el país afectado nunca es tan inocente, ya que las crisis no ocurren por azar. El contagio y un mercado financiero frenético pueden empeorar una situación ya mala, pero al final nada reemplaza una política interna sana. Por lo tanto, discrepo con la noción de que una crisis puede ser un resultado nefasto en una economía que de otro modo estaría en óptimo estado. Donde hay crisis hay mal manejo.

Para empezar, la disciplina fiscal es clave. La mayoría de las crisis de la región han tenido que ver con desequilibrios fiscales. Además, los países que lograron recuperarse bien de sus crisis — como Chile en 1982 y México en 1994, así como la mayoría de las economías asiáticas en 1997-98— fueron aquellos que contaban con una posición fiscal sólida antes de la crisis. Por lo tanto, si bien no todos los países con problemas fiscales atraviesan una crisis, sí puede decirse que aquellos cuyas finanzas públicas son sanas se recuperan mejor.



En cuanto a la inflación, una inflación baja indica que la política monetaria es creíble y las instituciones monetarias son sólidas. En lugar de analizar detalles de la política monetaria, es preferible mirar la inflación: si es baja y estable, es un indicador que resume un buen ambiente macroeconómico, que es a la vez la base de instituciones sólidas a nivel macro. Tener un banco central independiente no es solo deseable, sino que es también necesario para la implementación de buenas políticas. Por ejemplo, un escenario macroeconómico estable permite instaurar un régimen cambiario flexible y usar la política monetaria como instrumento estabilizador, que se convierte en la forma más efectiva de lograr estabilidad macroeconómica.

Tal vez el tendón de Aquiles de las economías emergentes que atraviesan una crisis sea la debilidad de sus sectores financieros. Dolarización de pasivos, descalce de plazos y monedas, garantías implícitas, préstamos relacionados son algunos de los factores que llevan a una crisis financiera cuando hay correcciones importantes en los precios relativos o un freno a la entrada de capitales. Una legislación prudencial e instituciones sólidas son elementos gravitantes que permiten aprovechar plenamente el desarrollo financiero. Al contrario de la liberalización comercial, la liberalización financiera puede ser fuente de problemas si las instituciones son débiles. La economía chilena aprendió esta lección por las malas, con una debilidad financiera a comienzos de los ochenta.

La dolarización ocurre cuando se pierde la confianza en la moneda nacional. Por lo general se debe a una inflación en aumento y devaluaciones bruscas y repentinas. Muchas veces, la dolarización es irreversible. En consecuencia, luego que la economía se estabiliza, y con ella el valor de la moneda, puede que sea imposible “desdolarizar”. Chile tomó un camino distinto, minimizando el riesgo de dolarización permanente. Tras la crisis de 1982, en lugar de pasarse a dólares, la mayoría de los contratos incluyó cláusulas de indización con la UF, basada en la inflación del mes anterior. Los depósitos y créditos denominados en UF en el sistema bancario aumentaron de forma importante.<sup>5</sup> Con la reducción de la inflación, la economía se ha “desuefizado”, y hoy en día los contratos financieros se hacen principalmente en pesos. Esto fue en parte un logro de la decisión de política de basar la política monetaria en una tasa de interés nominal. La composición de la deuda pública ha aumentado la participación de pesos a expensas de la UF. Por lo tanto, la indización financiera ayudó en la transición, pero no es la panacea. La unidad en

<sup>5</sup> Para más detalle, ver Herrera y Valdés (2003).

que se redactan los contratos no es el único elemento a considerar para evitar la dolarización; también está la capacidad de hacer cumplir y respetar los contratos financieros. El dólar es siempre un instrumento superior cuando el cumplimiento de los contratos es débil.

Una crisis cambiaria es cara. Las estimaciones empíricas indican que un país que sufre una crisis cambiaria paga un costo de alrededor de 8% en términos de PIB no producido, costo que se duplica cuando esta viene acompañada además de una crisis bancaria (Gregorio y Lee, 2004). Estos son promedios entre países, y hay múltiples ejemplos en la región de episodios que han costado mucho más.

Una polémica propuesta habitual para evitar debacles económicas es imponer controles al capital. La experiencia chilena de los noventa es un buen ejemplo. Después de todo, Chile fue el país que menos sufrió los embates de la crisis de los mercados emergentes a fines de la década anterior. En mi opinión, los controles al capital no introdujeron costos severos a la economía chilena, pero estuvieron lejos de aportar al éxito de los noventa. No evitaron el contagio de la crisis asiática, ni la apreciación del tipo de cambio real durante la década. Fueron bastante ineficaces, y su mayor efecto fue desplazar la composición de los créditos desde corto plazo a plazos más largos, lo que parece algo bueno, aunque los órdenes de magnitud de este cambio fueron menores. Más aun, al centro de la recesión de 1999 estuvo la rigidez cambiaria, la que también tomó parte en la masiva entrada de capitales de los años noventa. Últimamente, la economía ha sido capaz de absorber una alta volatilidad internacional sin controles al capital, gracias al tipo de cambio flexible. Es cierto que hoy día Chile no vive un auge económico como vivió en el pasado con un escenario internacional parecido, pero está mejor preparado para enfrentar condiciones externas adversas. Su prudente política fiscal, basada en una regla de ajustes cíclicos al déficit presupuestario, junto a un tipo de cambio flexible como parte del régimen de metas de inflación para la política monetaria, lo hace más resistente para sortear *shocks* externos a su economía.<sup>6</sup>

En muchos países, en contraste con el caso de Chile, se han usado los controles al capital como sustituto de una política financiera sana. Las autoridades parecen pensar —equivocadamente, por

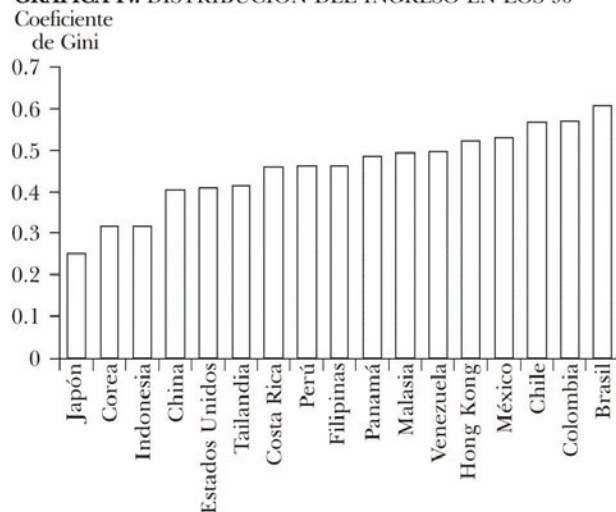
<sup>6</sup> Cowan y de Gregorio (2005), en su análisis de los efectos de los controles al capital sostienen que la clave que explica la entrada de capitales, la vulnerabilidad financiera y las crisis monetarias es el régimen cambiario vigente antes que tales controles.

supuesto— que en lugar de hacer ajustes serios y necesarios en los frentes fiscal y financiero, pueden arreglárselas controlando los movimientos de capital. Dan la impresión errónea de que la economía está bien equipada para enfrentar un *shock* externo, y postergan reformas esenciales para fortalecer las instituciones macroeconómicas. Estas, las instituciones macroeconómicas fueron las fortalezas de Chile, no los controles al capital.

#### IV. Desigualdad, distorsiones y educación

Una de las características más distintivas de los países latinoamericanos es su alto grado de desigualdad (gráfica IV). La evidencia teórica y empírica sugiere que una distribución desigual del ingreso es dañina para el crecimiento, aunque en el último tiempo ha aparecido evidencia en contrario. La literatura teórica postula que la desigualdad puede llevar a la autoridad a adoptar políticas compensatorias ineficientes que atentan contra el crecimiento. El ejemplo clásico es la introducción de impuestos ineficientes con fines redistributivos.

GRÁFICA IV. DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO EN LOS 90



FUENTE: Banco Mundial.

Así, cabría esperar que, luego de ajustar por el nivel de desarrollo, los países con una distribución de ingresos más desigual, medida por el coeficiente de Gini, tienen más probabilidades de tener características y políticas malas para el crecimiento. Por ejemplo, baja matrícula escolar, probablemente porque, aun controlando por ingreso medio, una fracción mayor de su población no puede permitirse enviar a sus hijos a la escuela. También se asocia la desigualdad con mayor fertilidad, estados más grandes, menos logros educacionales, e instituciones más débiles.

Hay dos temas pertinentes a esta discusión. El primero trata de las implicancias de política de reducir la desigualdad. Se sabe poco de políticas que pueden reducir la desigualdad de ingresos en un periodo corto. La distribución del ingreso cambia muy lentamente y no se sabe qué la determina realmente. La relación con el ingreso no está clara. La educación ayuda.<sup>7</sup> Aumentar los logros educacionales y salvar las diferencias entre la población reduce la desigualdad. Sin embargo, sus efectos demoran largo tiempo en alcanzar la distribución del ingreso. Una mejora educacional hoy afectará la distribución del ingreso en varios años más, cuando los jóvenes beneficiados entren a formar parte de la fuerza laboral. Pero este argumento no debe desalentar la reforma educacional, pues tiene un efecto inmediato en la movilidad y distribución intertemporal del ingreso. Por lo tanto, ayuda a igualar las oportunidades más rápido que lo que tardan sus efectos sobre el ingreso propiamente tal. El bienestar se distribuye en forma más pareja cuando las familias pobres tienen a sus hijos recibiendo una mejor educación.

El segundo tema importante en los países con alta desigualdad es cómo evitar los efectos adversos que esta tiene en las políticas y, a través de ellas, en el crecimiento económico. Es muy distinto tener una distribución del ingreso estable y desigual en un país que crece que en uno estancado. Además, si bien los efectos del crecimiento en la desigualdad pueden ser pequeños, es esencial para aliviar la pobreza. Tener buenas políticas sociales que corrijan injusticias y fomenten el crecimiento debe ser una prioridad. Fortalecer las instituciones es particularmente importante en lugares donde la desigualdad puede ser fuente de corrupción y otras distorsiones institucionales. El caso de Chile es interesante una vez más. A pesar de sus enormes diferencias, no parece tener instituciones o políticas deterioradas, y el país ha podido crecer, algo esencial para reducir conflictos sociales y centrar sus políticas en el crecimiento económico y la ayuda a los más pobres.

Aunque en general la autoridad prefiere las políticas que fomentan el crecimiento y a la vez reducen la desigualdad, no siempre se da. Algunos adoptan políticas redistributivas que introducen distorsiones y no otras que podrían tener efectos positivos en ambos frentes. Una política que pro-

<sup>7</sup> Existen estudios recientes sobre qué determina la distribución del ingreso, en los que la educación aparece como factor importante para reducir la desigualdad. Sin embargo, como se afirma en el texto, es una vía lenta. Además, en investigaciones recientes se destaca el rol que cumple el desarrollo financiero para reducir la desigualdad. Véase Li *et al.* (1998) y Beck *et al.* (2004).

mueva activamente la educación de calidad es buena para el crecimiento y reduce la desigualdad. Algo similar puede decirse de la infraestructura pública, como por ejemplo el acceso al agua potable.

#### **V. Acerca de los determinantes del crecimiento: instituciones, competencia y movilidad**

Se pueden enumerar muchas áreas donde es posible mejorar y a la vez promover el crecimiento. Pero la pregunta última que uno desearía resolver es ¿cuáles son los principales fundamentos que sustentan la acumulación de capital físico y humano y los aumentos de productividad; en breve, que determinan el crecimiento económico? El crecimiento tiene lugar cuando existen los incentivos apropiados que hacen que personas y empresas empleen sus talentos en ocupaciones productivas en contraposición con, por ejemplo, actividades de pura búsqueda de renta (*rent seeking*) o intentos de captura por grupos de interés de la política económica. En mi opinión, tras el crecimiento subyacen dos principios básicos:

- *Respeto al derecho de propiedad.* Cuando un individuo invierte en su propio capital humano, o cuando un empresario invierte en plantas, equipos o nuevas técnicas para aumentar su productividad, deben tener la seguridad de que nadie los despojará de los beneficios que obtengan de su inversión. Para que se dé esta condición, el derecho de propiedad debe estar claramente definido y ser debidamente respetado.
- *Adecuada estructura de premios.* La inversión y el esfuerzo merecen una recompensa apropiada, esencial para estimular la creatividad, el emprendimiento, y un uso del talento que promueva el crecimiento.

En términos de política, asegurar el derecho de propiedad implica establecer claramente las reglas del juego. Inevitablemente, algunas medidas o modificaciones de las mismas tendrán efectos redistributivos. Cambios en las políticas tributarias, por ejemplo, alteran la rentabilidad de las inversiones en capital físico y humano, reduciendo o aumentando el valor del respectivo capital. Un cambio legislativo también cambia la rentabilidad. Una empresa que se ha convertido en monopolio puede ser obligada a renunciar a parte de su poder monopolístico, y con este a parte de sus ganancias. En breve, la distribución sucede. En otros casos los derechos de propiedad no son del todo claros. Este es el típico caso de los conflictos me-

dioambientales, por ejemplo entre el sector agrícola y la producción industrial que genera contaminación. El derecho de propiedad tiene sus limitaciones y existen conflictos e indefiniciones. Lo importante es tener claros estos problemas así como los mecanismos de resolución de conflictos. Para ello, las naciones deben contar con instituciones sólidas y normas claras que definan y delimiten el derecho de propiedad, así como mecanismos para entregar una compensación justa cuando se implementen políticas con efecto redistributivo.

En una democracia, los impuestos los decide generalmente el Poder Legislativo, y no deberían sorprender a nadie —aunque no les gusten— cuando ocurre una modificación. Naturalmente, buenas leyes y un adecuado marco constitucional evitan la aplicación arbitraria de las leyes tributarias y la expropiación directa. Aquí, la lección es nuevamente que se necesitan instituciones robustas, las cuales tienen que tener una clara orientación hacia la protección del derecho de propiedad.

Un entorno macroeconómico estable también es parte importante de salvaguardar el derecho de propiedad. Una inflación alta y volátil también redistribuye ingresos, por lo general de ahorrantes a deudores, lo que desalienta el ahorro. Al licuar la deuda pública nominal vía aumentos de precios, la inflación también redistribuye riquezas de los titulares de bonos hacia el gobierno. Lo mismo puede decirse del congelamiento de los depósitos durante crisis bancarias y otras políticas confiscatorias. La estabilidad macroeconómica promueve el crecimiento porque asegura un escenario seguro donde invertir, permitiendo al empresario centrarse en los riesgos normales e inevitables inherentes a los negocios, antes que en protegerse de la inestabilidad macroeconómica.

Pero el segundo principio —una adecuada estructura de premios— también es importante y una condición necesaria. Es posible imaginar un país donde el derecho de propiedad sea respetado e inmutable, pero el sector empresarial consiste de un grupo de monopolios protegidos por barreras a la entrada. Nadie tendrá entonces ningún incentivo a invertir o competir: los monopolios establecidos no necesitan hacerlo, y cualquier participante potencial estará en clara desventaja. Por lo tanto no es suficiente la sola protección de los derechos de propiedad. La forma de instaurar este segundo principio en la arena económica es facilitar la competencia, fuerte y plena, que permite a los mercados funcionar con eficiencia. La apertura y el libre comercio, a su vez, son esenciales para asegurar y promover la competencia, especialmente en economías pequeñas. Si una empresa quiere competir con éxito, tendrá que ser eficiente y creativa. A

tiva. A falta de competidores que amenacen al negocio establecido, estos no tendrán una motivación a ser eficientes.

La regulación y la promoción de la competencia tiene implicancias en la protección al derecho de propiedad y también en proveer recompensas al esfuerzo y el emprendimiento. Muchos países están contemplando implementar reformas regulatorias, y eso es bueno. Pero, en mi opinión, la base institucional más importante es definir cómo resolver los conflictos, quién es responsable de hacer las normas, y quién responde por su administración. Asegurar la independencia de los reguladores y exigir responsabilidad de los mismos junto con definir paneles independientes para resolver problemas (incluyendo la interpretación de la ley) es la reforma más importante que puede lograr la estabilidad y la claridad de las reglas del juego como para estimular la inversión y la productividad. Sin embargo, es importante fomentar la *accountability*, que es particularmente necesaria para las instituciones que gozan de altos grados de independencia del poder político.

El segundo principio también tiene implicancias de política social. Es importante que los trabajadores, tanto como los negocios, reciban una recompensa justa por su esfuerzo. Una aspiración natural de los padres, especialmente entre los pobres, es que sus niños tengan una mejor calidad de vida que ellos mismos. Para eso necesitan oportunidades. El ingreso salarial de una persona dependerá de la productividad de su trabajo, y así la meta de la política educacional debe ser transferir conocimiento útil para transformar a los individuos en trabajadores más productivos. Dicho en forma más general, este segundo principio se traduce en movilidad social, o igualdad de oportunidades, en el frente social.

Las dificultades que viven los países de América Latina se comprenden mejor a la luz de estos dos principios. En muchas partes las instituciones son débiles, el ambiente macroeconómico es inestable, y en consecuencia no se respecta debidamente el derecho de propiedad. Además, el comercio es escaso, y hay poco espacio para la competencia. Por lo tanto, los inversionistas no reciben un premio adecuado. Por otro lado, hace falta mejorar la calidad de la educación y hacer esfuerzos para reducir la desigualdad a través de políticas sociales que eleven las condiciones de vida de los más pobres y generen las condiciones para aumentar la movilidad social. Desde el punto de vista de las actividades del Gobierno, es importante enfocarse en cómo fomentar el crecimiento y ayudar a los desposeídos y desfavorecidos, minimizando las distorsiones de política. Un desafío nada trivial, pero

mientras pueda sostenerse el crecimiento la tarea será más fácil, porque las tentaciones populistas serán reducidas, aunque nunca eliminadas.

## Referencias

- Beck, T., A. Dermigüç-Kunt y R. Levine (2004), *Finance, Inequality and Poverty: Cross-country Evidence*, Banco Mundial, junio (Policy Research Working Paper, n° 3338).
- Cowan, K., y J. de Gregorio (2005), *International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons From Chile*, texto mimeografiado, Banco Central de Chile.
- Dollar, D., y A. Kraay (2002), "Institutions, Trade and Growth", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n° 1, pp. 133-62.
- Edwards, S. (1998), "Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know", *The Economic Journal*, vol. 108, n° 447, pp. 680-702.
- Gregorio, J. de (2004), *Economic Growth in Chile: Evidence, Sources and Prospects*, Banco Central de Chile, diciembre (Documento de trabajo, n° 298).
- Gregorio, J. de, y J.-W. Lee (2004), *Economic Growth and Adjustment in East Asia and Latin America*, Banco Central de Chile (Documento de trabajo, n° 245).
- Herrera, L. O., y R. Valdés (2004), *Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience*, IADB (Economic and Social Study Series).
- Heston, A., R. Summers y B. Aten (2002), *Penn World Table Version 6.0*, Center for International Comparisons, Universidad de Pennsylvania (CICUP), octubre.
- Li, H., L. Squire y H. Zou (1998), "Explaining International and Intertemporal Variations in Income Inequality", *The Economic Journal*, vol. 108, n° 446, pp. 26-43.
- Maddison, A. (1995), *Monitoring the World Economy*, OECD, París.
- Meller, P. (2002), "El cobre chileno y la política minera", en P. Meller (ed.), *Dilemas y debates en torno al cobre*, Ediciones Dolmen.
- Rodríguez, F., y D. Rodrik (2001), "Trade Policies and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-national Evidence", *NBER Macroeconomics Annual 2000*, pp. 261-325.
- Wacziarg, R., y K. Welch (2003), *Trade Liberalization and Growth: New Evidence*, NBER (Working Paper, n° 10152).
- Winters, A., N. McCulloch y A. McKay (2004), "Trade Liberalization and Poverty: The Evidence So Far", *Journal of Economic Literature*, vol. 52, n° 1, pp. 72-115.

# Sostenibilidad de la deuda pública y crisis de los países emergentes: presentación de los conceptos e instrumentos de diagnóstico\*

Adeline Bachellerie  
Bertrand Couillault

## I. Introducción

La aceleración de la globalización financiera en los años noventa ofreció nuevas oportunidades de financiamiento a los países emergentes y permitió reforzar su integración a la economía mundial. Este movimiento, que ha resultado en un incremento de las emisiones de títulos en los mercados financieros “emergentes”, ha ofrecido a los inversionistas oportunidades suplementarias de diversificación de sus carteras. Sin embargo, esta evolución fue acompañada de crisis financieras que pusieron de relieve el papel preponderante de las dinámicas de mercado en las reversiones bruscas y masivas de los flujos de capitales.

El análisis del origen de las crisis ha subrayado con fuerza la responsabilidad de las políticas económicas seguidas, así como los riesgos vinculados a las fragilidades del sector bancario y a la sostenibilidad de los regímenes de tipos de cambio. Han sido pocos, al contrario, los estudios específicos realizados acerca de la sostenibilidad de la deuda pública de los países emergentes, a pesar de que su deuda se ha incrementado considerablemente en

la segunda mitad del decenio. La falta de datos homogéneos sobre las finanzas públicas y las dificultades de aislar las dinámicas que afectan la deuda pública lo explican claramente. No obstante, los incumplimientos soberanos y las reestructuraciones de la deuda de años recientes, particularmente en Argentina, han demostrado la actualidad de estas cuestiones y la importancia del tema. La integración del análisis de la sostenibilidad de la deuda en la vigilancia bilateral del FMI, el desarrollo del análisis de las estructuras de las hojas de balance, y la importancia otorgada a las cuestiones relativas a la transparencia de la información, reflejan el deseo de la comunidad internacional de detectar los riesgos que pesan sobre la deuda pública, aun antes de que se desencadenen dinámicas potencialmente incontrolables.

Este artículo se propone presentar en qué fase se encuentran las reflexiones sobre esta cuestión, así como explicar la manera en que los asuntos relacionados con la sostenibilidad de la deuda pública de los países emergentes, han venido progresivamente a convertirse en un tema de preocupación para la comunidad internacional. Trae a la memoria, en primer lugar, los principales rasgos que caracterizan la evolución de la deuda pública en los países emergentes durante las últimas décadas, y cómo el crecimiento de la deuda pública ha podido ser a la vez causa y consecuencia de crisis financieras graves, en un contexto de crecimiento de los financiamientos en los mercados y de apertura de cuentas de capital. A continuación pone en evidencia los riesgos que pesan sobre la dinámica de la deuda pública de estos países y que pueden hacer que esa situación se vuelva insostenible. Finalmente, describe los métodos de análisis de la sostenibilidad de la deuda con objeto de elaborar un diagnóstico.

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de A. Bachellerie, estudiante de doctorado en la Universidad París 1, Panteón-Sorbona, quien realizaba una estancia académica en el Banco de Francia en el seno del Servicio de Relaciones Monetarias Internacionales (SERMI) cuando se redactó este trabajo, así como de Bertrand Couillault, del SERMI, Dirección de Relaciones Internacionales y Europeas del Banco de Francia. El trabajo se publicó con el título “Soutenabilité de la dette publique et crises des pays émergents: présentation des concepts et des instruments de diagnostic”, en *Revue de la Stabilité Financière*, nº 6, junio de 2005, pp. 69-86. Los autores desean agradecer a V. Coudert, E. Politronacci-Stephanopoli y a los expertos del SERMI por su ayuda y sus valiosos comentarios.

## II. Dinámica inestable de la deuda pública emergente

Las crisis de la deuda de los años ochenta pusieron en evidencia los riesgos para los países emergentes de un endeudamiento excesivo con respecto a los bancos internacionales. Los años noventa se caracterizaron por el crecimiento de la deuda pública financiada en los mercados, el desarrollo de riesgos diferentes, y la aparición de nuevas formas de crisis financieras.

### 1) Un financiamiento creciente para los mercados de bonos

Después de haber sido reducida significativamente a principios de los años noventa, a raíz de la introducción del Plan Brady<sup>1</sup> y del lanzamiento de grandes programas de privatización, la deuda pública de los países emergentes<sup>2</sup> ha reanudado su crecimiento a partir de mediados de los años noventa, con un incremento, en promedio, de 10 puntos del PIB en menos de diez años, pasando de 60% a mediados de los años noventa a 70% en 2002.<sup>3</sup> El aumento del nivel de la deuda dista de haber sido uniforme y homogéneo, con diferencias que reflejan sobre todo las repercusiones de las crisis financieras. En algunos países, se ha llegado a niveles de deuda alarmantes. La deuda pública en 2002, superó el umbral de 100% del PIB en el Líbano (178%) y Argentina (149%). Asimismo, Turquía, Brasil, la India y las Filipinas se situaban muy por encima del promedio de los países emergentes (respectivamente 89, 78, 77 y 77% del PIB).

El alza del endeudamiento público se inscribe en un contexto general de crecimiento de los flujos de capitales hacia los países emergentes en los años noventa, que permitió, en particular, el desarrollo espectacular de los mercados de bonos (véase gráfica I).

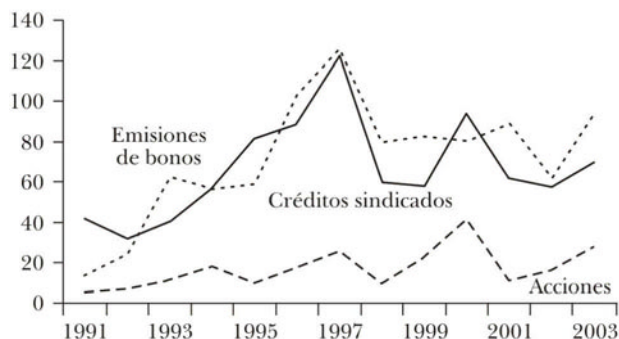
El financiamiento de la deuda pública en los países emergentes se modificó profundamente en los años noventa. Los bancos, ahora más prudentes

<sup>1</sup> Este Plan se basaba en la conversión de créditos bancarios en bonos gubernamentales, con abandono parcial de los préstamos y alentaba las emisiones en los mercados. Para un análisis del impacto del Plan Brady sobre la deuda pública, véase, por ejemplo, Reinhart, Rogoff y Savastano (2003).

<sup>2</sup> Países emergentes son los que tienen acceso a los mercados financieros internacionales; se definen, en general, por referencia a la lista de países que comprende a los que aparecen en un índice particular de bonos. En su estudio de referencia sobre la deuda pública de los países emergentes, el FMI define la población estudiada como la lista de los países que componen el índice global EMBI, más Costa Rica, Indonesia, la India, Israel y Jordania. Consultar la publicación del FMI (2003b).

<sup>3</sup> *Idem.*

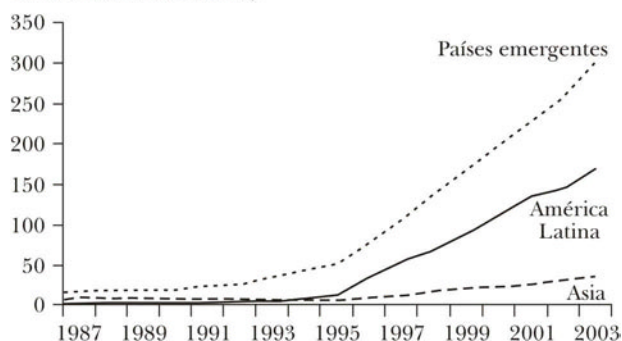
GRÁFICA I. FINANCIAMIENTO DE LOS PAÍSES EMERGENTES POR SECTOR, 1991-2003 (en miles de millones de dólares)



FUENTE: FMI, Informe del mercado internacional de capitales; Informe de la estabilidad financiera global, IIEFG (1992-2004).

por la experiencia de las crisis de los años ochenta, y confrontados con un nuevo entorno reglamentario (entrada en vigor de la nueva relación Cooke en 1988), revisaron su política de financiamiento de los Estados soberanos por medio de préstamos sindicados y además tomaron posiciones en los mercados de bonos. En efecto, tras la bursatilización de los créditos bancarios en el marco del Plan Brady, la relativa declinación de los créditos sindicados en la deuda pública externa, con relación al financiamiento, prosiguió en los años noventa.

GRÁFICA II. ENDEUDAMIENTO EN BONOS SOBERANOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES, 1987-2003 (en miles de millones de dólares)

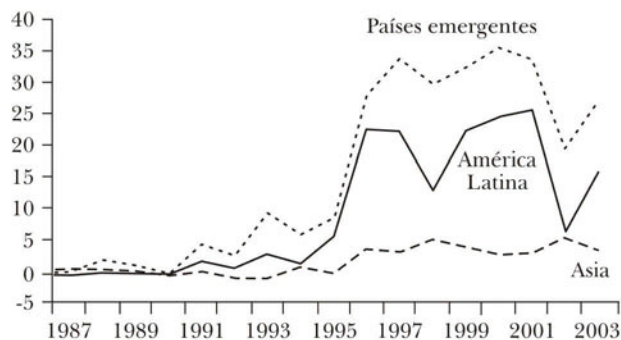


En 1988, un año antes de la entrada en vigor del Plan Brady, el monto de la deuda pública en poder de acreedores privados bajo la forma de créditos bancarios, llegó a los 250.000 millones de dólares, en tanto que los bonos gubernamentales no pasaban, de 50.000 millones de dólares. En 2003, los créditos bancarios no representaban más que 100.000 millones de dólares, mientras que el endeudamiento en bonos se elevaba a más de 300.000 millones.<sup>4</sup> Por lo tanto, el monto de títulos públicos emitidos por los países emergentes en los

<sup>4</sup> Para una presentación sintética de la evolución del financiamiento de la deuda pública de los países emergentes, véase FMI (2004c).

mercados internacionales se ha multiplicado por más de cinco entre 1994 y 2000 (véanse gráficas II y III).

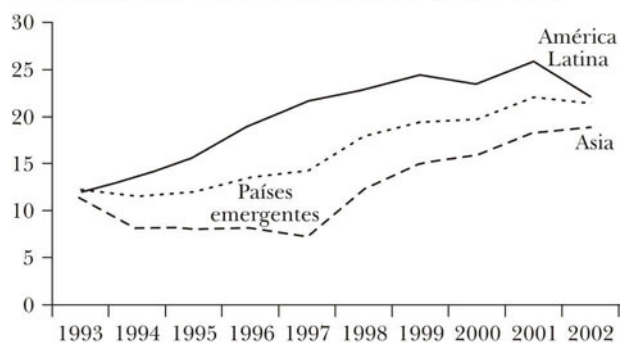
**GRÁFICA III. EMISIONES DE BONOS SOBERANOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES, 1987-2003** (en miles de millones de dólares)



FUENTE: Banco de Pagos Internacionales.

Por lo demás, los países emergentes, siguiendo en ello las recomendaciones de las instituciones financieras internacionales, han tratado de desarrollar los mercados de bonos nacionales. El total de títulos públicos emitidos por los países emergentes en los mercados locales se ha duplicado entre 1994 y 2000, pasando de 526.000 millones de dólares a 1.023.000 millones,<sup>5</sup> lo que ha permitido un crecimiento cercano a 10 puntos del PIB de la deuda pública en bonos (véase gráfica IV).

**GRÁFICA IV. ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN BONOS EN LOS MERCADOS INTERNOS, 1993-2002** (en % del PIB)



FUENTE: IEFG, FMI (2004), "Emerging local securities and derivatives markets".

La importancia y la estructura del mercado de bonos local varían mucho entre los países emergentes y son difícilmente comparables con las de los mercados de bonos de los países industrializados. La principal diferencia reside en la dificultad que presentan los países emergentes para obtener financiamientos a largo plazo en el mercado nacional.

<sup>5</sup> Para un análisis del crecimiento de los mercados nacionales de bonos, ver, en particular BPI (2002).

## 2) Una interacción compleja entre crisis y deuda

La crisis mexicana (1994) fue la primera de una serie de crisis financieras, que fueron reagrupadas bajo el término de "crisis de cuenta de capital". Estos episodios pusieron en evidencia nuevas dinámicas desestabilizadoras que afectaban los movimientos de capital: las crisis de los años noventa, en efecto, se caracterizaron por la amplitud y la violencia de las reversiones de flujos de capitales, que condujeron a una paralización brusca de los financiamientos hacia los países emergentes ("sudden stop". Calvo (1998). Aunque los mecanismos en juego difieren según los episodios, la actitud de los inversionistas y los movimientos de los tipos de cambio desempeñan un importante papel en el desarrollo de las crisis. Las crisis se alimentan por el comportamiento de los inversores internacionales, lo que explica los fenómenos de contagio de un país a otro. Estos fenómenos, favorecidos por la apertura de los mercados de capitales en los países emergentes y su mayor integración a los mercados internacionales, hacen más compleja la distinción entre las nociones de "crisis de tipos de cambio", "crisis bancaria" y "crisis de la deuda" (consultar recuadro I).

### a) La fragilidad de las finanzas públicas a consecuencia de las crisis financieras y de tipos de cambio

Una crisis económica y financiera tiene un efecto directo sobre las finanzas públicas, al reducir la base de los ingresos presupuestarios. Se añaden el costo que la colectividad absorba de una parte del impacto de la crisis financiera, así como los efectos de valorización de la deuda pública. De esta manera, en el caso de las crisis gemelas ("twin crises") asiáticas (1997-1998) las crisis bancarias implicaron para el Estado costos importantes ligados al salvamento del sistema bancario (cerca del 16% del PIB en Tailandia, y más del 50% en Indonesia), en tanto que las crisis del tipo de cambio aumentaban el peso de la deuda pública en divisas. Sin embargo, en otros países en crisis, que pudieron apoyarse en finanzas públicas sanas, la sostenibilidad de la deuda pública no fue puesta en entredicho.

En cambio, en un país con finanzas públicas ya frágiles, la absorción por el Estado del costo de la crisis bancaria puede tener un impacto desestabilizador. En Turquía, el establecimiento, en 1999, de un programa del FMI para reducir el déficit en cuenta corriente y luchar contra la inflación, resultó frágil ante la crisis bancaria (octubre del 2000), que condujo después a una flotación de la libra y a un aumento significativo de la deuda pública. Sin embargo, la intervención masiva del FMI y las pers-

**Recuadro 1**

**TRES EJEMPLOS DE CRISIS Y SU VÍNCULO CON LA DEUDA PÚBLICA**

Las crisis mexicana, tailandesa y brasileña constituyen tres ejemplos de crisis de cuenta de capital, que estuvo a punto de provocar un incumplimiento de la deuda pública, implicó una fuerte depreciación de la moneda y condujo a la fragilización de las finanzas públicas.

**México (1994-95)**

- Ahondamiento del déficit en cuenta corriente (9.8% en 1993 y 7% en 1994) y financiamiento mediante la afluencia de capitales, en gran parte a corto plazo.
- En un contexto de endurecimiento de la política monetaria estadounidense y de trastornos políticos internos, salidas de capitales (marzo-abril de 1994), disminución de las reservas, y emisión de títulos públicos a corto plazo indizados con el dólar: los “Tesobonos”.
- Nueva crisis de confianza en noviembre, flotación del peso el 22 de diciembre. La Tesorería de Estados Unidos y el FMI ponen en vigor un plan de auxilio de 50.000 millones de dólares, a fin de evitar un incumplimiento de la deuda pública.
- En total, entre 1994 y 1996 la deuda pública se incrementó en 18 puntos del PIB. (Véase gráfica V.)

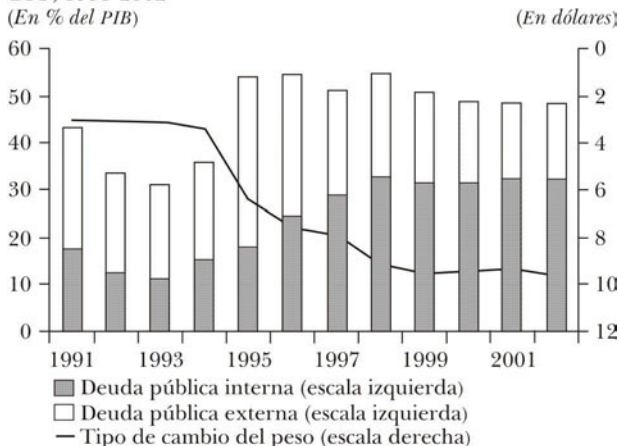
**Tailandia (1997-98)**

- Fuerte crecimiento del PIB (5.9% en 1996), ahondamiento del déficit de la cuenta corriente (7.9% en 1996), reapreciación real del baht, entrada de capitales (9.2% del PIB en 1996); fragilidad del sector bancario.
- Salidas de capitales a fines de 1996, que se aceleran, crisis bancaria, intervenciones para sostener el tipo de cambio.
- Julio de 1997: flotación del baht, que pierde 20% en un mes; programa del FMI de 4.000 millones de dólares.
- Prosigue la caída del baht, reforzamiento del programa del FMI y fuerte desaceleración económica; a fines de 1998 reorientación del programa para apoyar la recuperación.
- Entre 1997 y 1999, la deuda pública ha aumentado en 19 puntos del PIB. (Véase gráfica VI.)

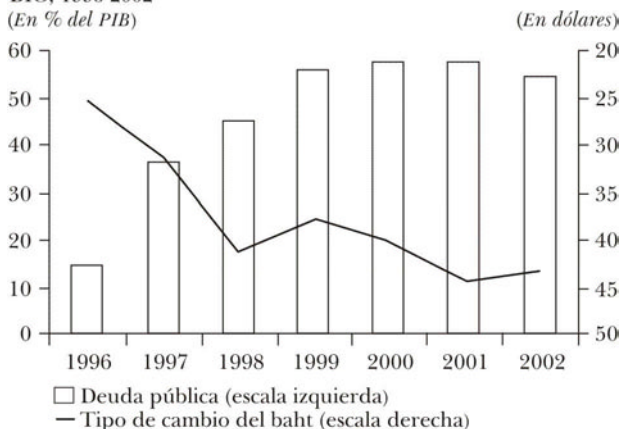
**Brasil (1996-2002)**

- Crecimiento débil; importantes déficit públicos (-7.9% en 1998) y déficit en cuenta corriente (-4.3% en 1998).
- A raíz de las crisis asiáticas, y posteriormente de la rusa, salidas de capitales, alza de las tasas de interés; diciembre de 1998: plan de auxilio de 42.000 millones de dólares, de los cuales 18.000 millones del FMI; flotación del real en enero de 1999.
- La deuda pública se incrementa en 9 puntos del PIB en 1999.
- Al aproximarse las elecciones presidenciales de octubre de 2002, las inquietudes sobre el nivel de la deuda pública impulsan los diferenciales 1.500 puntos de base, el real se deprecia brutalmente (-18% entre marzo y junio). Se aprueba un nuevo programa del FMI de 30.000 millones de dólares.
- La deuda pública se incrementa en 10 puntos del PIB en 2002. (Véase gráfica VII.)

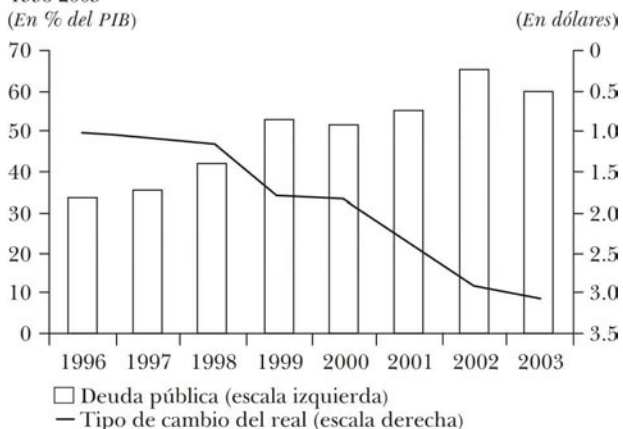
**GRÁFICA V. MÉXICO: DEUDA PÚBLICA Y TIPO DE CAMBIO, 1991-2002**



**GRÁFICA VI. TAILANDIA: DEUDA PÚBLICA Y TIPO DE CAMBIO, 1996-2002**



**GRÁFICA VII. BRASIL: DEUDA PÚBLICA Y TIPO DE CAMBIO, 1996-2003**



pectivas de la apertura de negociaciones de adhesión a la Unión Europea, contribuyeron a evitar una reestructuración de la deuda pública.

Independientemente de toda crisis bancaria, una crisis de confianza en la divisa puede obligar a las autoridades a abandonar una política de anclaje y traducirse en un aumento brutal de la deuda denominada en divisas o indizada con el tipo de



cambio. Así, en Brasil, el abandono de esta política, en 1999, se tradujo en un incremento de 9 puntos del PIB de la deuda pública entre 1998 y 1999, para alcanzar 53% del PIB. Nuevamente, en 2002 cuando se realizó el paso a la flotación, la proximidad de las elecciones determinó una crisis de confianza en el real, que condujo a un aumento suplementario del peso de la deuda pública en casi 10 puntos del PIB.

*b) Crisis vinculadas a la insostenibilidad de la política presupuestaria*

Cuando surgen dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública, puede acaecer una crisis de confianza; el resultado es una crisis del tipo de cambio, que generalmente conduce a incrementar el peso de la deuda en divisas. La crisis mexicana, desencadenada en 1994 por una duda acerca de la capacidad de este país para cumplir con su deuda pública externa, indizada con el dólar (los Tesobonos) se tradujo en un incremento de la deuda pública de 20 puntos del PIB. Más tarde, en Rusia, la degradación de las finanzas públicas y la falta de credibilidad de las autoridades, desembocaron en una crisis del tipo de cambio y en un incumplimiento de la deuda pública, primero interna y luego externa, en 1998.

Si la crisis argentina parece ser continuadora de las crisis de la deuda de los años noventa, el hecho es que rompe con los casos precedentes, ya que constituye una crisis de sostenibilidad retardada: Argentina, bajo programa del FMI desde 1999, algunos lo presentaron durante mucho tiempo como un “país modelo” en materia de aplicación de las reformas económicas y financieras (particularmente en materia de liberalización financiera y de privatizaciones). Mientras que en el periodo precedente al incumplimiento, el debate se centró en los riesgos y las ventajas de una modificación del régimen de tipos de cambio, las vulnerabilidades vinculadas a la deuda pública fueron considerablemente subestimadas. Como lo hizo notar la Oficina de Evaluación Independiente (OEI) del FMI,<sup>6</sup> la crisis argentina sirvió para revelar “fenómenos de intolerancia a la deuda” de ciertos países emergentes. El caso de Argentina ilustra la multiplicidad y la imbricación de los factores interrelacionados en las crisis financieras de los años noventa: fragilidad presupuestaria y más ampliamente institucional; insuficiencia de las reformas estructurales, régimen de tipo de cambio constreñido, endeudamiento en divisas, efectos de contagio de la crisis brasileña y más generalmente impacto de los choques externos.

<sup>6</sup> FMI: Oficina de Evaluación Independiente (2004d).

El incumplimiento argentino también condujo, por parte de la comunidad internacional, a tomar conciencia de los riesgos económicos y sociales asociados a un incumplimiento de la deuda pública. A raíz de ello, la reflexión se centró en las diversas vías que podrían permitir una resolución ordenada de las crisis de la deuda: un mecanismo de reestructuración de las deudas soberanas (MRDS) bajo la égida del FMI; un *Código de Buena Conducta* para la reestructuración de las deudas soberanas a iniciativa del Banco de Francia; desarrollo de las cláusulas de acción colectiva con respecto a los bonos, preconizado en particular por el G-10.

Si la presentación de un mecanismo formal no ha logrado culminar por falta de consenso acerca de la cuestión, la idea de un Código de Buena Conducta ha vuelto a ser puesta sobre la mesa por los principales acreedores y emisores en los mercados emergentes, y ha permitido la elaboración de “principios para flujos de capitales estables y reestructuraciones de la deuda equitativas”, presentados por el G-20 de Berlín en 2004. Del mismo modo, la inclusión de cláusulas de acción colectiva en las emisiones de bonos se ha generalizado en los mercados emergentes. Paralelamente, la reflexión sobre la sostenibilidad de la deuda en los países emergentes ha proseguido, a fin, en particular, de mejorar los instrumentos de diagnóstico a disposición de la comunidad internacional.

### **III. Características específicas del análisis de la sostenibilidad de la deuda pública emergente**

Para los países emergentes sujetos a un acceso intermitente en los mercados financieros, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública pueden tener efectos devastadores en la economía. El concepto abarca las interrogaciones sobre la solvencia del Estado y la liquidez de la deuda, que revisten una agudeza particular en los países emergentes.

*1) La sostenibilidad de la deuda pública: solvencia y liquidez*

La deuda pública de un país es sostenible si la política presupuestaria adoptada puede mantenerse sin ajuste excesivo en el futuro. La sostenibilidad de la deuda supone que el Estado sea considerado solvente, es decir, que los acreedores tengan un juicio positivo sobre su capacidad para rembolsar su deuda a largo plazo, y a la vez, que sea líquida, es decir, que esté en aptitud de refinanciar la deuda a su vencimiento. Estos elementos dependen en gran medida de la confianza de los acreedores y la credibilidad de las autoridades.

*a) La solvencia del Estado: un juicio sobre su capacidad de rembolsar su deuda*

El deudor soberano es solvente, si los excedentes primarios actualizados son por lo menos equivalentes a la deuda pública inicial (Agenor y Montiel, 1996; Roubini, 2001). El análisis de la solvencia de un Estado se inscribe en un marco jurídico que difiere de la manera en que se aborda por parte de una entidad privada, para la cual es posible liquidar los activos retenidos en el marco de un procedimiento de quiebra. La ausencia de tales procedimientos en el caso de los Estados soberanos se basa en el principio de la intangibilidad del Estado y la imposibilidad de embargar los haberes públicos. Un Estado, empero, está obligado a respetar un equilibrio presupuestario intertemporal (véase anexo 1), en la medida en que los acreedores no acepten detentar indefinidamente su deuda pública, por lo cual no puede endeudarse perpetuamente: es la condición de ausencia del “juego Ponzi”.<sup>7</sup>

La constrictión presupuestaria intertemporal define un sendero de equilibrio de la deuda, que vincula la tasa de interés y la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo, con los excedentes primarios futuros actualizados. Dos variables parecen esenciales: por una parte, el excedente primario, que permite a un Estado liberar los recursos para hacer frente a los rembolsos en los vencimientos de la deuda; y, por otra parte, la tasa de interés que representa la carga financiera que grava la deuda.

Sin embargo, el criterio de solvencia es un concepto teórico de un alcance práctico limitado. En efecto, por sí mismo no permite determinar un umbral de endeudamiento de referencia: en teoría, cualquiera que sea el nivel inicial de la deuda, la constrictión presupuestaria puede respetarse. Por lo demás, la solvencia es un concepto cuya dinámica es difícilmente tomada en cuenta en un entorno incierto: un Estado solvente en un periodo dado, puede volverse insolvente tras una serie de choques.

En consecuencia, es común hablar de la sostenibilidad de la política presupuestaria y, por extensión, la de la deuda pública.

La deuda pública sólo es sostenible en la medida en que el Estado es solvente. En cambio, el Estado puede ser solvente, mientras que su deuda es insostenible en cuyo caso las autoridades pueden modificar la política presupuestaria seguida.

<sup>7</sup> Con referencia al fraude cometido por C. Ponzi alrededor de 1920, quien utilizó las contribuciones de los nuevos inversionistas en su “cadena” para pagar los intereses de los primeros inversores.

En la práctica, la capacidad de un Estado para estabilizar el nivel de la deuda como proporción del PIB, a corto y mediano plazos, se utiliza a menudo para estimar la sostenibilidad de la deuda: si puede estabilizarse, la deuda es sostenible. A la inversa, un alza continua de la relación deuda pública/PIB puede provocar una crisis de confianza entre los inversores. En efecto, es muy posible que surjan dudas sobre la capacidad futura de las autoridades para consentir el esfuerzo presupuestario necesario o bien acerca del impacto que dicho esfuerzo tendrá sobre el crecimiento de la economía (Roubini, 2001). Si un Estado se endeuda en divisas, la estabilización de la deuda supone integrar el efecto del tipo de cambio. Toda depreciación de la moneda impone acrecentar el excedente primario para estabilizar la deuda.

*b) La restricción de liquidez: el refinanciamiento de la deuda y el vencimiento contractual*

Un Estado debe refinanciar continuamente los vencimientos de su deuda y puede tener que hacer frente a una crisis de liquidez si no asegura dicho financiamiento. La crisis de liquidez surge cuando los activos disponibles de inmediato no bastan para cubrir el servicio de la deuda; puede, surgir, pues, sin que la solvencia del Estado sea puesta en duda. Sin embargo, como lo han ilustrado las crisis de la deuda soberana de los países emergentes de la última década, resulta difícil *ex ante* distinguir las situaciones de insolvencia de las crisis de liquidez puras.

La percepción de los inversores se presenta entonces como una variable esencial que determina el momento de la crisis. En efecto, las crisis de la deuda se desencadenan por una crisis de liquidez, en ocasión, generalmente, de dificultades de refinanciamiento de la deuda en los mercados internacionales.

Si se toman en cuenta los comportamientos que se retroalimentan es posible mostrar como una crisis de liquidez puede degenerar en crisis de solvencia cuando se atraviesan “zonas de crisis” (Cole y Kehoe, 1998).<sup>9</sup> Para los países que presentan finanzas públicas frágiles, una crisis de confianza incrementa la probabilidad de incumplimiento. El costo adicional de financiamiento que resulta, viene a ser adecuado, puesto que contribuye a validar el pesimismo de los inversionistas.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Chalk y Hemming (2000).

<sup>9</sup> Para una discusión de las condiciones que pueden conducir a este tipo de encadenamientos, véase Chamon (2004).

<sup>10</sup> Una presentación simple del mecanismo puede encontrarse en Detragiache (1990).

La dificultad esencial reside en la determinación de los elementos que pueden suscitar una crisis de confianza. La literatura considera dos explicaciones.

- Por una parte, la crisis puede ser provocada por las dudas sobre la voluntad del Estado para rembolsar su deuda. En teoría, en efecto, un Estado no tiene interés en honrar sus obligaciones excepto cuando los costos del incumplimiento son más elevados que el ajuste impuesto por la observancia del pago en los vencimientos. Sin embargo, la experiencia de Rusia o de Ecuador, de haber regresado a los mercados poco después de su incumplimiento, limitan el alcance de los argumentos sobre el costo económico asociado a los incumplimientos y el análisis costos/ventajas de los mismos. En este contexto, la percepción de los inversores de la “buena fe” de las autoridades es esencial.
- En segundo lugar, la crisis puede ser desencadenada por las dudas que existen acerca de la capacidad del Estado para rembolsar su deuda teniendo en cuenta los factores fundamentales de la economía. Tres casos esquemáticos han sido puestos en evidencia por Chui *et al.* (2000). En el primer caso, cuando no existen inquietudes acerca de los “fundamentales” del país, es racional que cada acreedor continúe financiando al Estado y que éste no tropiece con problemas de financiamiento. En el segundo caso, cuando los fundamentales se han degradado y el país se muestra insolvente, los acreedores no renovarían sus préstamos, y se desencadenaría una crisis de liquidez que revelaría la insolvencia del país. Finalmente, en el último caso, cuando los fundamentales se sitúan en una zona intermedia, no puede excluirse una crisis de liquidez, pero el momento en que ocurrirá no puede ser anticipado con precisión. La crisis de confianza en el interior de esta zona intermedia puede evitarse: la posibilidad de equilibrios múltiples proviene de la falta de coordinación entre los acreedores. El punto de equilibrio se desconoce antes de que se tome la decisión, por parte de cada inversionista, de refinanciar o no al Estado. El equilibrio puede ser subóptimo, a pesar de ser el resultado del comportamiento racional de los inversores: los acreedores limitan en costo de obtener de información siguiendo la tendencia del mercado.

Los modelos que integran los comportamientos de los inversores permiten explicar ciertos aspectos de las crisis de confianza, pero no pueden ex-

plicar por sí solos la multiplicación de las crisis en los países emergentes. De hecho, la experiencia de los años noventa subraya que las crisis se originan de la confrontación entre la actitud de los inversores y las vulnerabilidades fundamentales de las economías emergentes. Así, un cambio en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas o a los fenómenos de contagio, pueden precipitar una crisis, aunque en realidad son las fragilidades internas de los países las que originan la crisis.

## 2) *La concentración de los riesgos en los países emergentes*

La concentración de los riesgos en los países emergentes y su dependencia con relación a los flujos de financiamiento externo les exponen particularmente a los riesgos de crisis de confianza que pueden desencadenar una dinámica incontrolable de la deuda. Entre los múltiples factores<sup>11</sup> que pueden explicar la fragilidad de los países emergentes, tres merecen destacarse: el “pecado original” y las consecuencias de la exposición a los movimientos de tipo de cambio, la imperfección de la información sobre las economías emergentes y los riesgos vinculados a los comportamientos miméticos (gregarios), así como la inestabilidad de los movimientos de capitales y su impacto sobre las economías emergentes.

### a) *El pecado original*

Una de las fragilidades de los países emergentes se debe a su incapacidad de emitir títulos en su propia moneda, en los mercados internacionales, lo que les conduce a acumular deudas en divisas (Eichengreen, 1999). Esta necesidad se refuerza a menudo por la dificultad en obtener financiamiento a largo plazo. Ahora bien, cuanto más breve el vencimiento de la deuda, más elevado es el riesgo de crisis de refinanciamiento.

Para asegurar el servicio de la deuda en divisas, el país tendrá que apelar durante un largo periodo a los recursos en divisas, aun a riesgo de tener que hacer frente a un desajuste entre una deuda denominada en divisas fuertes y los recursos denominados en moneda local (“*currency mismatch*”).<sup>12</sup> El refinanciamiento de la deuda en divisas impone una restricción de liquidez que vincula la confianza en la moneda al juicio que se tenga sobre la solvencia del

<sup>11</sup> Numerosos factores están en juego: la fragilidad de las instituciones, volatilidad de los ingresos presupuestarios, apertura comercial, historial de incumplimientos, etc., FMI (2003b), Kaminsky (2003).

<sup>12</sup> Para un análisis de los riesgos asociados con esa situación, ver Goldstein y Turner (2004).

Estado: un inversionista no prestará más que en la medida en que juzgue positivamente la capacidad del Estado para rembolsar sus deudas a largo plazo y que disponga de las divisas que le permitan asegurar el servicio de su deuda en divisas.

La interacción entre la restricción presupuestal y la restricción externa<sup>13</sup> añade un elemento de complejidad al análisis de los países emergentes que, a diferencia de los países desarrollados, corren el riesgo de no poder refinanciarse permanentemente en los mercados internacionales. En la práctica, la sostenibilidad de la deuda pública es generalmente puesta en entredicho por una crisis de refinanciamiento en los mercados internacionales. La crisis de liquidez puede entonces determinar una crisis del tipo de cambio, que, a su vez, puede desencadenar una crisis de la deuda. La crisis puede provenir de una falta de liquidez del sector privado (tal es el caso de la crisis asiática de 1997) o del sector público (como en México en 1994).

*b) La imperfecta información sobre los países emergentes*

A diferencia de los países industrializados, los cuales disponen con gran rapidez de una información de calidad, los países emergentes padecen la imperfección de la información existente (véase recuadro 2). La ausencia de ciertos datos, la mala calidad de la información disponible,<sup>14</sup> y un conocimiento parcial de los países, pueden favorecer una mala apreciación de los fundamentales. El análisis rendimiento/riesgo es tanto más complejo en los países emergentes, cuanto que las dificultades para separar el riesgo de crédito del riesgo de tipo de cambio son a veces grandes.

Un sistema donde la información es rara y costosa favorece el desarrollo de comportamientos miméticos propicios al desencadenamiento de crisis que se autorrealizan. En el marco de un financiamiento bancario, la banca actúa como “delegada” de los depositantes para vigilar la calidad de las inversiones realizadas (Diamond, 1984): la consecuencia de la degradación de la calidad de la inversión es la interrupción de nuevos financiamientos. En los mercados, la información disponible se utiliza para determinar los precios de los títulos y el impacto sobre las cantidades es indirecto, pero puede ser más brutal. Teniendo en cuenta las asi-

<sup>13</sup> Que integran la deuda pública y la deuda privada.

<sup>14</sup> Por ejemplo, el registro en las reservas del banco central coreano de fondos situados en bancos coreanos en el extranjero (que se revelaron indisponibles en el momento de la crisis de 1997), contribuyó a enredar las señales enviadas a los inversionistas.

metrías de información, los inversores pueden ser conducidos a “seguir” a otros inversionistas por juzgarlos mejor informados, situación que puede favorecer fenómenos de contagio.

La dificultad de convencer de la credibilidad de las políticas económicas a los países emergentes, que es otra de sus características, refuerza los riesgos de crisis de confianza y limita, por consiguiente, el margen de maniobra de las autoridades: en la incertidumbre, la probabilidad de incumplimiento percibida por los inversores se eleva (Diamond, 1989). En este contexto, los acreedores se fundan en el historial de los incumplimientos y su tolerancia hacia un determinado nivel de deuda es más débil que en los países desarrollados (Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003).

**Recuadro 2**

**DIFICULTADES DEL ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA DEUDA PÚBLICA EN LOS PAÍSES EMERGENTES**

La falta de datos confiables en las finanzas públicas contribuye a dificultar el análisis de la sostenibilidad de la deuda en los países emergentes (FMI, 2003b). Los problemas encontrados son de varios órdenes:

- *Disponibilidad de los datos:* de manera general, la información sobre la deuda externa es más numerosa y detallada que las de la deuda pública; muchos países tienen series de deuda limitadas en el tiempo; la descomposición de la deuda pública entre plazos corto y largo o por divisas de emisión, raramente se halla disponible.
- *Cobertura de los datos:* las cifras disponibles en los países emergentes sólo excepcionalmente incluyen los empréstitos garantizados por el Estado, las deudas colectivas locales o las de las empresas públicas.
- *Homogeneidad de los datos:* las comparaciones entre diferentes países son a menudo complejas a causa de las diferencias en las definiciones escogidas.

Entonces, es esencial para la comunidad internacional disponer de instrumentos que permitan establecer un diagnóstico fiable. Los esfuerzos iniciados por impulso del G-7 y del FMI en términos de mejora de la transparencia, de la calidad de las estadísticas y de la difusión de los datos, han permitido realizar importantes avances que contribuyeron a mejorar la apreciación global de los riesgos. Así, la publicación de los informes establecidos por el FMI en el marco de las misiones a título del Artículo IV o de las misiones del Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) se ha generalizado; los principales países emergentes se adhieren ahora a la Norma Especial para la Divulgación de Datos (NEDD). Sin embargo, se requieren nuevos progresos en términos de calidad y de armonización de las estadísticas disponibles.

### c) La inestabilidad de los flujos de capitales

La liberalización financiera en los países emergentes ha favorecido la colocación de títulos públicos en los mercados, lo que expone, a su vez, al financiamiento de las administraciones públicas a una reversión de los flujos de capitales. Los créditos a estos países constituyen una clase de activos muy estrecha, caracterizada por los altos rendimientos que corresponden al juicio que se hace sobre el nivel de riesgo (salvo en los períodos de crisis, más de la mitad de las emisiones se hallaban concentradas en Argentina, Brasil, México y Venezuela). Los precios resultan por ello más volátiles: cuando un país cae en incumplimiento, el conjunto de los títulos emergentes pueden ser sometidos a arbitrajes, vinculados en particular a la competencia con activos comparables, por ejemplo, los títulos de Estados Unidos de alto rendimiento.

La experiencia demuestra que los países emergentes son afectados por fenómenos de reversión de los flujos de capitales (*"sudden stop"*) que implican discontinuidades en el acceso a los mercados. Así, la crisis mexicana, que se tradujo en salidas de capitales que representaron alrededor del 6% del PIB, había sido precedida por la afluencia de capitales que representaban 27,1% del PIB entre 1989 y 1994 (Calvo, 1998). A las fragilidades intrínsecas de los países emergentes se agrega, pues, una volatilidad de las fuentes de financiamiento externas. En periodo de crisis, en tanto que la aversión al riesgo de los inversores se incrementa, las políticas económicas se ven sumamente constreñidas por la necesidad de restaurar la confianza de aquéllos.<sup>15</sup> De este modo, cuando la actividad se contrae, las autoridades reducen los déficit presupuestales, tanto para convencer a los inversionistas de la credibilidad de la política económica, como para reducir los déficit externos. Asimismo, generalmente se endurece la política monetaria para retener los capitales extranjeros y defender la moneda. Los países emergentes se endeudan, por lo tanto, en periodo de recuperación económica y rembolsan en periodo de crisis.

## IV. Hacia la elaboración de un diagnóstico

La multiplicación de los incumplimientos<sup>16</sup> o de las dificultades de pago de la deuda de bonos sobera-

<sup>15</sup> Calvo y Reinhart (2000), Calvo, Izquierdo y Mejía (2004), Kaminsky, Reinhart y Végh (2004).

<sup>16</sup> Así, mientras que con anterioridad a 1998 ningún país había sido registrado por incumplimiento de la deuda en bo-

nos en el curso de los años noventa, ilustra la necesidad de identificar los riesgos que gravan la capacidad de los Estados para asegurar el servicio de la deuda y recuerdan la dificultad de invertir tardíamente una dinámica de deuda desfavorable. Elaborar un diagnóstico fiable muy pronto resulta, entonces, esencial tanto para los acreedores privados como para la comunidad internacional.

La importancia otorgada hoy a las cuestiones de transparencia, a la calidad de las informaciones, y a los efectos de las señales, atestigua esta preocupación. Las instituciones financieras internacionales, en particular el FMI, han buscado de manera continua buscar mejorar la vigilancia multilateral y dominar las dinámicas en juego.

### 1) La restricción presupuestaria y los indicadores de endeudamiento

A partir de indicadores macroeconómicos, existen varias maneras de abordar la sostenibilidad de la deuda pública, que permiten establecer un diagnóstico rápido. Sin embargo, sus limitaciones son reales y resulta delicado extraer recomendaciones de política económica.

#### a) El cálculo de indicadores de endeudamiento

La primera investigación empírica de la sostenibilidad de la deuda puede fundarse en la búsqueda de umbrales o niveles básicos de referencia<sup>17</sup> como se hace por ejemplo en la solución elegida para la iniciativa "Países pobres muy endeudados" (PPME), para la deuda externa (véase recuadro 3). Sin embargo, la teoría no permite definir un umbral único para determinar la insostenibilidad de la deuda. Empíricamente, es posible detectar zonas de riesgo: Reinhart, Rogoff y Savastano (2003) demuestran que los países con un importante historial de incumplimientos, no pueden sostener duraderamente una deuda exterior elevada (que corresponde, para estos países, a una deuda exterior superior a 15 ó 20 % del PIB). Con relación a la deuda pública, el FMI ha encontrado que más de la mitad de los incumplimientos (55%) ocurrieron cuando la relación de deuda pública/PIB fue inferior a 60%, y más de la tercera parte (35%) cuando la relación era inferior a 40%. El FMI define así una zona de riesgo que, de acuerdo con los métodos utilizados, puede comenzar en 25% del producto interno bruto.<sup>18</sup>

nos, entre 1998 y 2001 nueve países cayeron en incumplimiento (véanse Moody's, 2003 y anexo 2).

<sup>17</sup> Para un análisis de los indicadores que se anticipan a las crisis de la deuda, ver Manasse, Roubini y Schimmelpfening (2003).

<sup>18</sup> FMI (2003b).

### Recuadro 3

#### CLUB DE PARÍS: INICIATIVA PPME/SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

A partir de 1989, a instancias del Club de Londres, el Club de París ha comenzado a otorgar las anulaciones parciales de la deuda a favor de los PMA (países menos avanzados), cuyo servicio de la deuda era por lo menos igual al 30% de sus ingresos por exportaciones. El primer régimen de anulación fue definido por el G-7 de Toronto (1988), seguido por el régimen llamado de Londres (cumbre del G-7 en diciembre de 1991) y el de Nápoles (1994), referente a la anulación del 67% de las deudas consolidadas que quedan fuera de la ayuda pública al desarrollo (APD).

Teniendo en cuenta la persistencia de los problemas de la deuda en estos países, el FMI y el Banco Mundial han propuesto conjuntamente un nuevo mecanismo que busca aligerar de manera duradera el endeudamiento de los países más pobres y muy endeudados (PPME). La iniciativa fue reforzada en la cumbre del G-7 en Colonia, en junio de 1999.

La iniciativa consiste en reducir a un nivel soportable la carga de la deuda exterior de los países de ingresos bajos, y cuya deuda es, en valor actualizado, superior a 150% de las exportaciones. Para las economías productoras de materias primas, se utiliza un criterio alternativo, basado en una relación deuda/ingresos fiscales superior a 250 por ciento.

Para los países (potencialmente PPME) el FMI y el Banco Mundial establecieron una lista de 41 países: 27 de los cuales pudieron beneficiarse de parte de los créditos del Club de París, por un monto de 19.000 millones de dólares.

El intento de abordar por el umbral reveló sus limitaciones con la emergencia de las crisis de cuenta de capital: la utilización de indicadores basados en un estudio del historial difícilmente integra las mutaciones que se observan en los modos de financiamiento en los mercados financieros. Así, México redujo su nivel de deuda pública en 40 puntos del PIB entre 1985 y 1994, por lo que aquél no pasaba del 35,8%<sup>19</sup> del PIB en el momento de la crisis. El saldo presupuestal resultó incluso positivo en 1992 (0,3% del PIB).

#### *b) Análisis de la tendencia*

Cuando la deuda pública de un país aumenta durante varios años, la estabilización del nivel de la deuda puede constituir una respuesta simple para evitar una crisis de deuda soberana. En esas circunstancias, es posible, según Blanchard (1990), calcular el superávit primario necesario para estabilizar la relación deuda/PIB. El cual, comparado con el superávit primario realizado, corresponde a la brecha fiscal. Si esta última es positiva, la deuda se considera insostenible. El FMI (2003b) considera, por lo tanto, que son pocos los países emergentes que tienen un nivel de superávit primario que

<sup>19</sup> FMI (2003a).

permita estabilizar, o aun reducir, la relación deuda pública/PIB. De manera similar, es posible calcular la tasa impositiva requerida para asegurar la estabilización de la relación deuda/PIB. Una brecha entre la tasa de equilibrio y la tasa impositiva efectiva conduce también a la conclusión de que la deuda es insostenible. Estos cálculos revelan directamente el esfuerzo que debe realizar un Estado para estabilizar su deuda.

Si estos indicadores tienen la ventaja de producirse fácilmente, su interpretación sigue siendo delicada. Sobre todo, para países que presentan niveles de deuda relativamente elevados, la estabilización de la relación deuda/PIB no es una garantía contra crisis de confianza provocadas por variaciones de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Por lo tanto, en ciertos casos, es necesaria la reducción de esa relación, y no su simple estabilización.

La restricción presupuestal intertemporal permite también verificar si el endeudamiento de un país es excesivo, comparando el monto de la deuda en una fecha dada con los superávits primarios futuros actualizados a partir de hipótesis sobre el comportamiento de variables a largo plazo (véase anexo 1). Este método permite establecer un diagnóstico puntual que puede ajustarse conforme a los cambios anticipados en el potencial de crecimiento y las variaciones de la política fiscal. Esta forma de actuar ha permitido al FMI (2003b) demostrar que la relación deuda pública efectiva es 2,5 veces más elevada de lo que sugiere un análisis obtenido por el método teórico (25 por ciento).

Como el método de los indicadores estadísticos, la utilización de criterios fundados en la estabilización de la deuda o la restricción presupuestaria intertemporal, no está perfectamente adaptada a la nueva estructura de financiamiento de los países emergentes. Por ello, la volatilidad de las variables macroeconómicas en estos países y su exposición a dinámicas de tasas o de cambio vuelven frágil cualquier método fundado en estimaciones de las variables a largo plazo.

#### *2) Tomando en cuenta incertidumbres y vulnerabilidades financieras*

A fin de tomar en cuenta mejor la complejidad de las crisis financieras recientes, el FMI ha modificado profundamente el marco de análisis que sirve para apreciar la sostenibilidad de la deuda.

#### *a) El análisis del FMI de la sostenibilidad de la deuda: un método dinámico*

El FMI ha desarrollado un marco que integra el

análisis de la sostenibilidad de las deudas pública y externa. Las proyecciones para la deuda pública y la deuda externa se efectúan a mediano plazo (cinco años), a partir de un escenario de referencia. Este escenario central, que acoge como hipótesis una aplicación integral de las recomendaciones de los programas del FMI, hace que aparezca en general una disminución de las relaciones deuda/PIB. Escenarios alternativos permiten estimar las condiciones y las reformas necesarias para evitar un deterioro de esa relación. Finalmente, otros escenarios se fundan en la prolongación de la tendencia histórica de las variables explicativas de la deuda. Para asegurarse de la fortaleza del análisis, el FMI aplica choques a las diferentes variables, a fin de simular escenarios de crisis y tener en cuenta las brechas observadas históricamente.

Este método suministra un marco general que permite aplicar de manera homogénea, a los miembros del FMI, un análisis que permite detectar las vulnerabilidades de un país a los riesgos de insostenibilidad de la deuda. El objetivo consiste en poder adaptar las políticas económicas en seguida, antes de que se desencadenen dinámicas de flujos desestabilizadores. El análisis de la sostenibilidad de la deuda pública y de la deuda externa ha sido, pues, integrado sistemáticamente en la preparación de los programas del FMI. El marco inicial<sup>20</sup> ha sido adaptado para tenerlo en cuenta desde la realización de los primeros ejercicios.<sup>21</sup> Es aplicado, por lo demás, en el marco de la vigilancia bilateral que dirige el FMI a título del artículo IV de sus estatutos.<sup>22</sup> Por ahora, es todavía demasiado pronto para extraer las enseñanzas de esta iniciativa y su impacto sobre la actividad del FMI. La experiencia adquirida, gracias a la aplicación del mismo método en una amplia muestra debería permitir mejorar progresivamente el diagnóstico.

Sin embargo, las crisis de la cuenta de capital han mostrado que un desequilibrio en el seno de un sector de la economía podía repercutir en el sector público. El reconocimiento de los riesgos que plantea una estructura de balance frágil, ha llevado a completar los esfuerzos emprendidos por el sector público mediante un método de hoja de balance a otros sectores.

*b) Un complemento, el método de hoja de balance (balance sheet approach)*

El método de hoja de balance constituye una estructura de análisis que permite identificar en los

<sup>20</sup> FMI (2002).

<sup>21</sup> FMI (2003c).

<sup>22</sup> FMI (2004b).

balances agregados, por sector de la economía, las vulnerabilidades vinculadas a la existencia de desequilibrios que no podrían ser observados en el balance consolidado al nivel de un país.<sup>23</sup> Ello permite poner en evidencia cuatro tipos de desequilibrios potenciales en los balances: en términos de divisas (*currency mismatch*) de vencimientos (*maturity mismatch*), de estructura de capital<sup>24</sup> y de solvencia. El método puede ser aplicado al sector público, pero en este marco, no aporta ninguna conclusión sobre la sostenibilidad de la deuda, contrariamente a un análisis en términos de flujo. En cambio, por las vulnerabilidades que revela, el método de hoja de balance puede observar mejor los riesgos de iliquidez.

El FMI ha buscado integrar ese método en el marco de los trabajos sobre los riesgos asociados al nivel y la estructura del endeudamiento de un país.<sup>25</sup> Sin embargo, el método de hoja de balance no ha permitido, hasta ahora, elaborar un conjunto de indicadores utilizables simplemente para llevar a cabo análisis comparativos entre países (esencialmente a causa de las dificultades estadísticas).

Además, en el método de hoja de balance es difícil tomar en cuenta los compromisos fuera de balance. Ahora bien, el análisis de las deudas contingentes (compromisos que se materializan cuando un suceso específico y *a priori* incierto, se realiza) debe también ser integrado en las reflexiones sobre la sostenibilidad de la deuda. Las deudas contingentes pueden revestir diferentes formas, por ejemplo, que la colectividad pública se haga cargo de una reestructuración bancaria, del costo de las catástrofes naturales, o bien de la integración de los pasivos de autoridades locales a la deuda pública del Estado. De manera similar, es también posible integrar una estimación del pasivo implícito que tiene lugar al asegurar la producción de bienes públicos (por ejemplo, los pasivos sociales). La principal dificultad se debe al carácter incierto y puntual de las situaciones que revelan deudas contingentes, lo que hace difícil tomarlas en cuenta.

La mejoría de los análisis de sostenibilidad y el que se tomen en cuenta las estructuras de balances, constituyen progresos realizados en los métodos, que permiten elaborar un diagnóstico y que conducen progresivamente a mejorar la detección de los riesgos que se ciernen sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Empero, no constituyen una garantía contra los incumplimientos sobera-

<sup>23</sup> FMI (2004a), Allen *et al.* (2002).

<sup>24</sup> El riesgo de estructura de capital remite al modo de financiamiento de la economía, según los tipos de instrumentos utilizados y sus palancas correspondientes.

<sup>25</sup> FMI (2003d, 2004c).

nos. Tal como lo indica la Oficina de Evaluación Independiente del FMI, el análisis de la sostenibilidad de la deuda hubiera sido de poca utilidad para Argentina en 2001, si se tiene en cuenta la sobrestimación del nivel de la deuda que se juzga sostenible y de la subestimación del impacto potencial del abandono de la caja de conversión. En último análisis, más allá de la elaboración de un diagnóstico, es la capacidad de las autoridades nacionales para luchar eficazmente contra las fragilidades internas de las economías emergentes la que resulta decisiva.

## V. Reflexión final

La experiencia de los años noventa ilustra la complejidad del análisis de los determinantes de las crisis de los países emergentes. Múltiples factores intervienen y el aumento del endeudamiento público contribuye a incrementar los riesgos que corren estos países. Se vuelve, por lo tanto, esencial, establecer un diagnóstico precoz para evitar que se desencadenen dinámicas incontrolables que pueden culminar en una crisis de la deuda.

Sin embargo, a pesar de los progresos realizados en los métodos de elaboración de un diagnóstico, siempre será difícil decidir sobre la aceptabilidad del nivel de la deuda por parte de los mercados financieros. Los gobiernos no tienen más elección, en este marco, que la de edificar progresivamente una fuerte credibilidad, sobre la base del esfuerzo emprendido en términos presupuestarios y por medio de reformas estructurales.

Teniendo en cuenta las dificultades de reducir significativamente una deuda elevada, la política que consiste en basarse esencialmente en un rápido crecimiento para mantener una relación con la deuda que sea aceptable por los mercados, es una apuesta arriesgada. De ahí que, prevenir una acumulación excesiva de la deuda pública mediante una política económica sana, siga siendo la mejor solución para limitar los riesgos de crisis.

### Anexo 1

#### SOLVENCIA DEL ESTADO, CAPACIDAD DE REMBOLSO Y ESTABILIZACIÓN DE LA RELACIÓN DEUDA/PIB

##### Solvencia intertemporal del Estado

En cada periodo, los gobiernos enfrentan restricciones presupuestarias (fiscales) que deben satisfacerse *ex post* y que reflejan la dinámica de la deuda:

$$(1) \quad b_t^* = \frac{(1+r_t^*)}{(1+g_t)(1+\varepsilon_t)} b_{t-1}^* - s_t$$

$b_t^*$  representa la deuda en divisas en el tiempo  $t$  como porcentaje del PIB; para simplificar se considera que el conjunto de la  $r_t^*$  deuda es en divisas.  $s_t$  corresponde al superávit primario en  $t$  (saldo fiscal que excluye los intereses de la deuda) como porcentaje del PIB;  $r_t^*$  es la tasa de interés nominal de la deuda en divisas;  $g_t$  es la tasa de crecimiento nominal del PIB; y  $\varepsilon_t$  es la variación en el tipo de cambio nominal directamente cotizado. Cualquier apreciación de la moneda nacional ( $\varepsilon > 0$ ) permite una disminución de la carga de la deuda en divisas. La restricción presupuestaria intertemporal se obtiene, a partir de la ecuación (1), agregándole las restricciones inmediatas

$$(2) \quad b_t^* = \sum_{j=1}^N E_t \left[ \frac{k_{t+j}}{q_{t+j}} s_{t+j} \right] + \lim_{N \rightarrow +\infty} E_t \left[ \frac{k_{t+N}}{q_{t+N}} b_{t+N}^* \right]$$

$$\text{con } k_{t+j} = \prod_{i=1}^j (1+g_{t+i})(1+\varepsilon_{t+i}) \text{ y } q_{t+j} = \prod_{i=1}^j (1+r_{t+i}^*)$$

Para introducir la condición de ausencia del “Juego Ponzi” se supone que los acreedores del Estado se rehúsan a prestar a largo plazo, sólo aseguran el pago de los intereses sobre la deuda pasada. Esta condición significa que, a largo plazo, el ritmo de crecimiento de la deuda debe ser inferior al ritmo de crecimiento de la tasa de interés. El último término que representa el valor actualizado de la deuda pública futura, debe entonces convergir hacia cero. Así, la restricción presupuestaria intertemporal se satisface cuando los excedentes primarios actualizados cubren la deuda actual.

$$(3) \quad b_t^* = \sum_{j=1}^{+\infty} E_t \left[ \frac{k_{t+j}}{q_{t+j}} s_{t+j} \right]$$

La estabilización a largo plazo de la relación de la deuda con respecto al PIB impone un nivel de superávit primario, respecto al PIB, tal que:

$$(4) \quad s_t = \frac{r^* - g - \varepsilon(1+g)}{(1+g)(1+\varepsilon)} b_t^*$$

Si la tasa de crecimiento del PIB en divisas es superior a la tasa de interés ( $r^* > g + \varepsilon$ ) el país puede estabilizar su deuda como porcentaje del PIB aunque registre déficit primarios, y –por consiguiente déficit presupuestarios (fiscales)–. La estabilización de la deuda a largo plazo puede lle-



varse a cabo sin que el país sea solvente. En efecto, si la relación deuda/PIB es estable a largo plazo, la condición de ausencia de juego de Ponzi impone que la tasa de crecimiento del PIB en divisas sea inferior a la tasa de interés, condición que no necesariamente se cumple. En cambio, cuando esta condición se satisface, la estabilización de la deuda no impide que la restricción presupuestaria intertemporal se respete.

## Anexo 2

### HISTORIAL DE LOS INCUMPLIMIENTOS DE LA DEUDA EN BONOS, 1998-2001

(En millones de dólares)

Fecha	País	Total de la deuda en incumplimiento
Jul. de 1998	Venezuela	270
Ago. de 1998	Rusia	73 336
Sep. de 1998	Ucrania	1 422
Nov. de 1998	Pakistán	750
Ago. de 1999	Ecuador	6 603
Ene. de 2000	Ucrania	1 063
Sep. de 2000	Perú	8 870
Jun. de 2001	Moldavia	145
Nov. de 2001	Argentina	82 269

FUENTE: Moody's.

## Referencias bibliográficas

- Agenor, P. R., y P. J. Montiel (1996), *Development in macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton.
- Allen, M., C. Rosenberg, C. Keller, B. Setser y N. Roubini (2002), *A balance sheet approach to financial crisis*, FMI, diciembre (Documento de trabajo, n° 210).
- Banco de Pagos Internacionales (2002), *The development of bonds markets in emerging economies*, BPI, 11 de junio (Documento de trabajo).
- Barnhill, Theodore M., y G. Kopits (2003), *Assessing fiscal sustainability under uncertainty*, FMI, abril (Documento de trabajo, n° 79).
- Calvo, G. A. (1998), "Capital flows and capital-market crises: the simple economics of sudden stops", *Journal of Applied Economics*, vol. 1, n° 1, noviembre, pp. 35-54.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo y L. E. Mejía (2004), *On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheets effects*, NBER, mayo (Documento de trabajo, n° 10520).
- Calvo, G. A., y C. M. Reinhart (2000), "When capital inflows come to a sudden stop: consequences and policy options", en P. Kenen y A. Swoboda (eds.), *Key issues in reform of the international monetary and financial system*, FMI, pp. 175-201.
- Cartapanis, A. (2004), "Le déclenchement des crises de change: ¿qu'avons-nous appris depuis dix ans?", *Économie internationale*, vol. 97, pp. 5-48.
- Chalk, N., y R. Hemming (2000), *Assessing fiscal sustainability in theory and practice*, FMI, abril (Documento de trabajo, n° 81).
- Chamon, M. (2004), *Can debt crises be self-fulfilling*, FMI, junio (Documento de trabajo, n° 99).
- Chui, M., P. Gai y A. G. Haldane (2000), *Sovereign liquidity crisis: analytics and implications for public policy*, Banco de Inglaterra.
- Cole, H. L., y T. J. Kehoe (1998), *Self-fulfilling debt crisis*, Banco Federal de la Reserva de Minneapolis (Research Department Staff Report, n° 211).
- Currie, E., y A. Velandia-Rubiano (2002), *Risk management of contingent liabilities within a sovereign asset-liability framework*, Banco Mundial, febrero.
- Detragiache, E. (1996), *Rational liquidity crises in the sovereign debt market: in search of a theory*, FMI, abril (Documento de trabajo, n° 38).
- Diamond, D. W. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, vol. 51, n° 13, pp. 393-414.
- Diamond, D. W. (1989), "Reputation acquisition in debt markets", *Journal of Political Economy*, vol. 97, n° 4, pp. 828-62.
- Eichengreen, B., R. Hausmann y U. Panizza (2003a), *Currency mismatches, debt intolerance and original sin: when they are not the same and why it matters*, NBER, octubre (Documento de trabajo, n° 10036).
- Eichengreen, B., y R. Hausmann (1999), *Exchange rate and financial fragility*, NBER, noviembre (Documento de trabajo, n° 7418).
- Eichengreen, R., K. Kletzer y A. Mody (2004), *Monitoring international borrowers: the IMF's role in bank and bond markets*, FMI, junio.
- Eichengreen, R., R. Hausmann y U. Panizza (2003b), *The pain of original sin*, texto mimeografiado.
- Fondo Monetario Internacional (2002), *Assessing sustainability*, FMI (Policy Development and Review Department).
- Fondo Monetario Internacional (2003a), *Fiscal vulnerability and financial crises in emerging market economies*, FMI (Occasional paper, n° 218).
- Fondo Monetario Internacional (2003b), *Public debt in emerging markets*, septiembre (World Economic Outlook).
- Fondo Monetario Internacional (2003c), *Sustainability assessments - Review of application and methodological refinements*.

- Fondo Monetario Internacional (2003d), *The balance sheet approach and its application at the Fund*, junio.
- Fondo Monetario Internacional (2004a), *Debt related vulnerabilities and financial crisis – An application of the balance-sheet approach to emerging market countries*, julio.
- Fondo Monetario Internacional (2004b), *People's Republic of China 2004 articulo IV consultation staff report*.
- Fondo Monetario Internacional (2004c), *Sovereign debt structure for crisis prevention*, julio.
- Fondo Monetario Internacional (2004d), *The IMF y Argentina 1991-2001*, Oficina de Evaluación Independiente.
- Giambiagi, F., y M. Ronci (2004), *Fiscal policy and debt sustainability: Cardoso's Brazil, 1995-2002*, FMI, agosto (Documento de trabajo, n° 156).
- Goldstein, M. (2003), *Debt sustainability, Brazil and the IMF*, Institute for International Economics, febrero (Documento de trabajo, n° 03-1).
- Goldstein, M., y P. Turner (2004), *Controlling currency mismatches in emerging economies*, Institute for International Economics, abril.
- Hemming, R., y M. Petrie (2000), *A framework for assessing fiscal vulnerability*, FMI, marzo (Documento de trabajo, n° 52).
- Jahjah, S., y P. Montiel (2003), *Exchange rate policy and debt crisis in emerging economies*, FMI, marzo (Documento de trabajo, n° 60).
- Kaminsky, G. L. (2003), *Variety of currency crises*, NBER, septiembre (Documento de trabajo, n° 10780).
- Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart y C. A. Veigh (2004), *When it rains it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies*, FMI, diciembre (Documento de trabajo, n° 10193).
- Krugman, P. (1999), "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", *International Tax and Public Finance*, vol. 6, noviembre, pp. 459-472.
- Manasse, P., N. Roubini y A. Schimmelpfening (2003), *Predicting sovereign debt crises*, FMI, noviembre (Documento de trabajo, n° 221).
- Moody's (2003), *Sovereign defaults, rating transitions and recoveries*, comentario especial, diciembre.
- Pescatori, A., y A. N. R. Sy (2004), *Debt crises and the development of international capital markets*, FMI, marzo (Documento de trabajo, n° 44).
- Reinhart, C. M. (2002), *Default, currency crises and sovereign credit ratings*, NBER, enero (Documento de trabajo, n° 8738).
- Reinhart, C. M., K. S. Rogoff y M. A. Savastano (2003), *Debt intolerance*, NBER, agosto (Documento de trabajo, n° 9908).
- Reinhart, C. M., y K. S. Rogoff (2004), *Serial default and the 'paradox' of rich to poor capital flows*, NBER, febrero (Documento de trabajo, n° 10296).
- Roubini, N. (2001), *Debt sustainability: how to assess whether a country is insolvent*, <http://pages.stern.nyu.edu/~roubini/referen.htm>, no publicado, diciembre.

# El rápido crecimiento de China y la India y el nexo entre inversión y ganancias\*

Secretaría  
de la UNCTAD

## I. Introducción

Asia ha sido una región notablemente dinámica en las cuatro últimas décadas, en las cuales distintas economías experimentaron un rápido crecimiento y procesos de alcance de las economías desarrolladas (*catching-up*) al episodio de alcance que la economía japonesa protagonizó entre las décadas de los cincuenta y de los ochenta, le siguió el veloz crecimiento económico, la industrialización y el auge de las exportaciones manufactureras de la República de Corea y de otras nuevas economías industrializadas (NEI) –Hong Kong (China), Singapur y Taiwán, provincia de China– lo que otorgó a estos países, y por extensión a la región, la distinción de formar el “milagro del Este Asiático”. China y la India se incorporaron más recientemente a este proceso.

A pesar de su rápido crecimiento a lo largo de algunos años, tanto China como la India todavía tienen niveles de ingreso per cápita relativamente bajos (véase cuadro 1). Sin embargo, debido al tamaño de los dos países y al hecho de que, en conjunto, contabilizan cerca de las dos quintas partes de la población mundial y una quinta parte del ingreso global –medido en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPP)–, su desempeño económico tiene ya un impacto importante en los patrones del comercio internacional, el crecimiento del producto global, y en las perspectivas económicas de otros países en vías de desarrollo, incluyendo los avances realizados para alcanzar los objetivos de desarrollo del milenio (ODM). En el

2003, en términos del poder adquisitivo absoluto, China se ubicó en el segundo lugar y la India en el cuarto lugar en el mundo por el producto interno bruto (PIB) real, sus ubicaciones respectivas fueron sexto y duodécimo lugar. Además, como el tercer importador y exportador más grande del mundo en el 2004, la dinámica del crecimiento de China influye significativamente en los precios de las materias primas y de algunas manufacturas comercializadas tales como los textiles.<sup>1</sup>

Esta sección trata temas selectos que son de importancia crucial para la sostenibilidad del crecimiento económico rápido en China y la India en el mediano y largo plazos. En particular, la inversión juega un papel clave en la expansión de la capacidad productiva y del crecimiento de la productividad (*TDR, 2003*). El análisis de la UNCTAD ha demostrado que el proceso de *alcance* en las NEI se basó en el denominado nexo entre inversión y ganancias (*TDR, 1996, cap. II, TDR, 2003, cap.IV*), en el cual el ahorro generado por las ganancias en un proceso rápido de acumulación de capital, el progreso tecnológico y el cambio estructural constituyen la base para el crecimiento sostenido de la productividad, estándares de vida crecientes e integración exitosa en la economía internacional. La inversión desempeña un papel crucial para simultáneamente crear rentas, desarrollar capacidades productivas, y transmitir progreso tecnológico; además, la inversión apoya la actualización de habilidades, así como el fortalecimiento institucional.

Un ambiente macroeconómico que apoye y anime a los inversionistas se requiere para que las inversiones interna y extranjera se conviertan en fuente del crecimiento y desarrollo. El nexo entre

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el inciso E. Rapid growth in China and India and the profit-investment nexus, del cap. I, de *Trade and Development Report, 2005*, de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés), Naciones Unidas, Nueva York y Ginebra, 2005, pp. 28-40.

<sup>1</sup> Nota del editor: este tema se presenta en los caps. II y IV de *Trade and Development Report (TDR), 2005*.

Cuadro 1

PIB REAL PER CÁPITA Y CRECIMIENTO DEL PIB EN CHINA, LA INDIA, JAPÓN Y LA REPÚBLICA DE COREA DURANTE SUS PERÍODOS DE CRECIMIENTO RÁPIDO

	PIB real per cápita (dólares)												
	Precios de mercado <sup>a</sup> (años)				PPP <sup>b</sup> (años)				Tasa de crecimiento promedio (%)				
	1	10	20	2003	1	10	20	2000	1 <sup>a</sup> década	2 <sup>a</sup> década	3 <sup>a</sup> década	4 <sup>a</sup> década	1 <sup>er</sup> 20 años
China (1979)	163	347	752	1067	1023	1752	3276	3747	8.6	8.1			8.3
India (1980)	222	304	440	511	1159	1634	2414	2479	3.7	3.8			3.7
Japón (1957)	5481	11575	20763	38222	3605	7515	13544	24675	8.4	6.1	2.9	2.9	7.2
Rep. de Corea (1965)	1297	2397	4149	12232	1803	3501	6237	15876	6.7	5.7	7.5	4.2 <sup>c</sup>	6.2
Estados Unidos				35566				33293					

FUENTES: Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD, con base en UNCDB; Ministerio Japonés de Asuntos Internos y Comunicaciones; Estadísticas históricas de la Base de Datos Japonesa; Banco Mundial, Base de Datos de Indicadores de Desarrollo Mundial.

<sup>a</sup> En dólares constantes de 2000. <sup>b</sup> En dólares constantes de 1996. <sup>c</sup> La tasa de crecimiento promedio de la República de Corea en la 4<sup>a</sup> década cubre sólo 9 años debido a restricciones de datos.

inversión y ganancias enfatiza que las ganancias, el ahorro acumulado en las compañías, es la fuente dominante del financiamiento. Las ganancias crecientes pueden crear un círculo virtuoso por medio del cual aquellas provenientes de la inversión aumentan los incentivos para que las compañías inviertan, de ese modo se incrementa la capacidad para nuevo financiamiento e inversión adicional.<sup>2</sup> Para que esto suceda al nivel de la economía mundial, el acceso a fuentes de financiamiento confiables, adecuadas y baratas es una condición previa primordial. La posición de la política monetaria interna es de vital importancia para iniciar un proceso que se convierta en auto-sustentable, una vez que las ganancias han empezado a crear el ahorro necesario para financiar inversiones adicionales. Una política monetaria demasiado restrictiva puede conducir a que los inversionistas prefieran invertir en activos financieros en lugar de ampliar la capacidad productiva.

Junto con la tasa de interés, el nivel del tipo de cambio es el otro precio macroeconómico importante. Sin un tipo de cambio competitivo y estable, es aun más difícil para los países en desarrollo integrarse con éxito en el mercado mundial. Por lo tanto, las condiciones monetarias de una economía de mercado abierta (es decir, la tasa de interés y el tipo de cambio real) son de importancia extrema para los inversionistas internos y extran-

jeros y para la sostenibilidad del proceso de crecimiento.

Finalmente, la experiencia de las economías asiáticas exitosas muestra que las ganancias crecientes y las expectativas positivas de éstas no excluyen la participación total del trabajo en la distribución funcional del ingreso. Por el contrario, sólo si la demanda global crece a la par con la producción potencial de una economía, los inversionistas pueden esperar una fuente estable y duradera de ingresos. Pero la demanda interna sólo puede seguir dicha trayectoria de crecimiento si los salarios reales aumentan en proporción con la productividad. Esto, más que la capacidad percibida y la disponibilidad para “ahorrar”, ha sido uno de los rasgos característicos de las economías asiáticas durante los episodios de *alcance*. Altos ahorros *ex post* son el resultado de procesos de inversión, más que su fuente.

Así, tres condiciones para el crecimiento sostenible surgen de la experiencia Asiática. Primero, las economías necesitan líderes de la productividad. Estos líderes pueden ser compañías individuales, o una masa crítica de empresas localizadas en sectores o ramas, que empujen el crecimiento de la productividad más allá de los límites antes alcanzados y creen el tipo de incentivo necesario para mantener la dinámica global basada en los beneficios de la economía. En el pasado, la manufactura fue el sector líder más importante, pues el potencial para expandir el crecimiento de su productividad estuvo estrechamente relacionado con las oportunidades de intensificar el proceso de profundización del capital.

En segundo lugar, la dinámica del crecimiento

<sup>2</sup> Tal como lo argumentaron Akyuz y Gore (1996), la presencia de este nexo entre inversión y ganancias desempeña un papel importante en la industrialización del Este Asiático, como lo fue tempranamente, en el crecimiento de Europa Occidental durante las tres décadas posteriores a la segunda guerra mundial.

necesita estar sustentada por la demanda interna y las exportaciones. Un equilibrio adecuado entre estas demandas se requiere principalmente para amortiguar los *shocks* que frecuentemente surgen de los caprichos de los mercados financieros mundiales y sus impactos sobre las exportaciones. En particular, el crecimiento rápido y estable del consumo privado, que es cuantitativamente el componente más importante de la demanda global, se requiere para sostener los procesos de crecimiento. Finalmente, las condiciones macroeconómicas pro-crecimiento son necesarias para establecer y mantener la economía en una trayectoria de crecimiento sostenida y creciente.

## II. Los sectores que lideran el crecimiento económico

Un análisis por etapas sobre las tendencias de la productividad laboral<sup>3</sup> para el proceso de *alcance* de la *post*-segunda guerra mundial en los países asiáticos seleccionados indica episodios de crecimiento rápido, para el Japón entre 1957 y 1973, la República de Corea desde 1965, China desde 1979, y la India desde 1980. Al inicio de su despegue económico, el nivel del ingreso per cápita japonés (en dólares constantes de 2000) fue de 5 481 y el de la República de Corea de 1 297 dólares. Comparados con estos niveles, el despegue económico en China y la India empezó desde una base mucho más baja, 163 para China y 222 dólares para la India. El cuadro 1 muestra el PIB per cápita a precios de mercado de los cuatro países, así como en términos constantes de la PPP, lo cual da resultados menos divergentes entre países, pues los países pobres generalmente tienen niveles de precios más bajos y poder adquisitivo en dólares más alto.

Suponiendo que no exista movilidad de la fuerza laboral y que los salarios se fijen al nivel de la economía nacional, los sectores donde las ganancias aumentan o los precios caen serán aquellos que mejor puedan explotar el potencial de crecimiento de la productividad mediante el uso creciente de equipos y tecnologías sofisticadas. Mientras que, en principio, cualquier sector puede to-

<sup>3</sup> El análisis utilizó técnicas por etapas de las series de crecimiento de la productividad, medidas por las tasas de crecimiento del PIB por trabajador como se usa frecuentemente en la literatura sobre el proceso de *alcance* y de integración (Maury y Philyaud, 2004; FMI, 2004a). Mientras que se revela claramente las etapas iniciales para el Japón, la República de Corea y China, el punto inicial no puede determinarse tan claramente para la India. Para propósitos de este análisis, este punto inicial fue 1980.

mar el liderazgo y convertirse en un líder, el sector manufacturero a menudo ha asumido este papel, porque es aparentemente el que mejor se encuentra posicionado para explotar todas las ventajas específicas de la maquinaria y tecnología para la producción a gran escala. El patrón de crecimiento de la productividad en la manufactura que domina el crecimiento de la productividad global puede encontrarse en la mayoría de los episodios exitosos del proceso de *alcance*.

En la República de Corea, la productividad en la manufactura se expandió a cerca de 2.5% por encima de la productividad global de la economía entre 1963 y 1983.<sup>4</sup> Donde esto se produce, y donde los salarios en la manufactura aumentan ampliamente a la par con la productividad de la economía global, los productores en la manufactura tienen una enorme ventaja sobre otros sectores. Ellos pueden aumentar el volumen de producción y manejar bajos precios o realizar altas ganancias más que en otros sectores de la economía.

El mismo patrón de desarrollo puede observarse en la etapa de crecimiento rápido de China que comenzó a inicios de los años ochenta. Entre 1981 y 2000, el crecimiento de la productividad de su manufactura promedió 9.4%, una tasa en extremo alta en comparación con los estándares históricos, excediendo el resto de sectores de la economía en 2.5% por año en promedio. En China, el crecimiento de la productividad en la manufactura se aceleró a mediados de los noventa y se expandió a una tasa sin precedentes de 14.7% anual entre 1997 y 2000 (véase gráfica I). Este aumento repentino en la productividad de la manufactura china está estrechamente relacionado con los crecientes inlujos de IED y su concentración en la industria. Los inlujos de IED en la industria aumentaron desde 11 mil millones en 1992 a 45 mil millones en 1997 y a 53 mil millones de dólares en el 2003. De hecho, desde mediados de los noventa, el 60% de los inlujos de IED de China se han orientado al sector de la manufactura (UNCTAD, 2004a, pp. 55).

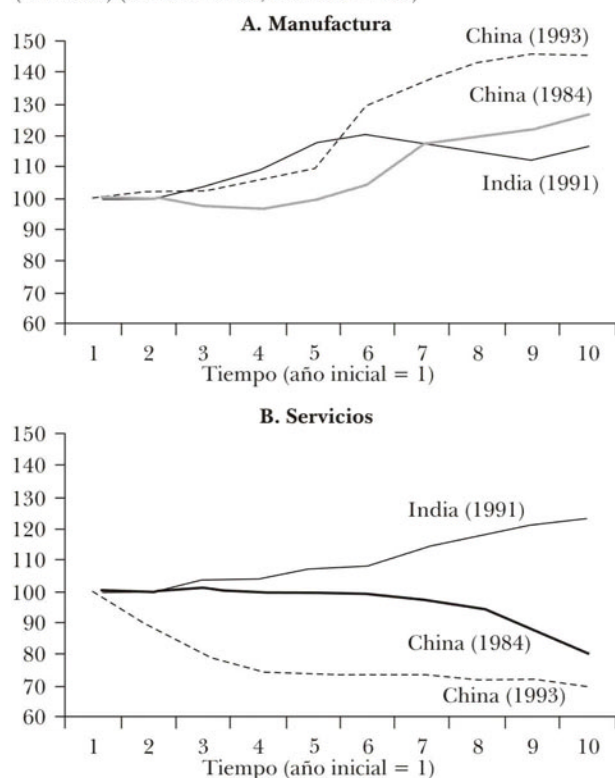
Los productores en países industrializados con altos costos han encontrado en China una atractiva plataforma de *aprovisionamiento externo*, no solo debido a su fuerza laboral barata y relativamente mejor educada, sino por los incentivos ofrecidos por sus gobiernos. Por más de dos décadas, las empresas financiadas con capital extranjero (EFCE)<sup>5</sup> se han

<sup>4</sup> Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD con base en la Oficina Nacional de Estadísticas de Corea, Base de Datos Estadísticos KOSIS y UNCDB.

<sup>5</sup> Las EFCE incluyen *equity joint ventures*, *contractual joint ventures*, *wholly foreign owned enterprises* y *joint exploration companies* para las industrias de extracción. Estas van desde grandes corporaciones transnacionales (GCT) a pequeñas y medianas em-

beneficiado de recortes en impuestos lo que les ha dado una ventaja competitiva sobre empresas privadas locales y de propiedad del Estado. Respecto al impuesto corporativo a la renta, se fija una tasa impositiva de 33% a las compañías locales tan pronto como empiezan a generar ganancias, mientras que las empresas extranjeras pagan el 7.5% dos años después de que ellas empiezan a generar ganancias, seguido de un 15% a partir del sexto año en que continúan generándolas.

**GRÁFICA I. PRODUCTIVIDAD EN LOS SECTORES DE MANUFACTURA Y SERVICIOS EN COMPARACIÓN CON LA PRODUCTIVIDAD GLOBAL EN CHINA (1984-93, 1993-2002) Y LA INDIA (1991-2000) (números índices, año inicial = 100)**



FUENTE: Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD, con base en UNCTAD; Base de Datos del Centro de Información del Estado de China (SIC); Ghoshal, 2003; y Banco Mundial, Base de Datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial.

NOTA: Los números por encima de 100 significan que las productividades de los sectores de manufactura y servicios exceden la productividad global.

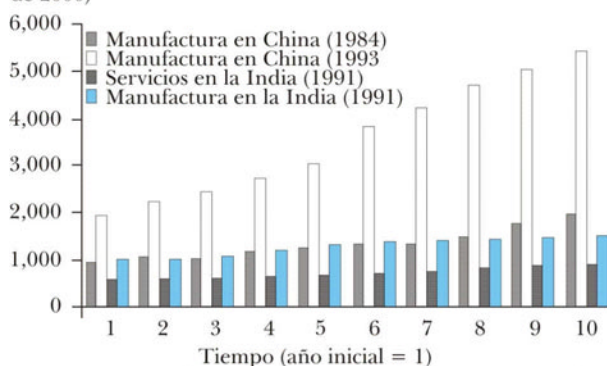
La India todavía está lejos de este tipo de régimen de crecimiento liderado por la manufactura. Comparando el crecimiento de la productividad en la manufactura de China y la India y el crecimiento de la productividad total de sus economías,<sup>6</sup> se revela el papel dominante del sector de la

presas (PME) de propiedad principalmente de inversionistas chinos que viven en otros lugares de Asia del Este.

<sup>6</sup> La productividad para la India podría ser calculada solo entre 1991 y 2001, debido a restricciones de información.

manufactura de China (véase gráfica I). Si bien la India también experimentó un incremento vigoroso de la productividad de la manufactura en la primera mitad de los años noventa, el dominio de la manufactura fue mucho menos pronunciado en la India que en la China a lo largo de los años ochenta y noventa. Esto se refleja en el hecho de que China casi triplicó la productividad de su manufactura entre 1993 y 2002 (véase gráfica II).

**GRÁFICA II. PRODUCTIVIDAD EN EL SECTOR DE MANUFACTURA EN CHINA (1984-93, 1993-2002) Y MANUFACTURA Y SERVICIOS EN LA INDIA (1991-2000) (dólares constantes de 2000)**



FUENTE: Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD, con base en UNCTAD; Base de Datos del Centro de Información del Estado de China (SIC); Ghoshal, 2003; y Banco Mundial, Base de Datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial.

En la India, el sector de servicios parece asumir el papel del motor del crecimiento del ingreso y el conductor del cambio, no obstante de una manera menos pronunciada, que el desempeñado por la manufactura en otros países. Además, el crecimiento de la productividad en el sector de servicios de la India es solo ligeramente más alto y más estable que en la manufactura. Las tasas de crecimiento promedio anual de 5.6% en el sector de servicios en los noventa fueron excepcionales, especialmente considerando que este sector muy heterogéneo incluye una gran parte de las actividades informales y aquellas con un potencial de productividad muy bajo. En China, la tasa de crecimiento de los servicios entre 1993 y 2002 promedió sólo 3.7%, y se ha rezagado considerablemente por debajo de los aumentos de la productividad global.

En términos absolutos, la productividad en el sector de servicios de la India sigue siendo mucho más baja que en el de la manufactura en China (véase gráfica II). Por ejemplo, la productividad en la manufactura china aumentó de 900 en 1984 a 5 400 dólares en el 2002. La productividad en el sector de servicios en la India alcanzó 530 en 1991, pero creció sólo a 870 dólares en el 2000. Además, la productividad en la manufactura india se detuvo en alrededor de 960 en 1991, un nivel

apenas comparable con los 900 dólares de China en 1984. Pero durante 10 años, la productividad de la manufactura de la India aumentó a sólo 1 500 dólares mientras que China había ya alcanzado 1 950 dólares en 1993. Así, mientras que el nivel inicial de la productividad en la manufactura india fue muy alto, la dinámica del crecimiento fue insuficiente para su sustentabilidad.

Con el crecimiento extraordinario de la productividad en la década pasada, los empresarios manufactureros chinos, internos y extranjeros, tuvieron un amplio margen para mejorar su posición en el mercado. Mientras que la productividad laboral en la manufactura aumentó a una tasa promedio anual de 12.2% entre 1991 y 2002, los salarios reales crecieron sólo en 6.8% en ese sector. La brecha enorme entre el crecimiento de la productividad y la del salario puede ser utilizada estratégicamente para reducir los precios de sus productos y ganar cuotas de mercado frente a competidores extranjeros y productores internos en sectores menos favorecidos. Dependiendo del grado de la competencia en sus mercados específicos, los productores de manufacturas pueden también usar la brecha para aumentar sus márgenes de ganancias y fortalecer su capacidad para invertir.

### III. El crecimiento estable y equilibrado de la demanda como una condición para el crecimiento rápido sostenido

Un análisis de la contribución de los diversos componentes del crecimiento del PIB en Asia sugiere que una política efectiva sólo debe enfocarse en las exportaciones e importaciones para tratar de equilibrar los estímulos externos e internos (véase cuadro 2). De hecho, la contribución de las exportaciones al crecimiento del PIB ha aumentado en el tiempo en todos los países considerados, pero la demanda interna, que incluye la inversión y el consumo privado, juega un papel mucho más importante en términos cuantitativos. Mientras la dinámica de la inversión de la India se rezaga, China y los otros líderes asiáticos han usado un enfoque donde ambas, las demandas externa e interna tuvieron un impacto significativo sobre la sostenibilidad del crecimiento del producto. De manera obvia, los países grandes y populosos como China y la India no pueden confiar en las exportaciones como el único motor del crecimiento; la demanda interna, la inversión y el consumo, son al menos importantes.

La demanda real de los hogares, la principal contribución al crecimiento del producto, creció a una tasa promedio anual de 8.9% en China, 7.7%

**Cuadro 2**

#### CONTRIBUCIÓN DEL CONSUMO, INVERSIÓN Y COMERCIO AL PRODUCTO EN CHINA, LA INDIA, JAPÓN Y LA REPUBLICA DE COREA

(En porcentajes)

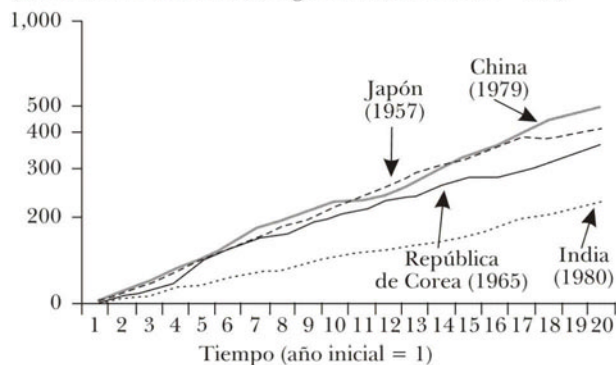
	Consumo		Formación bruta de capital fijo	Comercio		Crecimiento del PIB promedio anual <sup>a</sup>
	Privado	Público		Exp.	Imp.	
<b>1ª década<sup>b</sup></b>						
China	4.88	1.39	3.05	0.61	-1.06	10.10
India	3.25	0.75	1.33	0.32	-0.57	5.89
Japón	4.89	0.58	4.40	1.34	-1.27	9.41
Rep. de Corea	6.08	0.65	4.27	3.80	-5.25	9.01
<b>2ª década</b>						
China	3.88	1.10	3.62	2.03	-1.96	9.41
India	3.11	0.7	1.51	1.16	-1.38	5.70
Japón	3.45	0.64	3.10	1.38	-0.97	7.41
Rep. de Corea	3.96	0.43	3.43	4.33	-3.67	7.35

FUENTES: Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD, con base en UNCDB; Ministerio Japonés de Asuntos Internos y Comunicaciones; Estadísticas históricas de la Base de Datos Japonesa; Banco Mundial, Base de Datos de Indicadores de Desarrollo Mundial.

<sup>a</sup> Diferencias entre la suma de las contribuciones y crecimiento del PIB se deben a variaciones en *stocks* y/o discrepancias estadísticas. <sup>b</sup> Años iniciales como en el cuadro 1.

en Japón, 7% en la República de Corea y 4.7% en la India (véase gráfica III). El consumo privado en China registró una tasa de crecimiento notablemente constante y fuerte. Dada la sostenibilidad del desempeño pasado en Asia, parece ser que la estabilidad del crecimiento de la demanda de los hogares puede actuar como un estabilizador endógeno del desarrollo económico. Aun más, si es cier-

**GRÁFICA III. EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO EN CHINA, LA INDIA Y JAPÓN Y LA REPUBLICA DE COREA (números índices en escala logarítmica, año inicial = 100)**



FUENTE: Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD, con base en UNCDB; Ministerio Japonés de Asuntos Internos y de Comunicaciones, Estadísticas Históricas de la Base de Datos Japonesa; y Banco Mundial, Base de Datos de los Indicadores de Desarrollo Mundial.

to que los ingresos de una próspera demanda interna retornan al sector de negocios bajo la forma de ganancias crecientes y estables, la participación de los trabajadores en los beneficios de una expansión amplia de la economía puede ser indispensable para un proceso de crecimiento sostenible.

Si el aumento en la productividad laboral de la economía total se refleja completamente en el salario real y en aumentos salariales, el ingreso disponible y el consumo real crecen consistentemente a una tasa cercana a la tasa de crecimiento del PIB. De hecho, en un mundo donde la distribución del ingreso entre el trabajo y el capital y la tasa de ahorro de los hogares son constantes, las tasas de crecimiento del PIB y del consumo privado son idénticas.

En China, así como también en los otros países asiáticos exitosos, la participación total del trabajo en las ganancias de los aumentos de la productividad total de la economía nunca estuvo bajo cuestionamiento. Aparte de la creciente desigualdad de la distribución personal del ingreso entre los diferentes tipos de trabajo, la distribución funcional entre trabajo y capital ha venido reflejando la igualdad de poderes más bien que el dominio de un lado. Por ejemplo, en el período entre 1990 a 2000, las estadísticas disponibles muestran que, en promedio, el salario real en la economía total creció alrededor del 8% anual, mientras que la productividad de la economía global creció a una tasa de aproximadamente 9% (Flassbeck *et al.*, 2005).<sup>7</sup>

Recientemente, el crecimiento del salario real parece haber sido aun más rápido que el de la productividad global. Esto se encuentra a la par de los informes que advierten acerca de la escasez del trabajo en el sector de la manufactura, que estaría conduciendo a una presión creciente sobre los salarios. Por ejemplo, la provincia de Guangdong en el delta del Río Pearl carece de 2 millones de trabajadores migrantes; una escasez evidente en todo el sector de la manufactura a lo largo de la costa este de China, desde el delta del Río Pearl hasta Shanghai (*The Economist*, 9 de octubre de 2004). Otros observadores también advierten sobre una inminente escasez del trabajo (Yang, 2005).

Estos desarrollos han llevado a una reducción significativa de la pobreza, pero como los aumentos salariales rápidos se distribuyen desigualmente entre los sectores y las regiones, también han con-

<sup>7</sup> La información subyacente para este análisis incorpora "unidades de propiedad estatal, unidades de propiedad colectiva urbana y otras unidades". A veces se argumenta que esta definición no cubre la economía global, ya que excluye el segmento rural. En cualquier caso, las figuras proporcionan la mejor proxy posible para mostrar la tendencia de la participación global de los salarios en el crecimiento de la productividad.

ducido a una distribución del ingreso más inequitativa (véase recuadro 1).

En definitiva, el consumo no puede haber sido el motor principal del crecimiento, pero la tasa de crecimiento estable del consumo debe haber sido un gran estímulo para los inversionistas. El nexo entre inversión y ganancias no se ha materializado a través de una redistribución del ingreso desde el trabajo al capital, pero las ganancias y los salarios aumentaron rápidamente por igual en la economía global asociados con el surgimiento de la productividad en la manufactura. En otras palabras, la inversión que empujó la economía hacia nuevas fronteras ha creado fuentes de nueva inversión a través del consumo (Eatwell *et al.*, 2002).

#### Recuadro 1

##### DISPARIDADES DEL INGRESO EN CHINA Y LA INDIA

En China, el número de personas que viven en la pobreza absoluta se ha reducido considerablemente durante los últimos 25 años. Sin embargo, la pobreza relativa y la brecha entre los ricos y los pobres están creciendo. El coeficiente de Gini de China aumentó de 0.18 a 0.33 en las áreas urbanas y de 0.25 a 0.36 en las áreas rurales entre 1981 y 2002 (Naciones Unidas, 2004a). En el 2001, el coeficiente de Gini para el país fue de 0.44. En la India, fue significativamente más bajo que en China al ubicarse en 0.32 en el 2000, bajó de 0.37 durante el período 1993-1998. En comparación, en el 2000, los coeficientes de Gini de Suecia, Alemania y los Estados Unidos fueron de 0.25, 0.28 y 0.41, respectivamente.

El valor alto del índice de Gini en China en general, comparado con los valores más bajos en las áreas urbanas y rurales, refleja las disparidades entre las regiones dentro del país. Dado que la población rural es un factor importante para la expansión de la demanda interna, en China, la política para aumentar el bienestar de la población rural será un factor importante para el crecimiento económico a futuro. Al respecto, el Gobierno Chino redujo recientemente los impuestos a la agricultura para aumentar el ingreso de 800 millones de residentes rurales chinos.

Para la India, la ampliación de la disparidad no es un tema de importancia. Sin embargo, con más de 350 millones de pobres (División de Estadísticas de las Naciones Unidas, Base de Datos de los Indicadores del Milenio) que no participan en el crecimiento económico global, la estabilidad social podría ser analizada. Sólo si la India puede aumentar significativamente los niveles de ingreso nacional, la demanda equilibrada pro crecimiento puede crearse para ayudar a sacar adelante la economía.

Comparados con el consumo privado, las tasas de crecimiento de la inversión son mucho más volátiles en todos los países bajo consideración. La magnitud de la inversión en la República de Corea y Japón, en los primeros 20 años del despegue económico, redujo el crecimiento espectacular de la inversión china. En conjunto, la República de



Corea registró una tasa de crecimiento promedio anual de la formación bruta de capital fijo (FBCF) de 17.2% durante un período de 20 años, mientras que la inversión en Japón se expandió en 12.5% y en China en 11% anual. El desempeño promedio de la India se rezaga, en 6.8%, pero el crecimiento de la inversión de la India y China se ha acelerado notablemente en los últimos cinco años en el 7.6% y en el 14.1%, respectivamente.

Las contribuciones de la inversión al PIB fueron altas en los países asiáticos, en niveles cercanos al 30% en la primera y segunda décadas de sus períodos de crecimiento rápido. Mientras la contribución de la inversión del Japón se niveló justo por debajo del 30% en la tercera y cuarta décadas siguiendo el despegue inicial, la contribución de la República de Corea ha permanecido por encima del 30% hasta el presente. En la India, la participación de la inversión en la primera y segunda décadas se ha rezagado nuevamente en alrededor del 10% por debajo de las respectivas participaciones de la inversión china y japonesa, y la brecha de la inversión entre China y la India se amplió aun más entre el 2000 y el 2004. En promedio, la participación de la inversión de China alcanzó el 41.1% anual en este período, en comparación con el 22.5% de la India. En el 2004, la contribución de la FBCF al PIB de la India se ubicó en 23.4%, la mitad del de China, 46.6 por ciento.

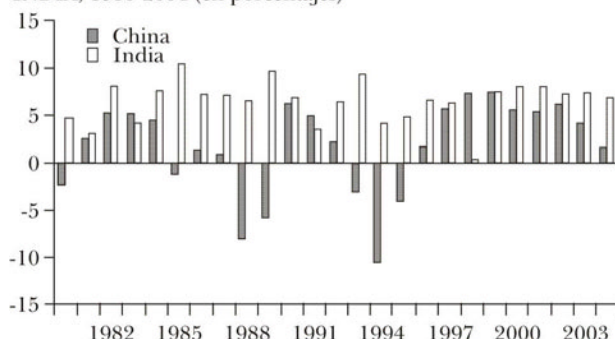
#### IV. Las condiciones de política subyacentes a los procesos asiáticos de *alcance*

El episodio de *alcance* de Asia también ha sido un período de estabilidad monetaria consistente. A pesar del crecimiento extremadamente rápido del ingreso real, oportunidades de empleo crecientes y tasas de desempleo descendentes, los períodos largos de inversión muy alta han coincidido con tasas de inflación muy bajas. Ninguno de los países bajo consideración experimentó tasas de inflación por encima del 30% durante sus períodos de crecimiento respectivos. La tasa de inflación, en promedio, fue de 7.4% para Japón entre 1960 y 1979, y de 12.7% para la República de Corea durante los 20 años entre 1967 y 1986. En China y la India fue de 5.6% y de 8%, respectivamente, entre 1990 y 2003. Además, el crecimiento y la inversión de China han experimentado recientemente una aceleración extraordinaria pero todavía no hay señales de una aceleración inflacionaria inminente que podría forzar al gobierno y al banco central a sacrificar el crecimiento real a fin de estabilizar los precios en una economía sobrecalentada. A pesar del aumento en los precios de *commodities*, en par-

ticular del petróleo, la inflación mensual no excedió el 5.3% anual en el 2004.

Es importante observar que el logro de la estabilidad de precios no está arraigado en una política monetaria restrictiva. Por ejemplo, la política de tasas de interés (en términos reales) establecida por el Banco de China a lo largo de los años del *boom*, es decir desde mediados de los noventa hasta el presente, ha permanecido en un nivel promedio de 3%. En el período de 20 años de Japón desde 1957 hasta 1976, la tasa de interés real promedio (basada nuevamente en la política de tasas de interés) fue negativa en -0.1% y ligeramente positiva en la República de Corea, en 0.6% desde 1967 hasta 1986.<sup>8</sup> Los promedios para las tasas de interés de corto plazo de China y la India entre 1990 y 2004 fueron de 1.1% y de 1.3%, respectivamente. Las tasas activas fueron también notablemente bajas en China, y han permanecido muy por debajo de la tasa de crecimiento del PIB, que puede ser considerada como una *proxy* de la tasa de retorno de la inversión en capital fijo; como resultado, han estimulado constantemente la creación de nuevo capital. En la India, las tasas activas reales fueron en promedio cercanas al crecimiento del PIB real (véase gráfica IV).<sup>9</sup>

GRÁFICA IV. TASAS DE INTERES REALES\* EN CHINA Y LA INDIA, 1980-2004 (en porcentajes)



FUENTE: Cálculos de la Secretaría de la UNCTAD, con base en el FMI; Base de datos de las *Estadísticas Financieras Internacionales*.

\* Tasas activas nominales deflactadas por el índice de precios al consumidor.

La posición pro-crecimiento es tan cierta para las condiciones monetarias internas como para la principal condición externa: el tipo de cambio real. Las trayectorias de desarrollo de los cuatro paí-

<sup>8</sup> Tasas de interés preferenciales para las industrias de exportación en el Japón y particularmente en la República de Corea, bajaron, *de facto*, las tasas de interés reales. Así, las tasas de interés promedio registradas tienden a estar sobre fijadas.

<sup>9</sup> En la India, y en particular en China, no todas las empresas y sectores tienen acceso igual al sistema bancario y al crédito bancario, sólo aquellas empresas que tienen este acceso puede actualmente beneficiarse de tasas de interés reales bajas.

ses fueron apoyadas por tipos de cambio reales bajos y bastante estables, que contribuyeron a un alto nivel de competitividad en el mercado mundial.<sup>10</sup> Los tipos de cambio real efectivos de China, la India y la República de Corea se depreciaron a lo largo de la mayoría de los períodos de *alcance* con importantes devaluaciones que tuvieron lugar a inicios de los noventa en la India y a mediados de los noventa en China. Así, la estabilidad monetaria y la valoración competitiva funcionaron como elementos de apoyo y estabilizadores de los períodos de alto crecimiento en los cuatro países sin alimentar la inflación.<sup>11</sup>

China y la India fueron capaces de crear un entorno monetario favorable a lo largo de los años ochenta e inicios de los noventa y, aun más importante, para defender estas posiciones durante la última década. Desde el 2000, China ha tenido que defender su política monetaria pro-crecimiento contra la presión política externa y, a pesar de la apreciación monetaria continua en términos reales durante y después de la crisis financiera asiática, ha tenido que manejarse para conservar la competitividad y la posición expansiva de su política monetaria. El tipo de cambio real efectivo de la India ha permanecido estable durante la última década. Las crisis financieras en la India (en 1991) y en China (en 1994) tuvieron el efecto de cambiar radicalmente sus regímenes monetarios; consecuentemente, ambos países adoptaron un enfoque de ancla nominal a sus tipos de cambio en un nivel más bien bajo a fin de defender sus respectivas posiciones de manera unilateral (*TDR, 2004*). Solo recientemente y bajo una gran presión política, China ha modificado ligeramente su régimen monetario externo introduciendo una banda más flexible para el tipo de cambio y considerando un enfoque de canastas en lugar de un tipo de cambio unilateral fijado contra el dólar.

La estabilidad de precios y las condiciones monetarias pro-crecimiento de los países asiáticos son contrariamente rígidas a aquellas de otras regiones en desarrollo. América Latina, por ejemplo, ha experimentado durante las tres últimas décadas tasas de inflación altas y significativamente volátiles y políticas monetarias muy restrictivas, así como tipos de cambio sobre valorados. Distintos instrumentos de política usados en Asia para hacer frente a presiones inflacionarias han sido más efectivos, en términos de estabilidad de precios y cre-

<sup>10</sup> Véase *TDR, 2004* para una discusión del concepto de competitividad.

<sup>11</sup> El *TDR, 2004* (cap. IV, sección B) analizó la causalidad entre la depreciación y la promoción actual de las exportaciones, y presentó las experiencias de varios países a un nivel más general y con bases de datos más recientes.

cimiento económico. En particular, estabilizando el nivel de precios a través de instrumentos no monetarios, tales como una política de ingresos o controles directos de precios,<sup>12</sup> la política monetaria fue liberada de la tarea de luchar permanentemente frente a peligros inflacionarios. La evidencia empírica proporcionada en el *TDR, 2003* ha demostrado que la libertad para fijar condiciones macroeconómicas pro-crecimiento (tasas de interés y tipos de cambio) ha sido una característica clave del éxito de Asia en comparación con América Latina.

A este respecto, el régimen macroeconómico, en un amplio sentido, es un componente importante para explicar el desempeño comparativamente bueno de Asia. Los países asiáticos exitosos fueron capaces de estimular de manera permanente la inversión porque una misión especial de las políticas fue el de crear el espacio para la política monetaria pro-crecimiento y un tipo de cambio competitivo. Condiciones institucionales y estructurales sanas no fueron vistas como sustitutas para las políticas macroeconómicas de apoyo sino la condición previa para aplicarlas. El ejemplo chino, en particular, muestra que aun en una economía muy abierta con grandes influjos de inversión extranjera directa, un mercado laboral y, en un grado muy grande, los mercados monetarios y de capital pueden permanecer dentro del dominio de los gobiernos nacionales y los bancos centrales. La experiencia asiática demuestra que la globalización no ha reducido la necesidad de la política económica de actuar al nivel nacional; de hecho esta necesidad puede incluso haber aumentado. La suavización del proceso de ajuste a mercados más abiertos, la estimulación de inversiones y el mantenimiento de la competitividad global de una economía, es más que nunca, la responsabilidad y la oportunidad de los gobiernos nacionales.

## V. Los desafíos para el crecimiento sostenido en China y la India

El crecimiento rápido en China y la India durante las dos y media décadas pasadas ha hecho de la región asiática del Sur y del Este un nuevo polo de crecimiento en la economía mundial. El desafío para las dos economías ahora es asegurar la sostenibilidad de sus impulsos de crecimiento. Existe la necesidad de consolidar los factores subyacentes de su crecimiento actual, así como también para tratar los desafíos existentes.

Uno de estos desafíos es cómo impulsar el ritmo

<sup>12</sup> Para una discusión detallada de los instrumentos no monetarios de China, véase Flassbeck *et al.*, 2005.

del cambio estructural. La historia demuestra que en el proceso de desarrollo, la importancia de la manufactura y de los servicios aumenta tanto el producto como el empleo, mientras que los de la agricultura disminuyen. En China y la India, por el contrario, el papel de la agricultura en el desarrollo económico seguirá siendo de gran importancia para los años venideros, dado que la mayoría de sus poblaciones todavía vive en áreas rurales, y el sector todavía emplea entre el 50 y 60% de la mano de obra en ambos países.

Para China, la expansión del PIB y del empleo en los sectores de la manufactura y servicios ha sido imperativa, pero los servicios, en el futuro, proporcionarán más oportunidades de empleo. En Japón y en la República de Corea, el sector de servicios compensó la contribución declinante del sector industrial al PIB en los años ochenta y noventa, respectivamente. En la India, en contraste con China y las NEI, en el período de crecimiento alto de los noventa, la participación de la industria en el PIB ha permanecido constante mientras que la de los servicios ha aumentado rápidamente. Esto pudo plantear un desafío para el crecimiento sostenido, pues los aumentos en productividad en el sector de servicios son normalmente menos fuertes que en el sector de la manufactura. Sin embargo, el *outsourcing* en tecnologías de la información (TI) y procesamiento de negocios se ha expandido rápidamente, ofreciendo muchas oportunidades nuevas para un país con infraestructura débil y baja inversión en capital fijo, pero equipado con una mano de obra educada muy grande.

Aunque se espera que las ganancias en productividad sean considerables por el cambio estructural y el uso creciente de las economías de escala, la actualización tecnológica puede acelerar el proceso de *alcance*. Desde que China y la India iniciaron sus reformas económicas, el ritmo de la integración ha aumentado debido a los cambios estructurales importantes en la economía mundial. La distribución de la producción en manufacturas globales y servicios le ha permitido a China, y posteriormente a la India, integrarse a la economía mundial a través del uso de su ventaja absoluta de contar con una mano de obra educada y barata. En comparación con las industrias caseras internas de Japón y de la República de Corea, le tomó mucho menos tiempo a las actividades especializadas en China y la India convertirse en parte de la cadena de la oferta internacional. Sin embargo, los países industrializados son cada vez más renuentes a transferir tecnologías y conocimientos técnicos como parte de sus contratos, particularmente en China.

China ha tratado de evitar esta tendencia atrayendo IED, que, idealmente, incorpora la transfe-

rencia de tecnología requerida al país anfitrión. Sin embargo, a pesar de conceder un tratamiento preferencial cada vez mayor a las *ventures* extranjeras que incluye la transferencia de tecnologías avanzadas, existen indicios de dificultades en la adquisición de los conocimientos tecnológicos necesarios a través de este canal. Es bien conocido que este efecto chorreo (*spillover*) es limitado debido al predominio del “mercantilismo tecnológico” de las *ventures* extranjeras por medio del cual las corporaciones transnacionales (CT) buscan conservar el control sobre sus tecnologías. En respuesta, China ha modificado su política para incluir la compra del hardware clave, los productos y el conocimiento técnico. Sin embargo, hasta el momento China carece de la habilidad para apropiarse de la mayoría de las tecnologías importadas. Se han desarrollado significativas capacidades en la manufactura, pero la mayoría de ellas se ha dirigido a producir por medio de equipos originales de fabricación para proveer a las CT y a empresas minoristas de marcas grandes.

La industria de la India ha tenido éxito en desarrollar ciertas industrias basadas en el conocimiento en sectores tales como farmacéuticos, productos químicos orgánicos básicos y tecnologías de la información. Como con el sector de la manufactura en China, sin embargo, existe el peligro de que la industria de IT siga atrapada en el extremo inferior del mercado, exportando servicios tales como depuración de errores, pruebas, conversión e instalación de software, e importando productos de software y hardware de marcas costosas.

En tanto más países en desarrollo desarrollen capacidades para producir bienes manufacturados intensivos en mano de obra, la competencia en las exportaciones de manufacturas también se intensificará. Así, existe un fuerte imperativo adicional para la actualización de tecnologías, para apoyar una producción más diversificada y con un valor agregado mayor, que permitirá a ambos países mantener su crecimiento económico.

En ambos países será crucial asegurarse de que la mayoría de sus poblaciones cosechen los beneficios del crecimiento económico, aun si el precio en términos de una mayor desigualdad interpersonal se ha pagado en el primer ciclo. El presente análisis ha mostrado que el crecimiento de los salarios reales en línea con la creciente productividad es importante para ganar la aceptación general de los procesos rápidos del cambio estructural. Es también de importancia extrema mantener la estabilidad del proceso de crecimiento y, por lo tanto, para el éxito mayor del proceso de *alcance*. La inversión depende de las expectativas favorables de la demanda. La demanda de exportaciones está

sujeta a los caprichos del mercado mundial y a la competitividad nacional, y ningún país puede esperar aumentos permanentes en sus cuotas de mercado globales. Por consiguiente, el consumo interno es el factor más importante para estabilizar y sostener la inversión privada.

### **Referencias bibliográficas**

- Akyüz, Y., y C. Gore (1996), "The profit-investment nexus in East Asian industrialization", *World Development*, vol. 24, n° 3, pp. 461-70.
- Eatwell, J, M. Murray y P. Newman (2002), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, Basingstoke, 3: 6.
- Flassbeck H, S. Dullien y M. Geiger (2005), "China's spectacular growth since the mid-1990s: Macroeconomic conditions and economic policy challenges", en UNCTAD, *China in a Globalizing World*, próxima aparición, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, Ginebra.
- Fondo Monetario Internacional (2004), *Advancing structural reforms*, FMI, Washington, D. C. (World Economic Outlook, abril)
- Ghoshal, R. (2003), *Eastern India: The Emerging Employment Scenario*, International Labour Office, Subregional Office for South Asia, New Delhi.
- Maury, T.-P., y B. Pluyaud (2004), *The breaks in per capita productivity trends in a number of industrial countries*, Banco de Francia, París (Working Paper, n° 111).
- Naciones Unidas (2004), *China common country assessment: balancing development to achieve a xiaokang (well-off) society in China*, Report of the UN China Country Team, Beijing, agosto, pp. 16.
- The Economist* (2004), "Amazingly, China has labour shortages", Londres, 9 de octubre.
- UNCTAD, *Trade and Development Report*, varios números, Naciones Unidas, Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2004), *World Investment Report 2004*. United Nations Publications, Nueva York y Ginebra.
- Yang, D. L. (2005), "China's Looming Labor Shortage", *Far Eastern Economic Review*, vol. 168, n° 2, enero/febrero.

# El desempeño de las letras y notas del Banco Central de la República Argentina: período 2002-2004\*

Claudia Parmigiani  
Juan Lucas Dapena

## I. Breve reseña de la crisis económica-financiera que afectó a la Argentina

La evolución de la economía argentina durante la segunda mitad de los años noventa, estuvo signada por la ocurrencia de *shocks* externos adversos que no pudieron ser resueltos por la aplicación de las políticas domésticas.

Al continuo descenso de la actividad económica y consiguiente resultado negativo de las cuentas fiscales, se sumó desde el 2000 una creciente inestabilidad política, profundizando aún más el contexto general de incertidumbre para la toma de decisiones.

El sistema financiero no resultó ajeno a esta crisis.<sup>1</sup> Dos factores contribuyeron al deterioro de la solvencia del sector. Por un lado, una prolongada recesión junto a una fuerte dolarización financiera por ausencia de un prestamista de última instancia que permitiera evitar el riesgo de un descalce de monedas ante expectativas de un colapso de la convertibilidad. Por el otro lado, la disminución de la capacidad del sector público para afrontar los servicios de su deuda,<sup>2</sup> en un contex-

to donde la banca tenía una fuerte exposición a la misma.

A comienzos de 2001, y frente a un estado de desconfianza generalizado, se produce un cambio brusco en la composición de los portafolios domésticos de los ahorristas,<sup>3</sup> observándose en consecuencia una caída del valor de los bonos de la deuda pública, así como una reducción de los depósitos bancarios.

Esa tendencia desfavorable continuó a lo largo del año, y en diciembre de 2001, como consecuencia de la masiva y creciente salida de fondos, que impactaba en la liquidez del sistema, el gobierno estableció una serie de restricciones al retiro de efectivo de las cuentas de depósito de los bancos (“corralito”), así como controles a los movimientos de capitales con el fin de evitar el quiebre del sistema financiero.

El primer trimestre del año 2002 se caracterizó por un marcado nivel de inestabilidad económica y financiera, como consecuencia de los fuertes cambios institucionales que se sucedieron: se declaró el *default* de la deuda pública con el posterior abandono de la convertibilidad. Luego de una breve experiencia con un sistema cambiario dual (tipo de cambio oficial y libre), el gobierno decidió implementar un régimen de flotación cambiaria.<sup>4</sup>

Estas medidas generaron mayor incertidumbre, lo que potenció aún más la huída de los activos domésticos y la caída de la actividad económica. La presión sobre el mercado cambiario llevó a que el tipo de cambio nominal se depreciara significati-

\* Publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de C. Parmigiani, Subgerente de la Gerencia de Operaciones Externas, y J. L. Dapena, Analista Principal de la Gerencia de Administración y Reservas, ambos del Banco Central de la República Argentina (BCRA). El presente trabajo refleja un análisis y estudio realizado por los autores y no una posición formal del BCRA al respecto. Para obtener mayor información dirigirse a los siguientes correos electrónicos: cparmigiani@bcra.gov.ar o jdapena@bcra.gov.ar.

<sup>1</sup> José Dapena, *Absorción de shocks en economías volátiles: ahorro a través de instrumentos de acciones en mercado de capitales: caso argentino, 1993-2001*, Fundación BCBA, 2005.

<sup>2</sup> Guillermo Ortiz, “Crisis recientes en mercado emergentes: ¿qué es lo que hemos aprendido?”, *Boletín del CEMLA*, vol. XLVIII, n° 4, octubre-diciembre de 2002, pp. 155-87.

<sup>3</sup> *Idem* nota 1.

<sup>4</sup> George McCandless, *Argentina: Monetary Policy by Default*, documento presentado, en Kiel Workshop on Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America, 2003.

vamente, cotizando a 2,9 pesos por dólar a fin de marzo.<sup>5</sup>

La economía pasó de una deflación de precios a una tasa positiva de inflación, que se aceleró en respuesta a esa evolución del tipo de cambio. Durante el primer trimestre de 2002, la actividad económica medida por el producto bruto interno (PBI) registró la mayor contracción interanual desde el inicio de la recesión, la que fue acompañada por una caída de los ingresos tributarios. En este sentido, y como consecuencia del abandono formal del régimen de convertibilidad (Ley 25.561), el BCRA recuperó la posibilidad de instrumentar una política monetaria activa.

Con el propósito de controlar la oferta monetaria en un contexto de fuerte expansión debido a la necesidad de asistencia financiera de las entidades,<sup>6</sup> se comenzaron a licitar el 13 de marzo de 2002,<sup>7</sup> Letras del Banco Central (Lebac). Estos títulos son herramientas convencionales que se utilizan con el objetivo de regular la liquidez en el sistema en combinación con la tasa de interés en el mercado. Los objetivos perseguidos desde el inicio que fueron:

- Regular la liquidez excedente en el mercado monetario.
- Fijar tasas de referencia que faciliten el desarrollo de un mercado de crédito a largo plazo.
- Proveer al mercado de un instrumento que pueda ser negociado en el mercado secundario de acuerdo a sus necesidades de liquidez.

La utilización de este instrumento se complementó con una política de intervención en el mercado cambiario que evitaba el impacto sobre el tipo de cambio mediante la venta de reservas internacionales. Asimismo, se reforzaron los controles a los movimientos de capitales.<sup>8</sup>

Durante el segundo trimestre de 2002, el accionar del Banco Central de la República Argentina (BCRA) fue decisivo para apuntalar cierto grado de estabilidad financiera. No obstante las medidas adoptadas, el tipo de cambio nominal continuó su tendencia alcista, alcanzando los 3,6 pesos por dó-

<sup>5</sup> Fuente: [www.bloomberg.net](http://www.bloomberg.net).

<sup>6</sup> Ver nota 4.

<sup>7</sup> Mediante Comunicación "B" 7155 del BCRA fechada el 12 de marzo de 2002 se llama a la primer licitación de Letras Lebac del BCRA.

<sup>8</sup> Mediante Comunicación "A" 3537 del BCRA fechada el 1º de marzo de 2002 se estableció el requisito de autorización previa del BCRA para la cancelación de los servicios de deudas con el exterior de carácter financiero.

lar en junio,<sup>9</sup> en tanto que la inflación medida por el IPC, aumentó casi el doble que en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, se registró un fuerte aumento en las tasas de interés y la tasa nominal anual implícita en las Lebac en pesos a un plazo de 14 días llegó a 107,1 por ciento.<sup>10</sup>

En el plano fiscal, se impusieron retenciones a las exportaciones lo que permitió desacelerar la caída de la recaudación tributaria en términos nominales. Al igual que en el primer trimestre, el déficit del sector público fue financiado con adelantos y redistribución de utilidades del BCRA y con emisión de Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales (Lecop).

Recién a partir del segundo semestre de 2002 comenzó a observarse una notoria normalización de las variables financieras y el inicio de la recuperación del nivel de actividad económica.

Durante esta etapa, la política de intervención del BCRA en el mercado cambiario, así como el control de cambios, junto al mayor desarrollo del mercado de Lebac, contribuyeron a estabilizar el tipo de cambio y a incrementar el nivel de las reservas internacionales. La inflación comenzó a desacelerarse y la tasa de interés, tanto la nominal como la real, mostró tendencia a la baja. La recuperación de la confianza también se vio reflejada en un lento pero continuo aumento de los depósitos del sector privado y en una apreciación del peso en términos reales.

Los resultados obtenidos en materia de política monetaria y cambiaria repercutieron favorablemente sobre la economía real. Se desaceleró la salida de capitales. El PBI volvió a crecer. El consumo y la inversión impulsaron la mejora del nivel de actividad. Y se profundizó la recuperación de las finanzas públicas, lo que permitió destinar parte de los ingresos para atender un mayor gasto social.

## II. Evolución de los mercados durante 2002: año de aparición de las Letras Lebac

La declaración de la cesación de pagos de la deuda pública y las restricciones impuestas al movimiento de capitales, a fines de diciembre de 2001, condicionaron fuertemente la evolución del mercado de capitales argentino. Las sucesivas postergaciones del cierre de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), así como la falta de definiciones en materia de renegociación de la deuda frenó la reactivación de la operatoria del mercado de títulos públicos.

<sup>9</sup> Fuente: [www.bloomberg.net](http://www.bloomberg.net).

<sup>10</sup> En la licitación correspondiente al 02/05/2002.

En ese mismo mes, las restricciones al retiro de efectivo (01/12/2001), los controles de capitales, así como la incertidumbre acerca del futuro de la convertibilidad y de la capacidad de pago de la deuda externa, incentivaron a los inversores a refugiarse en la Bolsa como cobertura frente a una posible devaluación e inflación esperadas. A partir de 2002, el mercado de capitales argentino mostró el aislamiento y las debilidades de un mercado impactado por el incumplimiento de los pagos de la deuda tanto del sector público como del privado.

En febrero de 2002, a la par que el peso se devaluaba fuertemente, el índice Merval que considera el valor de mercado de una cartera de acciones líderes, comenzó una etapa de alta volatilidad que se extendió hasta mediados del mes de junio en que alcanzó el mínimo nivel del año (268 puntos),<sup>11</sup> para finalizar, el segundo semestre del año en 525 puntos. En un contexto de mayor estabilidad del tipo de cambio, los precios de las acciones incorporaron las señales positivas derivadas de la incipiente recuperación de algunos sectores de la economía real, especialmente los vinculados a la producción de bienes transables.

Durante este mismo mes, la deuda pública existente bajo ley argentina fue pesificada<sup>12</sup> y se emitieron Bonos del Estado Nacional (Boden) que fueron entregados en canje a los tenedores de depósitos reprogramados y en compensación a los bancos por la pesificación asimétrica de sus activos y pasivos.

La cotización de los títulos de la deuda pública en *default* mostró un sostenido deterioro durante el primer semestre de 2002, presentando un comportamiento más estable en el segundo semestre del año. En tanto que, los Boden presentaron desde el inicio de su comercialización (octubre de 2002) una disminución progresiva de la volatilidad en sus cotizaciones.

Los montos transados de títulos públicos mostraron una recomposición parcial hacia fines del tercer trimestre de 2002. Cabe señalar que a lo largo del año se establecieron incentivos a la compra y venta de títulos públicos en *default*. Entre los posibles usos alternativos para estos valores se encontraba la aplicación de los mismos a la cancelación de deudas impositivas con el Estado Nacional.

Es importante señalar que la evolución del mercado de capitales argentino estuvo ligada a la evolución del tipo de cambio. En un contexto de alta incertidumbre, donde el dólar sirvió de refugio a los ahorristas, la fuerte devaluación del peso que se registró durante el primer semestre de 2002, a

<sup>11</sup> Fuente: [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).

<sup>12</sup> Decreto n° 214, de 3 de febrero de 2002.

pesar de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario, se tradujo en elevados rendimientos implícitos para los tenedores de esa divisa, repercutiendo sobre la evolución de otras alternativas de inversión.

Durante el segundo semestre de ese año, esta tendencia se revirtió, a partir de la presencia en el mercado del Banco Central como demandante de dólares, al tiempo que el peso comenzaba a apreciarse gradualmente. La influencia del BCRA en el mercado cambiario fue orientada básicamente al volumen e intensidad de intervención en el mismo.<sup>13</sup> Asimismo, los mercados de futuros confirmaron esta última tendencia evidenciada en los mercados de contado, a través de una caída en los rendimientos de los contratos a futuro sobre el peso como consecuencia de la percepción de un menor riesgo cambiario.

### III. Las Letras del Banco Central de la República Argentina (Lebac)

#### 1) Año 2002

Desde marzo de 2002, el Banco Central, dentro de sus acciones de política monetaria, y como una de las principales herramientas, ofrece al mercado mediante licitaciones públicas: letras (Lebac) en pesos y en dólares,<sup>14</sup> y a partir de mediados de ese mismo año, letras en pesos ajustables por coeficiente de estabilización monetaria (CER).

Estas subastas se realizan a través de un sistema de operaciones electrónicas (Siopel) perteneciente al Mercado Abierto Electrónico (MAE). La gran mayoría de las entidades bancarias cuentan con este sistema electrónico en Argentina. Las ofertas se realizan en dos tramos, el segmento competitivo y el no competitivo. Para el primero se definió un cupo del 70% y para el segundo del 30%. En el tramo competitivo se define el precio de corte y es donde ofertan las entidades financieras, Administradoras de Fondos, Administradoras de Riesgos de Trabajos, compañías de seguros, etc. El precio definido en ese tramo también es de aplicación al segundo tramo. El sistema de adjudicación es el holandés (precio único).<sup>15</sup>

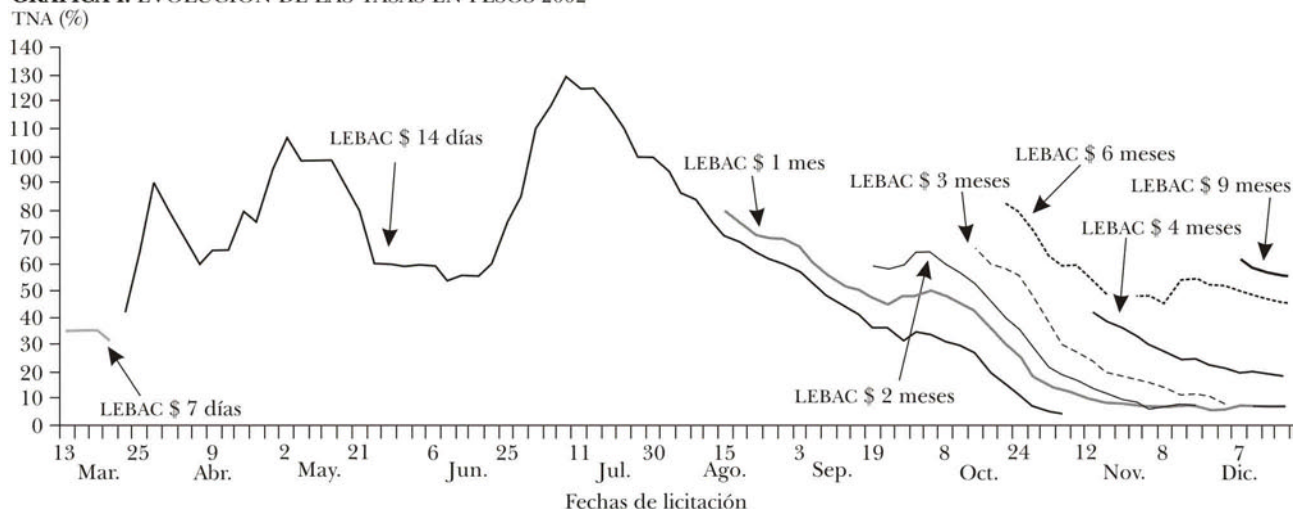
La aparición de estos títulos se produce en un momento en el cual no se podía utilizar títulos del

<sup>13</sup> Michael Rosenberg, *Currency Forecasting: A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*.

<sup>14</sup> Si bien se denominan en dólares, estas letras son en pesos ajustables de acuerdo a la variación del tipo de cambio de referencia del dólar que publica el BCRA.

<sup>15</sup> La comunicación "B" 7621 establece el marco normativo para las subastas de Letras del BCRA.

GRÁFICA I. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS EN PESOS 2002



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

Gobierno para regular la oferta monetaria. Esto como consecuencia de que los mismos se encontraban en *default*.

Inicialmente no se podían utilizar fondos que se encontrasen transitoriamente restringidos o reprogramados en el marco de lo dispuesto por el Decreto del Poder Ejecutivo Nacional N° 1570/2001 y complementarias. Tampoco podían participar en estas licitaciones aquellas entidades que se encontrasen asistidas en los términos del artículo 17 de la Carta Orgánica del BCRA. En el primer caso debido a que esta herramienta de política monetaria apuntaba básicamente a absorber fondos líquidos del mercado. Dicha prohibición se mantuvo hasta la eliminación de las restricciones a la utilización de estos fondos. En el segundo caso se debía a que si las entidades le debían dinero al BCRA como consecuencia de asistencias, no era posible “prestarle” fondos bajo la forma de Letras y posteriormente Notas.

Si bien al principio, la colocación de estas letras estuvo acotada por un contexto de fuerte depreciación del peso e inflación creciente, la posterior recomposición de las variables monetarias permitió que, durante el segundo semestre de 2002, las Lebac se afianzaran no sólo como uno de los instrumentos de absorción monetaria más importantes del Banco Central (en forma complementaria con las intervenciones en el mercado cambiario) sino que, además, su tasa de corte sea tenida en cuenta por el mercado local como tasa de referencia, contribuyendo de esta forma a reducir la incertidumbre en los mercados nacionales.<sup>16</sup>

Durante los primeros meses del año 2002, las

<sup>16</sup> Es interesante destacar la importancia de estas tasas como referencia para el mercado ya que se trataba de operaciones en firme realizadas a distintos plazos.

colocaciones en dólares avanzaron por sobre las de pesos. Al finalizar el mes de junio de 2002, los montos ofertados por las especies en dólares representaban el 65% de la demanda. A esa fecha, el 64% del *stock* de Lebac estaba emitido en dólares.

En esos meses, la demanda de Lebac en pesos disminuyó, al igual que los montos colocados. No se podía extender el plazo promedio de colocación más allá de las dos semanas, a pesar de que los rendimientos habían mostrado importantes oscilaciones, alcanzando picos entre 90% y 107% nominal anual.<sup>17</sup> Esto debido a la incertidumbre existente en el mercado.<sup>18</sup>

A partir de julio de ese año, el Banco Central comenzó a intervenir en el mercado cambiario como comprador neto de divisas, por lo que debió incrementar sus esfuerzos de esterilización monetaria. En ese mes, la tasa de corte de las letras emitidas en pesos registró un nuevo máximo del 129% anual,<sup>19</sup> en tanto que los rendimientos de las letras en dólares venían registrando fuertes bajas. Las tasas de corte de las letras en dólares se redujeron desde el 40% anual pagado durante los meses de abril y mayo de ese año, a un 1% anual registrado en julio.

La mayor estabilidad del tipo de cambio y las menores expectativas de inflación, sumadas a los atractivos, aunque decrecientes, rendimientos de las letras en pesos, permitieron durante el segundo semestre del 2002, la gradual recomposición del interés del público inversor en los activos domésticos. El interés de los particulares en partici-

<sup>17</sup> Para las licitaciones realizadas entre el 26 de marzo y el 16 de mayo de 2002.

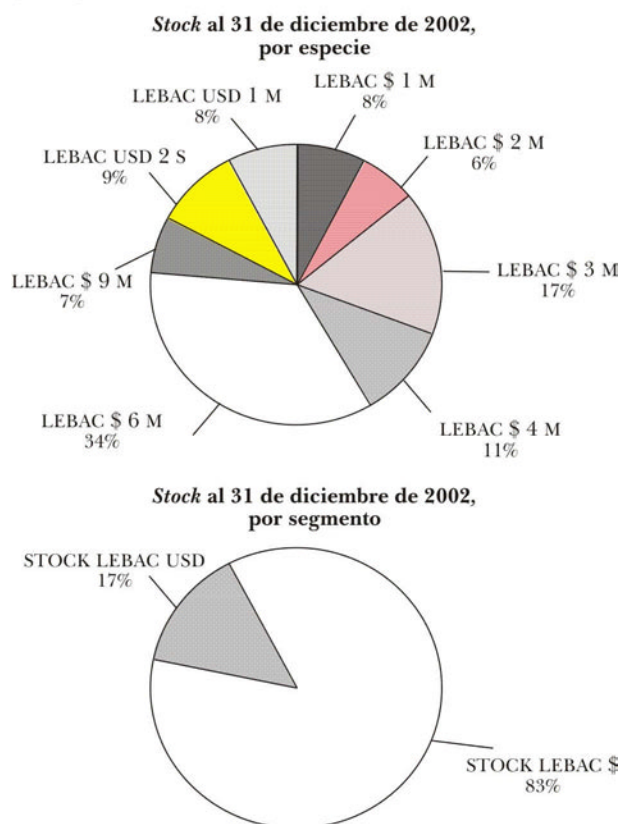
<sup>18</sup> El EMBI para el mes de julio de 2003 fue de 5030 puntos. Fuente Bloomberg.

<sup>19</sup> El 8 de julio de 2002.



par de esta operatoria es un punto a tener en cuenta en la experiencia de ese año. Esto se debió básicamente a que la rentabilidad de las letras era sumamente interesante y al hecho de que fuera el Banco Central la contraparte de la operación, mas allá de que eran las instituciones financieras las que tomaban las órdenes de los particulares para adquirir Letras del Banco Central de la República Argentina. Hay que recordar que prácticamente durante todo el 2002 existió una profunda falta de confianza en el sector financiero.

GRÁFICA II



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

Este cambio de tendencia se puso de manifiesto en la composición del *stock* de Lebac a través de un incremento de la participación relativa de las colocaciones en pesos. Tanto los montos ofertados como los adjudicados en pesos fueron aumentando de manera continua, mientras que las tasas en pesos tendían a la baja y los plazos de colocación se alargaban. En cambio, el *stock* de Lebac en dólares se mantuvo estable, al mismo tiempo que las tasas en dólares bajaban y el tipo de cambio se mantenía en un rango de 3,60 - 3,70 pesos por dólar. En ese contexto, las letras en dólares solo permitían a sus tenedores cubrirse del riesgo cambiario.

Las primeras letras en pesos fueron emitidas a

un plazo de siete días.<sup>20</sup> A partir del 22 de marzo de 2002 comenzaron a colocarse a un plazo de dos semanas,<sup>21</sup> manteniéndose como la única opción hasta mediados de agosto, en que se lanzaron a un mes de plazo.<sup>22</sup> A partir de septiembre se fueron incorporando otros plazos (2, 3, 6, 4 y 9 meses) que contaron con una buena recepción en el mercado, en un contexto menos volátil que permitía a los inversores alargar el horizonte temporal de sus colocaciones.

El alargamiento de los plazos de colocación de las letras permitió dotar al mercado de tasas de referencia para operaciones a más largo plazo. Además era necesario alargar y diversificar los plazos de vencimiento de los títulos para disminuir el riesgo de *roll-over* de la deuda. Esto permitió que la vida promedio del *stock* en circulación de letras en pesos pasase de 9 días a fines de junio hasta 103 días a fin de diciembre de 2002, siendo menor el esfuerzo para refinanciar los rescates.

La estrategia seguida por el Banco Central tendió exitosamente hacia la gradual extensión del plazo promedio de la cartera de Lebac en circulación y hacia una evolución descendente de las tasas de corte aceptadas, procurando de esta manera reducir el riesgo de renovación (*roll-over*) de los vencimientos y la volatilidad de las tasas del mercado.

A fin de diciembre de 2002, el *stock* agregado presentaba una tendencia creciente que alcanzaba un VN de \$ 3.671 millones contra \$ 1.316 millones a fines de junio. De ese total, \$ 3.049 millones correspondían a títulos emitidos en pesos (83%), en tanto que las emisiones en dólares ascendían a 185 millones equivalentes a \$ 622 millones (17%). Asimismo, el progresivo descenso de las tasas de corte en las licitaciones, se tradujo en una reducción del costo promedio de la cartera de letras en pesos, que ascendió a 38,4% anual a fin de diciembre, con respecto al 67,5% anual de fines de junio de 2002.

Las tasas de *call* y de plazo fijo mostraron similar evolución, reflejando el éxito de la tasa de corte de las Lebac como una de las principales tasas de referencia de la economía local en un contexto de escasas oportunidades de inversión.

## 2) Año 2003

La diversidad de la oferta de letras a lo largo del año 2003, tanto a nivel de monedas como de

<sup>20</sup> Ver nota 2.

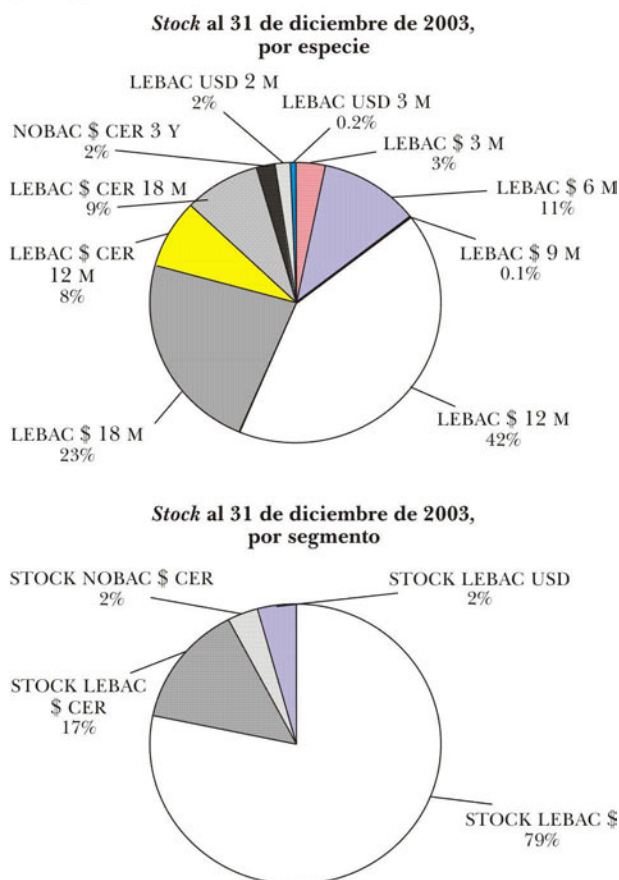
<sup>21</sup> Mediante Comunicación "B" 7171 del BCRA de 21 de marzo de 2002.

<sup>22</sup> Se licita la primera Lebac a 28 días el 15 de agosto de 2002 mediante comunicación "B" 7433 del BCRA.

plazos, contribuyó a definir la evolución de este instrumento de política monetaria.

Las perspectivas de una menor tasa de inflación, la elevada liquidez del sistema financiero, así como la estabilidad del mercado cambiario y la escasez de instrumentos alternativos de inversión, permitieron cerrar el año 2003 con una baja en las tasas de corte para todos los plazos de colocación de estos instrumentos.

GRÁFICA III



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

La preferencia de los inversores por los diferentes plazos y especies fue variando de acuerdo a los distintos acontecimientos que se produjeron a lo largo del año. Las elecciones presidenciales sumaron incertidumbre a la situación político-económica del país y esto se vio reflejado en las tasas de corto plazo solicitadas.

Hacia fines del primer semestre de 2003, se observó una mayor demanda de las letras de largo plazo debido a la caída de las tasas de corto plazo. Luego, la baja de encajes dispuesta por el Banco Central para satisfacer las necesidades estacionales de mayor liquidez del sistema financiero durante julio, así como facilitar el otorgamiento de nuevas

líneas de créditos, se tradujo en una mayor demanda de letras de corto plazo por parte de las entidades con el fin de mejorar la rentabilidad de esos fondos. Esto permitió recortar aún más las tasas de interés de muy corto plazo.

A fin de junio de 2003, el *stock* agregado continuaba con una tendencia creciente que alcanzaba un VN de \$ 6.528 millones. De ese total, \$ 5.447 millones correspondían a títulos emitidos en pesos (84%), \$ 729 millones en pesos ajustables por CER (11%) y las emisiones en dólares ascendían a 125 millones equivalentes a \$ 352 millones (5%). Aquí se evidencia la disminución de la participación de las letras nominadas en dólares, tanto en términos relativos como absolutos. Asimismo, al continuar la tendencia a la baja de las tasas de corte de las licitaciones, el costo promedio de la cartera de letras en pesos se ubicó en 22,7%. En cuanto a la duración de la cartera, a fines de junio era de 223 días.

En septiembre de 2003, mientras los inversores observaban la evolución de la negociación con el FMI, el grueso de las presentaciones se concentró en el corto plazo, optando por resignar rentabilidad para ganar liquidez. Una vez alcanzado el acuerdo con el FMI, comenzaron a volcarse nuevamente al largo plazo. La baja de encajes dispuesta para noviembre, así como la extensión del plazo mínimo para los depósitos a plazo fijo de 7 a 30 días sumado a las nuevas estimaciones de inflación para el 2004, determinó que se tornaran más atractivos los rendimientos de las letras largas. Esto permitió continuar reduciendo las tasas de corte en ese segmento, a la vez que se incrementaba la participación de esas letras en el *stock*.

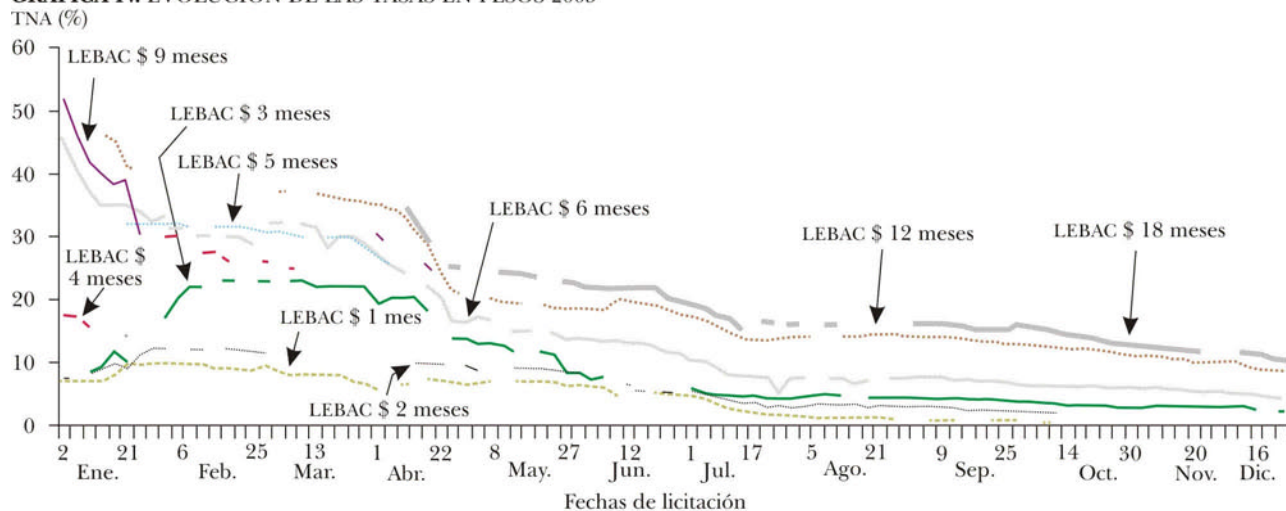
Durante 2003, se continuó con la política de extensión de los plazos de emisión de las letras. La situación macroeconómica hizo posible que instrumentos de mayor plazo tuvieran acogida en el mercado. Las primeras letras a un año de plazo en pesos y en pesos ajustables por CER se colocaron en enero,<sup>23</sup> y en abril las de un año y medio.<sup>24</sup>

Al emitirse letras a un mismo plazo en pesos y en pesos ajustables por el CER (un año y luego un año y medio), se le otorga a los inversores y al mercado en general, además de un nuevo instrumento de inversión, la posibilidad de monitorear las expectativas de inflación imperantes en el mercado. Esto se puede estimar mediante el cálculo del *spread* existente entre las letras nominales y las letras ajustables por CER. En diciembre, frente al interés despertado por las especies de largo plazo, se incorporaron como instrumentos de política mone-

<sup>23</sup> El 14 de enero de 2003 mediante comunicación "B" 7676.

<sup>24</sup> El 8 de abril de 2003 mediante comunicación "B" 7785.

**GRÁFICA IV. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS EN PESOS 2003**



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

taria las Notas del BCRA<sup>25</sup> (Nobac), que a diferencia de las Lebac pagan un cupón semestralmente y vencen a mediano plazo (3 años). También, a partir de diciembre se modificó la frecuencia de licitaciones, pasándose de dos semanales a una única subasta semanal.

El *stock* total creció desde un VN de \$ 3.670,6 millones a fin de diciembre de 2002, hasta los \$10.265,3 millones a fin de diciembre de 2003, reflejando un incremento de VN \$ 6.594,7 millones. La composición del *stock* mostró un aumento de la participación de las letras (16,7%) y notas (1,7%) en pesos ajustables por CER, y una caída de las especies emitidas en pesos (-4,0%) y en dólares (-14,5 por ciento).

El costo medio de la cartera a diciembre de 2003 fue del 13,2% anual, mostrando una baja de 25,2 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2002 (38,4 % anual). En tanto que, la duración de la cartera se incrementó en 147 días, desde 103 días al inicio de enero de 2003 hasta los 251 días a fin de diciembre del mismo año.

A partir de enero de 2003 se aplicó una política de consolidación de vencimientos, aprovechando las emisiones existentes, de manera de fomentar el desarrollo del mercado secundario, apuntando a lograr pocas emisiones con mucho volumen. Con esto se buscaba disminuir la cantidad de emisiones en circulación en el mercado de manera que las existentes adquirieran volumen y se facilitase la operatoria en el mercado secundario de Lebac. Esto se logró reabriendo en varias subastas las emisiones existentes. Si bien esto producía cierta va-

riabilidad en los plazos licitados,<sup>26</sup> fue sumamente positivo para incentivar el desarrollo del mercado secundario de Letras y Notas del BCRA.

El volumen operado en el mercado secundario a lo largo del año presentó una tendencia creciente, especialmente a partir de septiembre, cuando parte de la demanda de esos títulos se volcó del mercado primario a la negociación secundaria. En ese mes, el monto promedio operado diariamente triplicó el del mes anterior (\$ 93 millones), y en diciembre fue de \$ 175 millones, superando los montos negociados diariamente en los mercados locales de acciones y de dólar futuro. Las especies más negociadas fueron las de un plazo residual mayor a 12 meses.

En ese mismo mes, el Banco Central comenzó a participar en el mercado secundario de Lebac aportándole una mayor liquidez a este mercado, a través de la puesta en marcha de una rueda de negociación electrónica (LECE). En diciembre, el monto operado por esta rueda representó el 11,1% del total negociado en el mercado secundario en igual mes.

En el 2003, las tasas de *call* y de plazo fijo mostraron similar comportamiento que las tasas de corte de las Lebac. En el mercado accionario, la tendencia fue claramente positiva (el Merval tocó los 1.000 puntos), como consecuencia de la mejora en el nivel de actividad, de la estabilidad del tipo de cambio, de la consolidación del proceso de reestructuración de pasivos llevado adelante por empresas cotizantes y de las tasas de interés decrecientes ofrecidas por otras alternativas de inversión.

<sup>25</sup> Se licitan las primeras Nobac a 3 años en pesos y en pesos ajustables por el CER mediante comunicación "B" 8064 del BCRA de 2 de diciembre de 2003.

<sup>26</sup> Por citar un ejemplo, la letra que se licitaba a un mes de vencimiento hubo veces en que tenía un plazo residual de 35 días y otras de 28 días.

### 3) Año 2004

A lo largo del primer semestre de 2004, se mantuvo la tendencia a la baja en las tasas de corte para todos los plazos de colocación de estos instrumentos, consolidándose el aplanamiento de la curva de rendimientos. Durante abril acentuaron su caída las tasas de las letras en pesos a 3 y 6 meses, y en mayo las correspondientes a las letras ajustables por CER a 12 y 18 meses.

Continuando con la política de extensión de los plazos de emisión, en marzo se colocaron las primeras letras a dos años de plazo en sus dos versiones (\$ y \$CER).<sup>27</sup> Esto permitió continuar ofreciendo al mercado una referencia de tasas para toda la curva de rendimientos. Por otro lado, en febrero se dejó de licitar la letra en pesos a un mes de plazo.

A partir de abril de 2004, las expectativas de reacomodamientos en los precios relativos, liderados por el mercado (salarios y márgenes de comercialización) o por decisiones del Gobierno (tarifas), determinaron la mayor preferencia de los inversores por las letras ajustables por CER, que concentraron desde entonces más del 50% de los montos colocados por licitación. Las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones (AFJP) se transformaron en los principales demandantes de estos títulos.

El *stock* total creció desde un VN de \$ 10.265,3 millones a fin de diciembre de 2003, hasta los \$13.751 a fines del primer semestre de 2004, para finalizar en \$ 14.833,4 millones a fines de diciembre de 2004, reflejando un aumento de VN\$ 4.568,1 millones para todo el año.

La composición del *stock* mostró un incremento de la participación de las letras (21,9%) y notas (7,0%) en pesos ajustables por CER, que a fines de 2004 representaban en conjunto el 47,4% de la cartera y una caída de las especies emitidas en pesos que finalizaron con una participación de 51,3% (-27,8%), así como también de las emisiones en dólares que finalizaron diciembre con un 1,1% de la cartera (-1,3 por ciento).

El costo medio de la cartera se redujo a un dígito (5,4%), mostrando una caída de 7,8 puntos porcentuales comparado con diciembre de 2003 (13,2 % anual). La duración de la cartera alcanzó a fin de marzo su máximo histórico de 290 días a fines de diciembre de 2004.

A partir de enero de 2004 las Lebac comenzaron a cotizarse en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA),<sup>28</sup> incorporándose un nuevo ámbito de negociación secundaria para estos tí-

<sup>27</sup> El 16 de marzo de 2004 mediante comunicación "B" 8162.

<sup>28</sup> Mediante Aviso de Autorización de Cotización de Letras y Notas del 05/01/04.

tulos —además del Mercado Abierto Electrónico (MAE)—, que permite la participación de los inversores que habitualmente operan en ese recinto. También, en ese mismo mes comenzaron a operarse las Nobac, aunque su participación en el total negociado todavía era reducida.

No obstante, el monto promedio negociado diariamente en el mercado secundario (MAE más BCBA) presentó durante el primer semestre del año una tendencia decreciente, desde los \$ 175,4 millones operados a fin de diciembre hasta los \$89,6 millones de mediados de junio. Sin embargo, el monto canalizado por la rueda LECE presentó una tendencia creciente sobre el total negociado en el mercado secundario. Durante el primer semestre del año, el Banco Central continuó participando en el mercado secundario de Lebac, habiendo realizado recompras por un total de \$181,1 millones.

En lo que respecta al comportamiento del resto de las tasas de interés del mercado, éstas continuaron reflejando el sesgo de la política monetaria del BCRA.

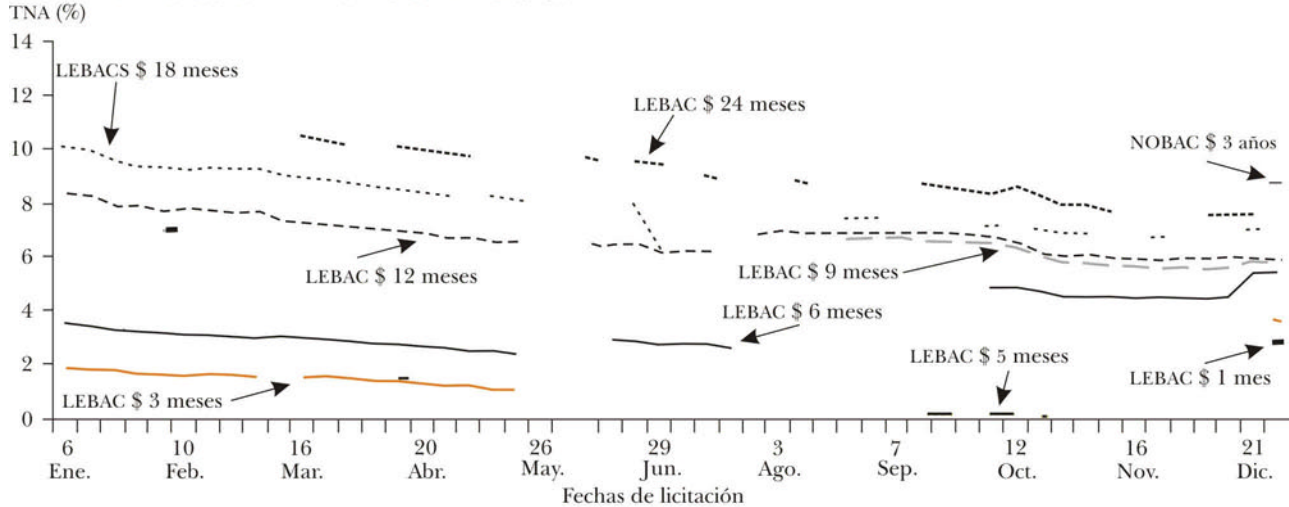
#### a) La deuda privada toma de referencia a las Lebac

Durante el mes de mayo de 2004, Telefónica de Argentina, S. A. anunció la emisión de la primera serie de Obligaciones Negociables (ON), bajo el Programa de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta \$ 1.500 millones aprobado por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Con este programa, la empresa se propuso ampliar y desarrollar sus fuentes de financiación en pesos en el mercado local. Los agentes colocadores eligieron un instrumento financiero y un mecanismo de licitación a través del MAE similares a los utilizados por el Banco Central con las Lebac, siendo ésta la primera operación en pesos en su tipo en el mercado de capitales argentino.

La subasta estaba dirigida a los bancos, AFJP, aseguradoras e inversores institucionales, así como también al segmento minorista. El interés del mercado quedó demostrado en los números de la colocación. Telefónica licitaba \$ 150 millones en ON a un plazo de 364 días bajo la forma de títulos cupón cero denominados Letras del Sector Privado (Leseq). Recibió ofertas por \$ 361,26 millones, de los cuales aceptó \$ 163,26 millones a una tasa implícita de 8,05 % anual.

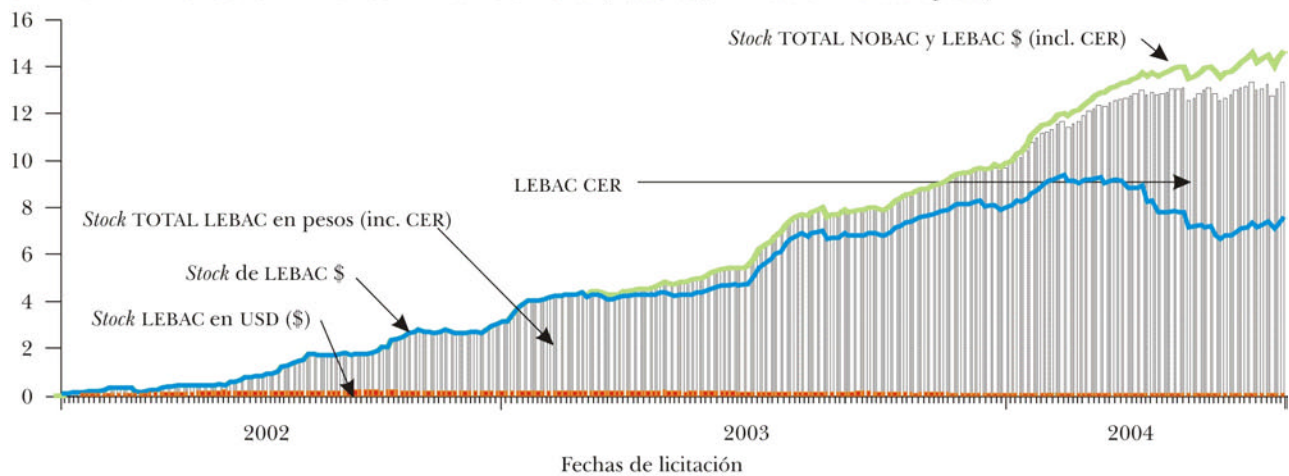
La referencia para las Leseq emitidas por Telefónica con vencimiento 6 de mayo de 2005 es la Lebac con vencimiento 27 de mayo de ese mismo año, que en el mercado secundario presentaba al momento de la licitación un rendimiento de 7,6% anual. Telefónica pagó un *spread* de 45 puntos bá-

**GRÁFICA V. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS EN PESOS 2004**



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

**GRÁFICA VI. EVOLUCIÓN DEL STOCK EN CIRCULACIÓN, 2002-03 (en miles de millones de pesos)**



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

sicos más que el Banco Central, por lo que se considera que el mercado premió a la compañía por la conducta crediticia que mantuvo durante la crisis. Entre el 2002 y 2003, Telefónica logró refinanciar su deuda, extendiendo los vencimientos, sin efectuar quitas de capital ni de intereses y otorgando como incentivo un pago en efectivo a los acreedores.

Como se mencionara anteriormente, la de Telefónica es la primera emisión privada en pesos, a tasa fija y bajo legislación argentina que se realiza desde la salida de la convertibilidad. En tal sentido, la licitación de Telefónica se presenta como un caso testigo para el mercado, a ser imitado por otras compañías en situación similar, en el cual el Banco Central aparece como un referente para la emisión de deuda privada.

Hasta ese momento, en el mercado no había bonos de empresas privadas emitidos en pesos, sino en dólares, con tasas de interés que oscilan en-

tre 7,7% y 11,8% anual. Por lo que la emisión de títulos en pesos constituye una alternativa atractiva para las empresas que acaban de reestructurar sus deudas y que tienen pasivos en dólares e ingresos en pesos, ya que mediante la colocación de deuda en pesos, pueden ir calzando sus pasivos con sus activos.

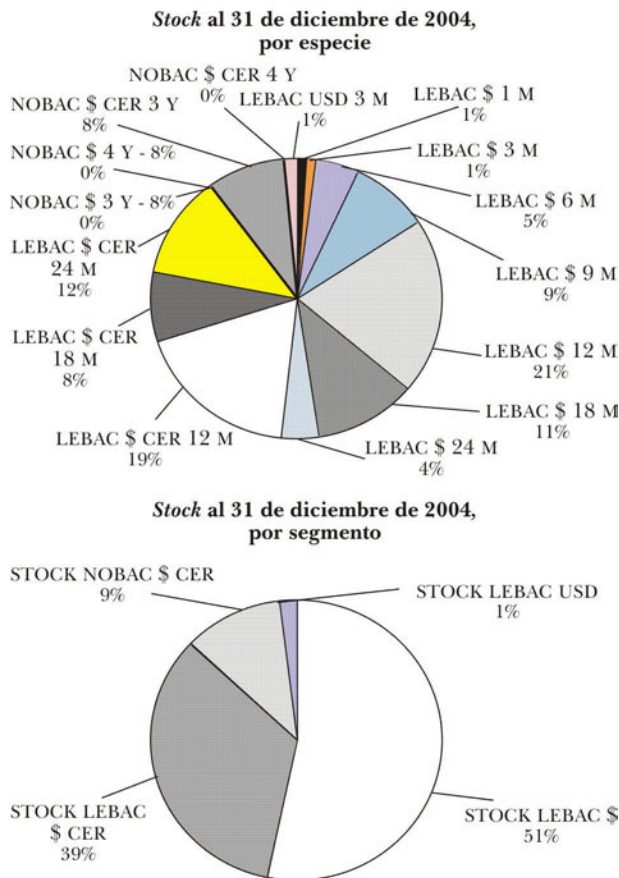
#### **IV. Operaciones de regulación monetaria: participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de LEBAC**

A partir de enero de 2004, se puso en funcionamiento una nueva rueda de negociación electrónica (Repo)<sup>29</sup> que permite realizar operaciones de

<sup>29</sup> Mediante Comunicación "A" 4143 de 21 de mayo de 2004.

pase aforados entre entidades utilizando como activo subyacente Letras del Banco Central. Esta rueda se encuentra en el Sistema de Operaciones Electrónicas (Siopel) del Mercado Abierto Electrónico. Inicialmente la operatoria estaba reducida a un pequeño número de entidades, luego se fueron incorporando otras, registrándose desde mediados de enero hasta fines de mayo un volumen negociado total de \$ 221,9 millones.

GRÁFICA VII



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

Esta operatoria permite realizar operaciones de pases con títulos emitidos por el propio BCRA. Esto se pudo realizar gracias a la existencia de las Letras del Banco Central, puesto que la utilización de títulos del Estado Nacional en operaciones de pases no era posible dado la situación en la que se encontraban los mismos.

En el mes de mayo de ese mismo año, la combinación en la plaza local de un período signado por fuertes vencimientos impositivos y una severa caída de los precios de los activos financieros, motivada por cierta incertidumbre asociada a la renegociación de la deuda pública, obligó a muchos bancos a buscar recursos en un mercado de pres-

tamos interbancarios (*callmoney*) estrecho, que dio rápidas muestras de estrangulamiento, impulsando las tasas o bien, a malvender sus bonos en el mercado para oxigenar su caja en un momento de precios castigados.

En ese lapso, el mercado del *call* cuadruplicó los volúmenes operados, pasando de \$ 189,6 millones diarios negociados a fin de marzo a \$ 913 millones a mediados de mayo, y las tasas que se pactaban a un promedio del 1,28% anual para préstamos a un día de plazo, llegaron a tocar máximos de 7,4% anual.<sup>30</sup> Esta situación, llevó a que el Banco Central comenzara a participar de la rueda Repo, con el fin de ayudar a estabilizar el mercado interbancario. La tasa de los pases actuaría de tope para las que se negocien en el *call*, puesto que si para una entidad resultaba más barato financiarse mediante pases con el Banco Central, habría menos demanda en el segmento interbancario.

Una vez que la tasa de *call* comenzó a operar en baja, el Banco Central a través de su intervención en la punta "tomadora" de la rueda de pases le puso un piso al mercado. A fines de diciembre de 2004, el *stock* de operaciones de pase pasivos concertadas por el Banco Central alcanzaba un monto de \$ 5.321 millones. De esta manera el Banco Central logró regular el costo de los préstamos interbancarios, quitándole, con esto, volatilidad a las tasas.

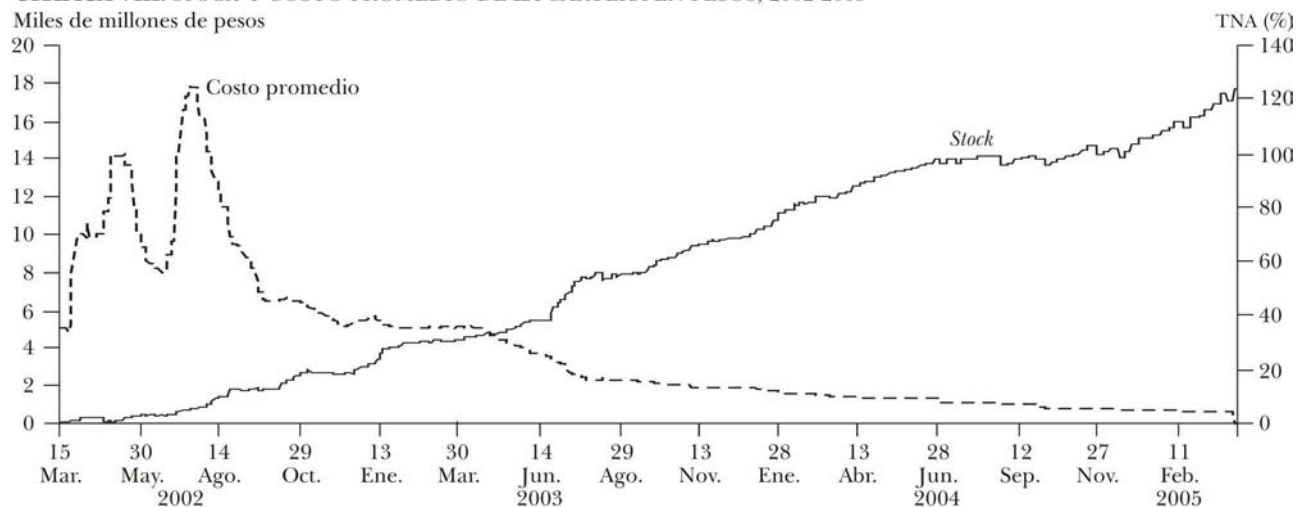
Tanto las operaciones de compraventa de Lebac y Nobac en el mercado secundario, como las operaciones de pases con Lebac, constituyen los instrumentos utilizados por el Banco Central con el fin de lograr los objetivos de política monetaria tendientes a preservar el valor de la moneda, de acuerdo con las funciones atribuidas por su Carta Orgánica. Su utilización en forma conjunta con el accionar en el mercado de cambios, permitieron graduar la liquidez del mercado financiero y mitigar el impacto de situaciones transitorias de iliquidez que afectan la demanda de dinero, en términos estacionales, mensuales y anuales.

## V. Conclusiones

A lo largo del presente trabajo se intentó demostrar el funcionamiento de las Letras y posteriormente de las Notas del Banco Central de la República Argentina durante el período comprendido entre 2002-2004. Se presentó la evolución de las principales variables que se tuvieron en cuenta a lo

<sup>30</sup> Fuente: [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar) / Estadísticas / Monetarias y Financieras/ Tasas de interés por préstamos entre entidades financieras.

**GRÁFICA VIII. STOCK Y COSTO PROMEDIO DE LA CARTERA EN PESOS, 2002-2005**



FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

largo de este período, y los objetivos perseguidos desde el inicio que fueron:

- Regular la liquidez excedente en el mercado monetario.
- Fijar tasas de referencia que faciliten el desarrollo de un mercado de crédito a largo plazo.
- Proveer al mercado de un instrumento que pueda ser negociado en el mercado secundario de acuerdo a sus necesidades de liquidez.

Posteriormente, y para maximizar su utilización, se buscó disminuir el costo medio del *stock* de deuda, alargar su duración y darle mayor liquidez al mercado secundario de estos títulos.

Se ha demostrado que se cumplieron los objetivos perseguidos a través de la emisión de estos instrumentos, utilizándose a las Letras y Notas de acuerdo a las necesidades del Programa Monetario. Se logró fijar tasas de referencia para el mercado en momentos en los cuales no había una guía orientativa, se desarrolló un mercado secundario y se incrementaron los volúmenes operados en él, disminuyendo notablemente el costo medio de la deuda y por último lográndose una duración de la deuda de casi 300 días a fines de 2004.

La Argentina contaba a fines de 2004, desde el punto de vista macroeconómico, con una situación que no tenía desde hace tiempo. Una política fiscal contractiva (superávit primario récord) combinada con una política monetaria expansiva. Y como resultado de la interacción entre estas dos políticas, un tipo de cambio real competitivo y estable. El peso Argentino ha logrado mantener la competitividad que recuperó a la salida de la devaluación. Las Lebac y

posteriormente las Nobac, le permitieron al Banco Central contar con un instrumento de política monetaria sumamente exitoso. Este éxito proviene del hecho que le permitió regular la cantidad de dinero en el mercado, además de enviar información al mismo sobre niveles de tasas en un momento en el cual no existían. Posteriormente, el alargamiento de los plazos de los instrumentos emitidos proveyó al mercado de tasas de referencia a plazos cada vez mayores. Por otro lado, el hecho de contar con instrumentos nominales y ajustables por el CER, a la vez que a distintos plazos de vencimiento, cubría una variada gama de necesidades de los distintos agentes del mercado, lo que permitió, que estas herramientas sean sumamente valiosas desde el punto de vista de la política monetaria.

Para poder ejecutar la política monetaria es necesario tener un mercado de dinero desarrollado, para que de esta manera el Banco Central se concentre en la parte más corta de la curva. Por ello, entre otros objetivos está el establecimiento de una tasa de interés de referencia, es decir una tasa de intervención del Banco Central como manifestación de su política monetaria. Pero antes es necesario trabajar con los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en la normalización del sistema financiero y en la recuperación del crédito.

Se puede afirmar que colocación de Letras y Notas del BCRA vista como herramienta de política monetaria, cumplió acabadamente con su rol. Posteriormente, su utilización como activos subyacentes en operaciones de pasajes, tanto activos como pasivos, permitió continuar profundizando su utilización a través de otras herramientas de política monetaria como son las operaciones de pasajes.

Día a día se van presentando nuevos desafíos en materia de política monetaria para los cuales es

necesario analizar la utilidad de las herramientas de política monetaria existentes y, en caso sea necesario crear nuevos instrumentos o bien usos alternativos a las Letras y Notas. Esto no quita, sino que resalta la utilidad que han tenido las Letras y Notas dentro del período analizado.

## Referencias

- Dapena, José, *Absorción de shocks en economías volátiles: ahorro a través de instrumentos de acciones en mercado de capitales: caso argentino, 1993-2001*, Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 2005.
- McCandless, George, *Argentina: Monetary Policy by Default*, documento presentado en Kiel Workshop on Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America, 2003.
- McCandless, G. T., M. F. Gabrielli y M. J. Rouillet, "Determining the Causes of Bank Runs in Argentina during the crisis of 2001", *Revista de Análisis Económico*, vol. 18, n° 1, 2003, pp. 87-102.
- Ortiz, Guillermo, "Crisis recientes en mercado emergentes: ¿qué es lo que hemos aprendido?", *Boletín del CEMLA*, vol. XLVIII, n° 4, octubre-diciembre de 2002, pp. 155-87.
- Rosenberg, Michael, *Currency Forecasting: A Guide to Fundamental and Technical Models of Exchange Rate Determination*, Irwin Professional Publishing, 1996.
- Comunicaciones e Informes del BCRA*
- Comunicaciones A 3537 y 4143, Banco Central de la República Argentina.
- Comunicaciones B 7155, 7621, 7171, 7433, 7676, 7785, 8064 y 8162, Banco Central de la República Argentina.
- Decreto Poder Ejecutivo Nacional, n° 214, República Argentina.
- Discurso Pronunciado por el Presidente del Banco Central, el 24-03-04, en la Fundación Mediterránea.
- Informes de Inflación, 4º Trimestre de 2003 – 4º Trimestre de 2004, Banco Central de la República Argentina.
- Informes Monetarios Mensuales, marzo de 2002 – diciembre de 2004, Banco Central de la República Argentina.
- Informes Semanales sobre Evolución del Mercado de Cambios y Subasta de Letras y Notas, 2002-2004, Banco Central de la República Argentina.
- Jornadas Monetarias y Bancarias, 2003 – 2004, Banco Central de la República Argentina.

## Datos

- Banco Central de la República Argentina ([www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar))
- Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com))
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires ([www.bolsar.com](http://www.bolsar.com))



# Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre 2005

<i>Actividad</i>	<i>Instituciones copatrocinadoras Lugar y fecha</i>
<i>Cursos</i>	
Estabilidad Financiera e Indicadores Micro y Macroprudenciales	México, D. F., 19 – 23 de septiembre
Análisis del Sistema Bancario con Base en Indicadores	Banco de Guatemala Guatemala, 26 – 30 de septiembre
Sistema de Cuentas Nacionales	Banco Central de Reserva de El Salvador San Salvador, 3 – 14 de octubre
Central Bank Risk	México, D. F., 17 – 20 de octubre
Programa de Estudios Superiores en Economía y Finanzas de Banca Central (IV módulo)	Banco de Guatemala Guatemala, 7 de noviembre – 9 de diciembre
Seguro de Depósitos	México, D. F., 14 – 17 de noviembre
Metodología de la Balanza de Pagos	Banco Central de Chile Santiago, 14 – 25 de noviembre
Indicadores de Corto Plazo: el PIB Trimestral	Banco Central de Reserva de El Salvador San Salvador, 28 de noviembre – 2 de diciembre
<i>Seminarios</i>	
Conviviendo con Movilidad de Flujos de Capitales Internacionales	México, D. F., 5 – 9 de septiembre
Supervisión y Regulación para Cooperativas de Ahorro y Crédito en América Latina y el Caribe: Desafíos para los Supervisores y las CAC	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas) México, D. F., 5 – 6 de octubre

Lanzamiento del Programa de Remesas	Fondo Multilateral de Inversiones (del Banco Interamericano de Desarrollo) México, D. F., 13 – 14 de octubre
El Pilar 2 de Basilea II	Financial Stability Institute (del Banco de Pagos Internacionales) y Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 22 – 24 de noviembre
Cierre y Presentación de Resultados	Development Finance International La Paz, 23 de noviembre Santa Cruz, 24 de noviembre

### *Reuniones*

VII Reunión de Asesores Legales de Banca Central	Banco Central de la República Argentina Buenos Aires, 21 – 23 de septiembre
XLI Reunión de Gobernadores de América Latina, España y Filipinas ante el FMI/BIRF	Washington, D. C., 22 de septiembre
LXXX Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España	Washington, D. C., 23 de septiembre
Junta de Gobierno del CEMLA	Washington, D. C., 23 de septiembre
Asamblea del CEMLA	Washington, D. C., 23 de septiembre
X Reunión de la Red de Investigadores de Banca Central	Banco Central de Reserva del Perú Lima, 5 – 7 de octubre
Reunión del Comité de Tesoreros de Banca Central	México, D. F., 20 – 21 de octubre
X Reunión de Comunicaciones de Banca Central	Banco Central de Chile Santiago, 2 – 4 de noviembre

### Publicaciones:

*Monetaria*, vol. XXVIII, n° 3, julio-septiembre

*Money Affairs*, vol. XVIII, n° 2, julio-diciembre

# Índice 2005



## I. ARTÍCULOS

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Bachelier, Adeline, y Bertrand Couillault, Sostenibilidad de la deuda pública y crisis de los países emergentes: presentación de los conceptos e instrumentos de diagnóstico .....	4	171
Bordo, Michael D., y David C. Wheelock, Política monetaria y precios de activos: una mirada retrospectiva a los momentos de auge en los mercados de valores de Estados Unidos en el pasado .....	1	12
Carney, Mark, El nuevo orden monetario internacional .....	1	3
Caruana, Jaime, Comparecencia del gobernador del Banco de España ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados .....	1	43
Clavijo, Sergio, Requisitos para la estabilidad fiscal: un balance y la agenda .....	2	81
Daniel, Fred, Walter Engert y Dinah Maclean, El Banco de Canadá como prestamista de última instancia .....	2	68
Gregorio, José de, Crecimiento sostenido en América Latina .....	4	163
Kuhn, Britta, La política de comunicación del Banco Central Europeo: una revisión de los primeros cinco años .....	1	35
Martín, Antoine, Evolución reciente de los sistemas de pagos de alto valor: equilibrando la liquidez y el riesgo .....	3	111
Parmigiani, Claudia, y Juan Lucas Dapena, El desempeño de las letras y notas del Banco Central de la República Argentina: período 2002-2004 .....	4	195
Pérez Ramírez, Jorge, La perspectiva económica en las normas de información financiera .....	3	135
Rivero M., Luis E., Un resumen de la crisis bancaria de Venezuela de 1994: principales elementos y actuación del banco central .....	3	123
Sidaoui Dib, José, Deuda pública y vulnerabilidad macroeconómica .....	2	60
Trichet, Jean-Claude, Reflexiones sobre el sistema financiero internacional .....	2	93
UNCTAD, Secretaría de la, El rápido crecimiento de China y la India y el nexo entre inversión y ganancias .....	4	185
Williams, Marion, y Harold Codrington, Reglas básicas para la integración regional: lecciones a partir de la planeación del Mercado y la Economía Únicos de la Caricom .....	2	54

## II. AUTORIDADES DE LOS BANCOS CENTRALES LATINOAMERICANOS Y OTRAS INSTITUCIONES MIEMBROS DEL CEMLA

	<i>Núm.</i>	<i>Pág.</i>
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA .....	1	49
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA .....	2	101
Autoridades de los bancos centrales latinoamericanos y otras instituciones miembros del CEMLA .....	3	157

## III. ACTIVIDADES DEL CEMLA

Actividades del CEMLA durante diciembre de 2004-febrero de 2005 .....	1	50
Actividades del CEMLA durante marzo-mayo de 2005 .....	2	107
Actividades del CEMLA durante junio-agosto de 2005 .....	3	159
Actividades del CEMLA durante septiembre-noviembre de 2005 ....	4	207

## IV. PREMIO DE BANCA CENTRAL “RODRIGO GÓMEZ”

Premio de Banca Central “Rodrigo Gómez”: convocatoria para 2006 .....	1	51
---	---	----



El *Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos* es una asociación regional de bancos centrales de América Latina y el Caribe. Además participan, como miembros colaboradores, bancos centrales extrarregionales, organismos supervisores y entidades financieras regionales. El principal cometido de la Institución es, desde 1952, la cooperación entre sus miembros para promover un mejor conocimiento de temas monetarios y financieros en la región. Entre sus modalidades de acción el Centro realiza actividades de capacitación, divulgación y estudios, así como programas plurianuales de asistencia técnica en áreas de infraestructura del sector financiero. Asimismo, el CEMLA actúa como secretaría técnica en las reuniones de gobernadores y técnicos de banca central de nuestra región.

El CEMLA ofrece regularmente desde 1955 publicaciones periódicas que, al cabo del año, pasan revista y analizan los principales temas financieros y monetarios que ocupan la atención de los bancos centrales de América Latina y el Caribe. En el *Boletín* se presentan temas actuales de interés general que reúnen a una amplia audiencia para mantenerla a la vanguardia en los principales debates en materia de teoría y política económica, monetaria y financiera. *Monetaria* y *Money Affairs* (publicadas en español e inglés, respectivamente) difunden estudios elaborados por investigadores de bancos centrales, instituciones financieras internacionales, universidades y otras entidades académicas. En los artículos publicados predomina un enfoque teórico o cuantitativo sobre temas especializados en los campos financiero y monetario.

## BOLETÍN

*Suscripción anual: 70.00 dólares (América Latina y el Caribe: 45.00 dólares; estudiantes y maestros: 35.00 dólares). Ejemplar suelto: 18.00 dólares (América Latina y el Caribe: 12.00 dólares; estudiantes y maestros: 9.00 dólares).*

*Suscripciones y pedidos:*

*Genoveva de María y Campos*

*CEMLA*

*Durango n° 54, México, D. F., 06700, México*

*Teléfono: (5255) 55-33-03-00, ext.: 260*

*Telefax: (5255) 55-25-44-32*

*E-mail: publicaciones@cemla.org*

## MIEMBROS DEL CEMLA

### ASOCIADOS

Banco Central de la República Argentina	Banco de Guatemala
Centrale Bank van Aruba	Bank of Guyana
Central Bank of the Bahamas	Banque de la République d'Haïti
Central Bank of Barbados	Banco Central de Honduras
Central Bank of Belize	Bank of Jamaica
Banco Central de Bolivia	Banco de México
Banco Central do Brasil	Bank van de Nederlandse Antillen
Eastern Caribbean Central Bank	Banco Central de Nicaragua
Cayman Islands Monetary Authority	Banco Central del Paraguay
Banco Central de Chile	Banco Central de Reserva del Perú
Banco de la República (Colombia)	Banco Central de la República Dominicana
Banco Central de Costa Rica	Centrale Bank van Suriname
Banco Central de Cuba	Central Bank of Trinidad and Tobago
Banco Central del Ecuador	Banco Central del Uruguay
Banco Central de Reserva de El Salvador	Banco Central de Venezuela

### COLABORADORES

#### *Bancos centrales*

Deutsche Bundesbank (Alemania)	Banca d'Italia
Bank of Canada	De Nederlandsche Bank (Países Bajos)
Banco de España	Bangko Sentral ng Pilipinas
Federal Reserve System (Estados Unidos)	Banco de Portugal
Banque de France	European Central Bank

#### *Otras instituciones*

Superintendencia de Bancos y Seguros (Ecuador)	Superintendencia de Bancos (República Dominicana)
Superintendencia del Sistema Financiero (El Salvador)	Banco Centroamericano de Integración Económica
Superintendencia de Bancos (Guatemala)	Banco Latinoamericano de Exportaciones, S. A.
Comisión Nacional de Bancos y Seguros (Honduras)	Deutscher Genossenschafts- und Raiffeisenverband e.V. (Confederación Alemana de Cooperativas)
Superintendencia de Bancos (Panamá)	Fondo Latinoamericano de Reservas