

# América Latina en los noventa: UNA EVALUACIÓN DEL REGRESO DEL CAPITAL INTERNACIONAL Y EL DESEMPEÑO MACROECONÓMICO

Carlos Eduardo León

## Introducción

**A**l igual que otras regiones en vías de desarrollo, América Latina entró a la década de los noventa con un renovado ímpetu. Confiada en que el regreso del capital internacional funcionaría como factor suficiente para que fuera posible emular el formidable ejemplo de crecimiento y desarrollo del Sudeste Asiático, Latinoamérica buscó insertarse rápidamente a la economía internacional, para lo que realizó ingentes esfuerzos en cuanto a estabilización y reforma estructural se refiere.

La estabilización y reforma estructural cumplieron su cometido principal: lograr que las economías se insertaran a los mercados financieros internacionales, lo cual se produjo en la forma de fuertes flujos de capital, en una proporción no vista hacía varias décadas. A primera vista era una inmejorable oportunidad para recuperar el tiempo perdido durante los ochenta.

Pese a que una década puede no ser tiempo suficiente para analizar el impacto en el desarrollo económico de las políticas de estabilización y reforma estructural adoptadas desde finales de los ochenta, sí es un plazo prudente para evaluar el desempeño macroeconómico de los países que las llevaron a cabo.

Es tiempo entonces de evaluar el impacto del regreso del capital internacional hacia América Latina. Con esto se podrá hacer un breve diagnóstico de la inserción de la región en la globalización, así como una evaluación de la estrategia de crecimiento y desarrollo escogida; ese es el objetivo último de este trabajo.

### ***1. Países en vías de desarrollo y mercados emergentes en los noventa: el retorno de los flujos de capital***

*En el periodo 1973-1982 los flujos netos de capital hacia los mercados emergentes ascendieron a 165 billones de dólares, 1% del PIB de los mercados emergentes en ese periodo; entre 1990-1996 ascendieron a 1.04 trillones, 3% del PIB. MATHIESON, RICHARDS y SHARMA (1998)*

La década de los 90 marcó la vuelta de los flujos de capital a América Latina y los países en desarrollo en general. Luego de la crisis de la deuda de los ochenta y una serie de programas de estabilización y reformas estructurales, el capital internacional retornó en un renovado marco de liberalización y disciplina macroeconómica.

La liberalización financiera y de capitales, según la teoría económica tradicional, ayudaría a los países carentes de ahorro doméstico a contar con recursos suficientes para impulsar su crecimiento, al tiempo que permitiría que las tasas de interés domésticas convergieran a niveles internacionales –más bajos–.

### A. La crisis de la deuda: Estampida de capitales - hacia fuera

*La denominada década perdida de los años ochenta en Latinoamérica tuvo en el problema de la deuda externa su elemento detonante, y constituye el periodo durante el cual se definieron elementos básicos que promoverían el acelerado proceso de apertura e internacionalización de las economías durante los años noventa.*

LUIS JORGE GARAY (1999)

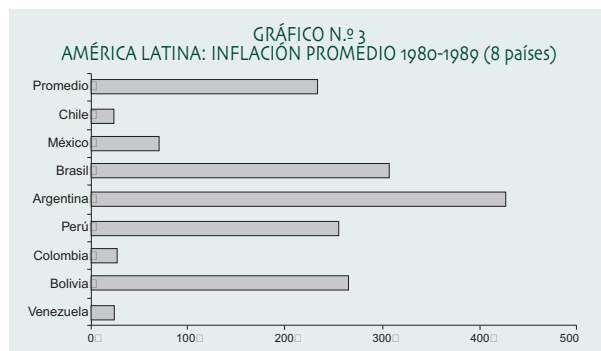
La década de los ochenta pasó a la historia como la “década perdida” para los países en desarrollo, especialmente para América Latina. Los acontecimientos que llevaron a la crisis de la deuda se enmarcan en los excesos fiscales y monetarios, caracterizados por la recurrencia y profundidad de la inflación y el déficit fiscal, dentro de la insostenibilidad del endeudamiento externo.

El déficit fiscal latinoamericano durante la década de los ochenta alcanzó límites insostenibles. Para 1986 el déficit fiscal sobrepasó el 8% del PIB de la región, y el promedio durante la década superó el 6% del PIB.

Tabla N.º 3  
AMÉRICA LATINA: BALANCE FISCAL CONSOLIDADO  
GOBIERNO CENTRAL (% PIB)

Año	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Promedio 80
Deficit	-2,1	-3,1	-5,5	-6,0	-5,2	-6,3	-8,3	-8,2	-11,0	-10,6	-6,62

Así mismo, durante la década de los ochenta la inflación promedio latinoamericana se situó por encima del 200%, siendo la más baja la de Chile, que tuvo una inflación promedio de 21,7%.

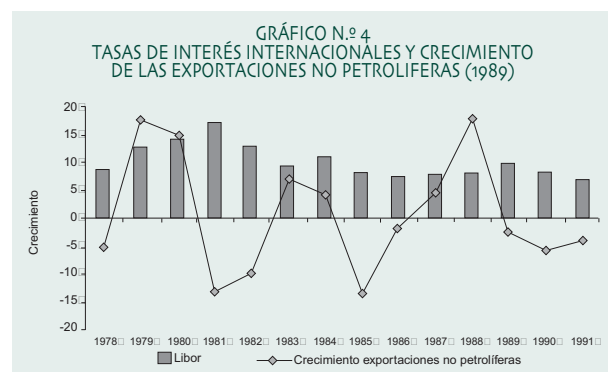


Pero el origen de la indisciplina monetaria y fiscal no se encuentra en la década de los ochenta. La década de los setenta estuvo marcada por una serie de acontecimientos que determinaron la posterior insostenibilidad de la política económica.

En octubre de 1973, en protesta frente al apoyo de Estados Unidos a Israel en medio del conflicto arabe-israelí, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), de mayoría árabe, impuso un embargo a las exportaciones de crudo. Ante la incertidumbre en el mercado del petróleo, las órdenes de compra de las principales compañías refinadoras y comercializadoras empujaron el precio al alza. Esto se tradujo en un fuerte choque de costos a las economías desarrolladas, importadoras netas de petróleo, que vieron aumentar la inflación y caer la producción.

Para los miembros de la OPEP significó una fuerte acumulación de dólares, que rápidamente entregaron a los bancos comerciales internacionales, lo que produjo una liquidez multiplicada, la cual financió la adquisición de petróleo, más un amplísimo saldo que se prestó indiscriminadamente en países medianos subdesarrollados y del área socialista. Los países se endeudaron más allá de sus capacidades y creyeron, al igual que los bancos comerciales, que el reciclaje de la deuda no se detendría (PARRA-PEÑA, 1989).

México fue la primera de una serie de declaraciones de moratoria sobre los compromisos externos adquiridos en los setenta, cuando la liquidez permitió el sobre-endeudamiento de las economías en desarrollo. Las razones detrás de la moratoria son varias, de entre las cuales se destaca la conjunción del aumento de las tasas de interés internacionales por parte de los países desarrollados en su lucha contra la inflación de costos derivada del aumento en el precio del petróleo, y la recesión de los mercados industrializados, que presionó a la baja los términos de intercambio de los países en desarrollo.



De manera más general, aumentó el servicio de una deuda de grandes proporciones, al tiempo que el ingreso de las divisas necesarias para servir la deuda se contrajo; este comportamiento fue irresistible hacia 1982, cuando la transferencia neta de recursos hacia América Latina se hizo negativa (Tabla n.º 4). En ese mismo año México declaró la moratoria, y de paso demostró la insostenibilidad de la dinámica de reciclaje de la deuda.

TABLA N.º 4  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESO NETO DE CAPITALES Y TRANSFERENCIAS DE RECURSOS

	Ingresos netos de capitales			Pagos netos de utilidades e intereses (2)	Transferencias netas de recursos (1-2)
	Autónomos (a.)	No Autónomos (b.)	Total		
1980	29,2	1,7	30,9	18,9	12,0
1981	38,4	1,8	40,2	29,1	11,1
1982	3,3	17,2	20,5	38,9	-18,4
1983	-22,1	30,1	8,0	34,5	-26,5
1984	-10,6	23,9	13,3	37,5	-24,2
1985	-16,0	20,3	4,3	35,5	-31,2
1986	-12,1	21,8	9,7	32,7	-23,0
1987	-13,7	26,5	12,8	30,9	-18,1
1988	-19,4	22,8	3,4	34,6	-31,2
1989	-19,7	29,3	9,6	39,1	-29,5

La salida de la crisis se dio a través del ajuste macroeconómico aconsejado por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual incluía la disciplina fiscal y monetaria. En un principio se requería de un programa de estabilización que contrajera la demanda y aumentara la producción exportable para incrementar el ingreso de divisas, consiguiendo en el corto plazo la liquidez necesaria para servir adecuadamente la deuda.

Pero con el tiempo la situación no mejoró. Pasada la primera mitad de los ochenta no se consiguió la liquidez necesaria para servir la deuda, ni la recuperación de las economías. El problema dejó de verse como un asunto de liquidez (estabilización), para convertirse en un problema de solvencia, el cual requería de un programa de corte estructural, que fue acompañado por iniciativas de reducción de la deuda, plasmadas finalmente en el Plan Brady<sup>1</sup>.

### B. Mercados libres y monedas fuertes: estampida de capitales - hacia dentro

*La reducción de la deuda venía acompañada de mercados libres y moneda sólida; mercados libres y moneda sólida implican prosperidad; y, por tanto, flujos de capital en el país que sigue el camino correcto.*

PAUL KRUGMAN<sup>2</sup> (1993)

Luego de la crisis de la deuda, y la década de pérdida de Latinoamérica, existió cierto grado de *consenso* sobre el camino a seguir para alcanzar la prosperidad. Pese a que

con los años, y con el transcurrir de las crisis, el *consenso* emanado de las principales instituciones multilaterales con sede en Washington D.C. se fue transformando en *confusión* (NAIM, 2000), existió durante la mayor parte de la década de los noventa un *saber convencional*, enmarcado en un paquete neo-ortodoxo, cuyo eje central era una política anti-inflacionaria y de equilibrio fiscal, utilizando el tipo de cambio como ancla de estabilización.

El éxito temprano alcanzado por el paquete neo-ortodoxo en México, Chile y Bolivia permitió su posterior aplicación en Colombia, Perú, Brasil y Argentina, con lo cual se logró una especie de homogenización de la política macroeconómica en América Latina (BLANCO, 1999). La secuencia por país en la aplicación de las reformas estructurales así lo muestra.

TABLA N.º 5  
AMÉRICA LATINA  
SECUENCIA DE LA APLICACIÓN DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES

Países	Liberalización comercial	Reforma fiscal	Reforma laboral	Reforma capital interno	Reforma de capital
Argentina	1989	1991	1993	1991	1990
Brasil	1990	1994	n.d.	n.d.	1991
Chile*	1984	1986	1986	1986	1986
Colombia	1990	1995	n.d.	19901	1991
México	1985	1988	1992	1990	1986

\*Chile introdujo las reformas vigentes después de sufrir un desplome financiero en 1981-1983.  
Fuente: Bulmer-Thomas (1997)

Este *saber convencional*, plasmado en una ola de reforma estructural que en buena parte respondió al descalabro del keynesianismo y al desgaste de la *sustitución de importaciones* a finales de los setenta y principio de los ochenta, señalaba a los mercados libres y monedas fuertes como solución a los problemas que llevaron a la crisis de la deuda y, por tanto, llave a la prosperidad del mundo desarrollado (LEÓN, 2001).

Siguiendo a PAUL KRUGMAN (1993), la Virtud Victoriana de monedas fuertes y mercados libres puede ser tildada como un *saber convencional*, por cuanto –como él mismo define– se trata del proceso circular entre personalidades importantes que sigue al surgimiento del dogma de turno, el cual no obedece a evidencia realmente sólida. No existía evidencia empírica alguna que sustentara la

1. El Plan Brady fue propuesto por el gobierno de los Estados Unidos con el propósito de lograr una reducción voluntaria de la deuda de la banca comercial como medio para aliviar la carga del servicio de la deuda y para reducir las necesidades de financiamiento de los deudores en problemas. Tras esta iniciativa existía el interés de preservar sus principios jurisdiccionales, financieros, así como una razón estratégica y geopolítica (GARAY, 1999).

2. PAUL KRUGMAN es Profesor del MIT y Stanford.

adopción de este dogma; es más, la última vez que se acudió a éste, fue en los años veinte, justo antes de la Gran Depresión.

### C. Mercados libres: liberalización dual

*Los mercados financieros libres tienen beneficios llamativos. Incentivan la movilización del ahorro y la localización eficiente de la inversión, mientras que permiten normalizar el consumo y diversificar portafolios.*  
BARRY EICHENGREEN (1999)

La primera parte de la ecuación de mercados libres y monedas fuertes busca que el mercado se haga cargo de la asignación de recursos en la economía, en contra del intervencionismo económico del keynesianismo y el gran papel del Estado. El objetivo general, la eficiencia microeconómica de la asignación a través del mercado, sería complementado por el retorno de la confianza de los inversionistas en el nuevo modelo económico.

Junto a la liberalización comercial iniciada a finales de los ochenta, y en la búsqueda de atraer el capital fugado, se hizo necesaria la apertura de los sistemas financieros y de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, lo que constituye una *liberalización dual* (MONTES, 1998) de las economías. El objetivo era financiar, a través del capital atraído por la garantía estatal de desregulación financiera y libre convertibilidad de la moneda, un nuevo modelo de desarrollo, que dejaba a las libres fuerzas del mercado y su eficiencia distributiva la asignación de los recursos provenientes del ahorro externo.

La razón detrás de la liberalización dual era crear entre los inversionistas la confianza suficiente como para que trajeran de vuelta los capitales fugados en los ochenta, al tiempo que atraía capital adicional para seguir el formidable ejemplo de crecimiento del Sudeste Asiático.

La liberalización financiera permitiría a los inversionistas, nacionales y extranjeros, colocar sus recursos en cualquier sector, con mínimas limitaciones. Además, se permitiría la entrada de la banca internacional a los mercados financieros nacionales, al tiempo que se liberalizaría la tasa de interés y se quitaría toda clase de restricciones a la captación y colocación de fondos.

La liberalización o apertura de la cuenta de capitales se constituye en una garantía explícita para los inversionistas, quienes tienen la capacidad de invertir en las economías con la seguridad de poder retirar sus posiciones en cualquier momento, sin ningún requerimiento de plazo,

destino o resultado. Esto daría aun más confianza a los inversionistas internacionales para volver a los países en desarrollo y mercados emergentes.

El resultado de estas dos garantías fue un gran apetito por parte de los inversionistas internacionales. La liberalización financiera y en especial la apertura de la cuenta de capitales subsidiaron la entrada de capitales (MONTES, 1998).

### D. Monedas fuertes: compromiso con la estabilización

*Al inducir una mayor disciplina en la política económica e inyectar una mayor confianza en la moneda, anclar la tasa de cambio puede disminuir la inflación...*  
GHOSH, OSTRY, GULDE y WOLF (1998)

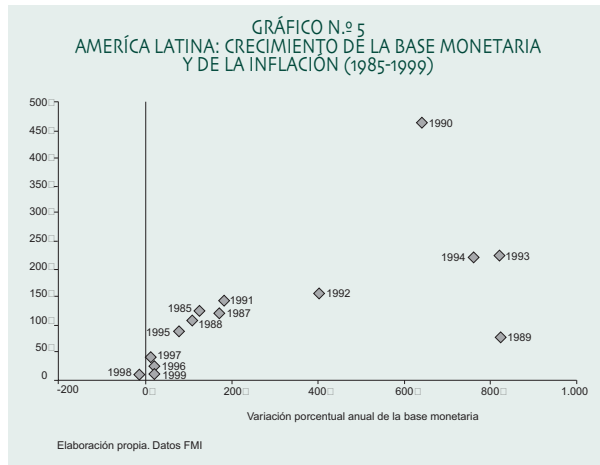
La segunda parte de la ecuación de mercados libres y monedas fuertes busca crear un elemento adicional de credibilidad en las economías adoptantes del *saber convencional*. El objetivo principal es cortar con el historial inflacionario, fruto de la indisciplina monetaria, y fiscal, característica de Latinoamérica en la década de los ochenta. Vinculando o, en algunos casos, anclando los tipos de cambio al dólar o a otras monedas de reserva, se buscaba importar credibilidad y adoptar disciplina en el manejo macroeconómico.

A este respecto, para el caso de América Latina existe una fuerte relación entre la emisión de dinero y el aumento de la inflación (Gráfico n.º 5). El crecimiento de la base monetaria determina en gran medida el comportamiento de los precios en la economía latinoamericana; a partir de mediados de los noventa, cuando se homogenizó por completo la política anti-inflacionaria<sup>3</sup>, basada en la utilización de los tipos de cambio como mecanismo de estabilización, todos los países de la región lograron niveles de inflación inferiores o iguales a dos dígitos.

Reviviendo la discusión teórica sobre la conveniencia de las tasas fijas sobre las flexibles<sup>4</sup>, el *Consenso de Washington*, liderado por el FMI, promovió la adopción de sistemas de cambios que, a través de la estabilidad cambiaria, atrajeran inversión, promovieran el comercio e impulsaran la producción.

Entonces, en América Latina y en Asia se hicieron comunes los compromisos cambiarios, que, en mayor o menor grado, garantizaban una tasa de cambio conocida con anterioridad. Se abandonó la flotación de la tasa de

cambio para adoptar tipos de cambio fijos, cajas de conversión y sistemas de bandas, con los cuales se brindaba a los inversionistas una tasa de cambio conocida y competitiva para redimir su inversión.

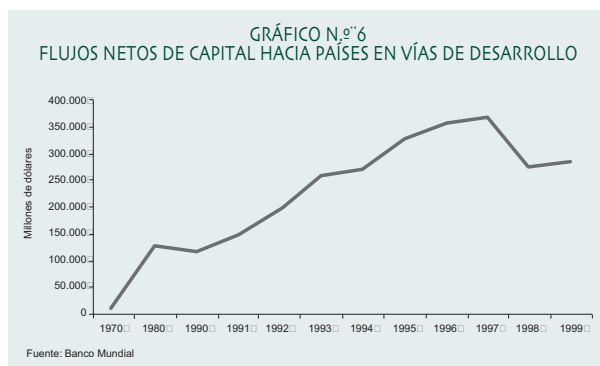


Las bandas aparecieron en Chile y Colombia; los tipos de cambio fijo o de anclaje nominal de la tasa de cambio en México y la mayoría de los países del Sudeste Asiático; la caja de conversión en Argentina y Hong Kong<sup>5</sup>.

### E. El regreso del capital

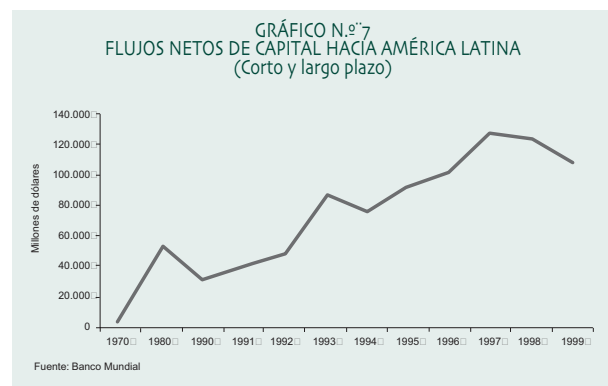
*Durante la primera mitad de los noventa, eventos económicos y políticos en los países en desarrollo desafiaron todas las expectativas. Naciones que la mayoría creyeron nunca volverían a tener acceso a los mercados financieros internacionales, de un momento a otro, se hicieron las favoritas de los inversionistas privados, quienes las colmaron con flujos de capital en una escala nunca vista desde la Primera Guerra Mundial.*  
PAUL KRUGMAN (1995)

Luego de la adopción de las reformas estructurales basadas en mercados libres y monedas fuertes, los flujos de capital no se hicieron esperar, y desde principios de los noventa el capital fluyó rápidamente a los mercados emergentes.



Los noventa serán reconocidos por el regreso del capital internacional a los mercados emergentes. El seguir las medidas del Consenso de Washington logró convencer a las grandes economías para que aprovecharan la rentabilidad de economías en desarrollo, aprovechando de paso la alta liquidez de sus grandes y bien regulados sistemas financieros, así como un renovada confianza por el ocaso del comunismo.

América Latina no fue ajena a este renovado ímpetu de los mercados internacionales de capital y atrajo un gran volumen de ahorro externo. El balance de los primeros años de la década de los noventa mostró un claro cambio en el ambiente macroeconómico latinoamericano, caracterizado por bajas tasas de inflación, disminución del déficit público, un crecimiento monetario moderado y mayores niveles de inversión (BLANCO, 1999), por lo que se reanudó el flujo de capitales hacia la región.



Para los países en desarrollo ésta parecía una gran oportunidad. Las dificultades de América Latina y otros países emergentes en los ochenta parecían quedarse atrás, pudiendo ahora, con tan solo aplicar las políticas del *saber convencional*, contar con el ahorro externo necesario para emprender los proyectos de inversión productiva que tanto retardaban el desarrollo económico.

3. El último país en adoptar con éxito la lucha contra la inflación fue Brasil, que sólo hasta 1995 logró romper con la hiperinflación. Si se excluye a Brasil del cálculo de inflación regional, el éxito de América Latina en la lucha contra la inestabilidad de los precios se alcanza hacia 1992.

4. Para ampliar esta discusión, que incluye ahora la posibilidad de la dolarización, ver SACHS y LARRAIN (2000), HAUSMANN (2000) y GHOSH, OSTRY, GULDE y WOLF (1998).

5. Hong Kong adoptó la Caja de Conversión desde 1985, a una tasa de 7.8 dólares de Hong Kong por dólar de Estados Unidos.

## II. El regreso de los flujos de capital: decepción e inestabilidad en América Latina

A pesar de haber levantado las barreras al comercio y a la inversión desde la década de los ochenta, muchos países de América Latina y África están en proceso de estancamiento o están creciendo menos rápidamente que en el apogeo de la sustitución de importaciones durante la década de los sesenta y setenta.

DANI RODRIK<sup>6</sup> (2001)

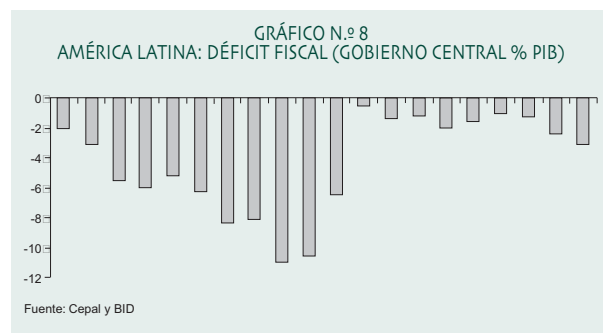
La oportunidad era única. Los países en desarrollo contaban con un marco de estabilidad macroeconómica tal que la credibilidad de los inversionistas internacionales había vuelto en la forma del más fuerte flujo de capitales de las últimas siete décadas.

Muestra de la nueva estabilidad macroeconómica está dada por el control de la inflación y la disminución del déficit fiscal. La inflación latinoamericana durante los ochenta ascendió a 231,8%. Este promedio descendió a 119,1% durante los noventa; si se excluye a Brasil, que logró tardíamente llevar la inflación a dos dígitos, el promedio latinoamericano cae a 21,3%.

TABLA N.º 6  
AMÉRICA LATINA: INFLACIÓN (1980-1996)

	1980-1989	1990-1999
Venezuela	23,5	47,4
Bolivia	264,0	8,6
Colombia	26,3	20,2
Perú	254,4	32,1
Argentina	425,5	12,6
Brasil	306,6	565,5
México	68,9	19,1
Chile	21,7	8,9
Promedio	231,8	119,1

Al igual que la inflación, el déficit fiscal se llevó a niveles moderados. Se pasó de un déficit fiscal promedio para la década de los ochenta de 6,2% a 2,3% del PIB de la región. Por esta razón, se puede aseverar que la estabilización se llevó a cabo con éxito.



A simple vista existía lo suficiente para iniciar el despegue económico. Se contaba con la estabilidad macroeconómica brindada por el *saber convencional* de monedas fuertes y mercados libres; se contaba con el aval del FMI y el Consenso de Washington; había renacido, más fuerte que nunca, la confianza de los inversionistas extranjeros; y el capital fluía ávidamente a las economías en desarrollo.

Iniciando el siglo XXI, la década de los noventa no mostró los resultados esperados. El despegue definitivo de las economías, de la mano del capital extranjero, a través de la inversión y el progreso técnico, fue el gran ausente. Lo que sí se presenció, a nivel mundial, fue una década marcada por la inestabilidad macroeconómica internacional, con un crecimiento y desarrollo hasta cierto punto decepcionante.

### A. El regreso del capital a América Latina: realidad y decepción

*El reinado de los mercados libres y monedas fuertes fue una burbuja especulativa.*  
PAUL KRUGMAN (1995)

Pese al volumen de capital que ingresó a las economías en desarrollo durante los noventa, especialmente en el primer lustro, el resultado de los mercados libres y monedas fuertes, en términos de crecimiento y desarrollo no deja de ser decepcionante.

Para el caso de América Latina este hecho es bastante evidente. Los principales indicadores macroeconómicos muestran que, pese a contar con flujos de capital (entradas netas) por encima del promedio de periodos anteriores (Tabla n.º 7), el crecimiento, formación bruta de capital, y nivel ahorro son poco alentadores.

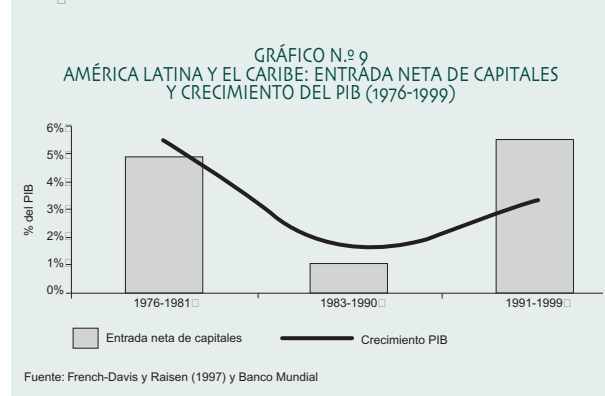
RUDIGER DORNBUSH, quien calificó a México como un claro ejemplo de *estabilización, reforma y cero crecimiento*, tal vez sin querer, estaba haciendo el balance de América Latina y otros países en desarrollo al final de los noventa. Economías que siguieron el camino correcto y, por ende, recibieron gran cantidad de capital, no fueron recompensadas en el largo plazo como, de acuerdo con el *saber convencional*, merecían.

De acuerdo con la teoría económica, más exactamente con la teoría del crecimiento endógeno, la mayor disponibilidad de capital lograría romper con el desequilibrio ahorro-inversión existente en América Latina, que, como muchas otras regiones en desarrollo, carece de ahorro

para financiar la inversión y el progreso técnico. En América Latina, en clara contradicción con la teoría económica y pese a recibir considerables flujos netos de capital con respecto a periodos pasados, el crecimiento del PIB fue poco correspondiente (Gráfico n.º 9).

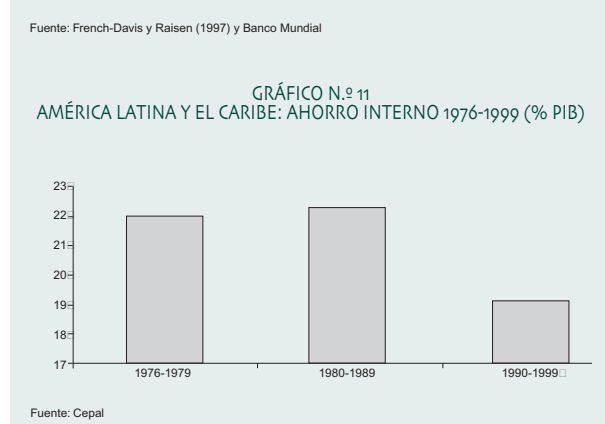
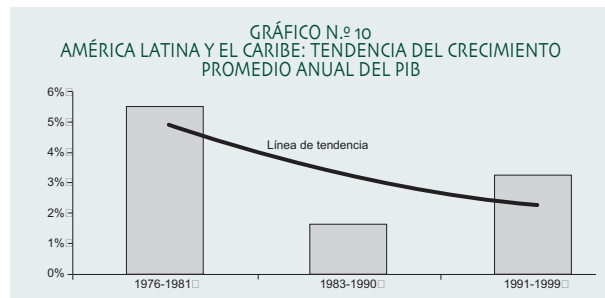
**TABLA N.º 7**  
**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESOS NETOS DE CAPITALES Y TRANSFERENCIAS NETAS DE RECURSOS**

	Ingresos netos de capitales			Pagos netos de utilidades e intereses (2)	Transferencias netas de recursos (1-2)
	Autónomos (a./)	No Autónomos (b./)	Total		
1980	29,2	1,7	30,9	18,9	12,0
1981	38,4	1,8	40,2	29,1	11,1
1982	3,3	17,2	20,5	38,9	-18,4
1983	-22,1	30,1	8,0	34,5	-26,5
1984	-10,6	23,9	13,3	37,5	-24,2
1985	-16,0	20,3	4,3	35,5	-31,2
1986	-12,1	21,8	9,7	32,7	-23,0
1987	-13,7	26,5	12,8	30,9	-18,1
1988	-19,4	22,8	3,4	34,6	-31,2
1989	-19,7	29,3	9,6	39,1	-29,5
1990	-7,3	24,3	17,0	34,4	-17,4
1991	23,0	12,8	35,8	31,6	4,2
1992	49,1	7,8	56,9	30,4	26,5
1993	61,3	4,9	66,2	34,7	31,5
1994	42,3	4,4	46,7	36,6	10,1
1995	30,2	30,0	60,2	40,9	19,4
1996	66,8	-1,4	65,4	42,8	22,7
1997	84,6	-4,0	80,6	48,2	32,3



Es más, si se observa con detenimiento, en la segunda mitad de los setenta y en los ochenta el crecimiento del PIB siempre estuvo por encima de la participación del ahorro externo en la economía; en los noventa el crecimiento promedio se ubicó siempre por debajo de dicha participación; parece evidente una subutilización del capital extranjero. Además, es clara y adversa la tendencia del crecimiento de la región (Gráfico n.º 10).

Otro objetivo de la inversión extranjera, el complemento del ahorro interno, también parece ajeno a América Latina en los noventa. Dado que el nivel de ahorro es menor conforme el ahorro externo se incrementa, es evidente que no existe una relación de complementariedad entre el ahorro interno y externo (Gráfico n.º 11).



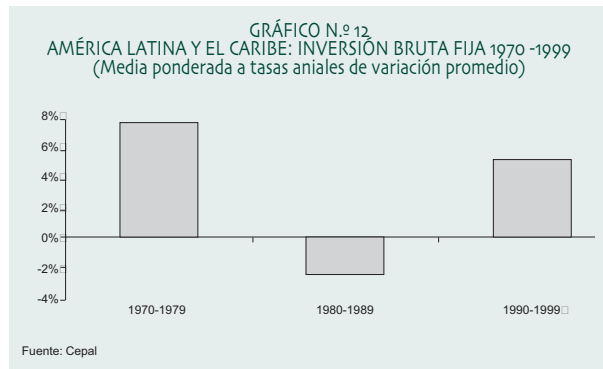
Los flujos de capital hacia América Latina resultan en el financiamiento de grandes déficit en la cuenta corriente, sin tener que sacrificar reservas internacionales, haciendo posible invertir por encima del ahorro nacional. De esta manera, los flujos de capital se asocian a elevados déficit en cuenta corriente y escaso ahorro (URIBE, 2001). Es sumamente preocupante que el capital externo, en vez de complementar, ejerza un efecto desplazamiento, que presiona a la baja el ahorro interno de las economías latinoamericanas.

En los periodos de afluencia de capital de los noventa la tasa de ahorro de la región es inferior a la presentada en periodos anteriores; incluso en la década de los ochenta, pese al desorden macroeconómico, el ahorro fue mayor.

Estudios más profundos sobre la relación ahorro externo-ahorro nacional corroboran la existencia de este efecto desplazamiento. De acuerdo con el estudio realizado por MASSON, BAYOUMI y SAMIEI (1995) y SEBASTIAN EDWARDS (1995), en América Latina el aumento del ahorro externo en un punto porcentual del PIB es compensado por una caída del ahorro interno en 0,5; lo que indica que se comportan como sustitutos, y no como complementos.

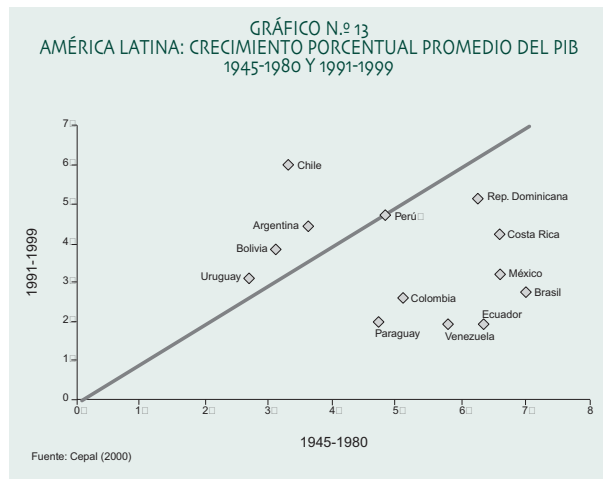
6. DANI RODRIK es profesor de Economía Política Internacional en John F. Kennedy School of Government de Harvard University.

Por otra parte, la formación bruta de capital no respondió a lo que supondría el superávit de capitales de América Latina en la primera mitad de los noventa; al igual que con el crecimiento y el nivel de ahorro, el resultado en cuanto a formación bruta de capital fijo en periodos anteriores es comparativamente mejor (Gráfico n.º 12).



En resumen, pese a la vuelta del capital internacional a América Latina, la inversión se recuperó sólo en forma parcial y la tasa de ahorro cayó cerca de dos puntos porcentuales del PIB, lo que produjo un crecimiento sustancialmente inferior al registrado con anterioridad a la crisis de la deuda de los ochenta y en una considerable dependencia de la inversión y del crecimiento económico de los vaivenes de los flujos externos de capital (CEPAL, 2000).

Es altamente preocupante que, luego de una década de reformas y del pronunciado flujo de capitales a América Latina, el crecimiento sea todavía muy inferior a las décadas anteriores; el resultado es, como lo demuestra el Gráfico n.º 13, simplemente inferior, destacándose solamente el caso de Chile, la economía más estable y dinámica de la región.



A ese respecto, Chile presenta indicadores que muestran un equilibrio ahorro-inversión muy diferente al latinoamericano, más bien parecido al del Sudeste Asiático, y que explica en buena medida el porqué de su notable evolución (Tabla n.º 8).

TABLA N.º 8  
AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO EN EL MUNDO Y CHILE

Región/País	Promedio anual			Desviación estándar		
	GNS/GDP	GDI/GDP	Var. GDP p/c	GNS/GDP	GDI/GDP	Var. GDP p/c
Mundo entero	15,4	21,4	1,8	6,3	5,0	4,6
Países OECD	23,2	23,8	2,8	3,1	3,2	2,9
P. vías de desarrollo	13,3	20,8	1,5	7,1	5,5	5,0
Chile						
1965-1992	13,7	17,6	1,8	6,3	4,9	6,2
1961-1974	12,5	14,8	1,1	3,8	2,9	3,9
1975-1987	10,0	16,7	1,1	4,3	3,9	7,7

Es evidente que el crecimiento chileno se asocia a un equilibrio ahorro-inversión alto; ya sea en comparación con su propia historia económica, o en comparación con otras regiones del mundo, Chile, con relaciones Ahorro/Producto (GNS/GDP) e Inversión/Producto (GNI/GDP) por encima del promedio, logró un crecimiento per cápita (Var.GDP p/c) por encima del promedio, y una menor volatilidad (desviación estándar) del mismo.

### B. Mercados libres y monedas fuertes: un modelo de inserción en la globalización

*El mercado libre, la agenda del laissez-faire es un objetivo perseguido por aquellos que se benefician de tal entorno de desregulación. Esa no es la única opción. Y para la mayoría de la población del mundo, es la menos apropiada.*

JONATHAN MICHIE y JOHN GRIEVE SMITH (1999)

¿Dónde están los resultados de la estabilización macroeconómica, la reforma estructural y los flujos de capital? Dada la profundidad y costo de las reformas llevadas a cabo desde finales de los ochenta, América Latina y otros países en desarrollo muestran resultados desalentadores.

El *saber convencional* de mercados libres y monedas fuertes, luego de una década llena de altibajos y pobres resultados en cuanto a crecimiento, ahorro e inversión se refiere, empieza a ser objeto de cuantiosas observaciones. Al interior de los noventa siempre se encontró una salida para que el modelo macroeconómico se salvara de ser revisado.

Cuando se dio el primer campanazo de alerta con la crisis de México en 1994, la razón del descalabro, para los defensores del consenso de Washington, no era otra que la pobre institucionalidad latinoamericana; siguieron los problemas y siguieron creándose prerrequisitos para el



buen funcionamiento del modelo. Finalmente, era evidente y paradójico que para que el modelo funcionara era necesario ser un país desarrollado (NAIM, 2000).

Con la evidencia de una década de implementación de monedas fuertes y mercados libres, es posible aseverar que parte del problema residió en la inserción en la economía mundial que nos era permitida bajo dicho modelo económico.

### C. Mercados libres: reforma estructural y eficiencia distributiva

*Una sólida estrategia general de desarrollo que produce elevado crecimiento económico es mucho más efectiva para lograr la integración a la economía mundial que una estrategia meramente integracionista que depende de la apertura para lograr su cometido.*

DANI RODRIK (2001)

El principal objetivo de la liberalización es lograr la eficiencia distributiva. Ya sea en materia comercial, financiera o de capitales, la apertura se adopta como mecanismo para lograr que los mercados, impulsados por la mano invisible de Adam Smith, lleven a cabo la asignación de recursos más eficiente posible, la cual sería aquella que tiene una rentabilidad social más alta.

América Latina actuó en este sentido, y privilegió el papel del mercado libre en la esfera comercial, financiera y de capitales. El resultado, lejos de la eficiencia distributiva, fue una asignación en la cual el rendimiento social de la inversión es inferior al rendimiento privado.

La apertura comercial, que se justificó con el desgaste del modelo de sustitución de importaciones y la creciente globalización, buscaba insertar a la región en el mercado internacional de bienes y servicios.

La modernización del aparato productivo, a través de la inversión, la reconversión tecnológica y el progreso técnico, lograrían posteriormente ampliar la plataforma productiva y exportadora de América Latina, con lo que, finalmente, se daría el paso fundamental hacia la industrialización; el modelo a seguir era una visión un tanto acomodada de la industrialización del Sudeste Asiático, que mostraba la liberalización de los noventa, pero olvidaba la dirección estatal, las tasas de cambio competitivas y los subsidios de décadas anteriores.

Pero, para que la apertura comercial y la modernización se produjeran, era necesario contar con el financiamiento

adecuado de dicho proceso. Dado que el ahorro interno era insuficiente, se debía privilegiar el ahorro externo. Entonces, se produjo la liberalización financiera y de la cuenta de capitales. El objetivo básico de este proceso era el de brindar un equilibrio ahorro-inversión adecuado para que, con la posibilidad de importar capital físico y humano, se lograra finalmente la industrialización, crecimiento y desarrollo de la región.

Infortunadamente algo salió mal. El capital sí ingresó a las economías latinoamericanas, sí se produjo el déficit comercial esperado, pero la reconversión tecnológica, industrialización y ampliación de la producción y la base exportable, que en últimas serviría la deuda no se hizo presente.

Las causas de este pobre resultado residen, en primer lugar, en la baja eficiencia distributiva de los mercados, especialmente de capitales, para asignar el ahorro externo hacia la inversión productiva. En segundo lugar, en el tipo de política macroeconómica utilizada en la región en los noventa para atraer y manejar los flujos de capital, correspondiente al saber convencional de mercados libres y monedas fuertes.

Respecto de la primera causa, la baja eficiencia distributiva de los mercados, la apertura de capitales no asignó los recursos provenientes del ahorro externo a inversión productiva, lo cual hubiera financiado la modernización y generado una dinámica de endeudamiento sostenible. Lamentablemente, el capital se dirigió a los sectores equivocados (consumo y finca raíz), rompiendo la teoría del ciclo de la deuda<sup>7</sup>.

Siguiendo la teoría del crecimiento endógeno y los estudios mencionados anteriormente, que señalan la interacción entre acumulación de capital y progreso técnico (SCHMIDT-HEBBEL, SERVÉN y SOLIMANO, 1996) y el impacto de la IED en el crecimiento económico (BORENSZTEIN, DE GREGORIO y LEE, 1995), es necesario señalar que de los flujos de capitales a la región, sólo una cuarta parte corresponde a inversión verdaderamente productiva; se explicaría así el bajo impacto en términos de crecimiento.

7. De acuerdo con la hipótesis del ciclo de la deuda, el ahorro externo eleva la inversión y el crecimiento, lo que estimula el ahorro y elimina paulatinamente la deuda externa. Esto se lograría gracias a que la inversión financiaría la producción de bienes y servicios que han de crear un superávit comercial ulterior, suficiente para servir la deuda y aumentar el nivel de ahorro interno.

Para el caso de América Latina, la mayoría de los flujos externos no estaban vinculados directamente con el proceso de inversión interna, y financiaban más bien el aumento del consumo privado, desplazando así el ahorro interno (FRENCH-DAVIS y REISEN, 1997).

Dado que los flujos de capital se destinaron al consumo y a la inversión de corto plazo, y no a la inversión productiva, la liberalización comercial sirvió para generar un fuerte y recurrente déficit comercial, que rompió con la teoría del ciclo de la deuda.

La interrupción del ciclo de la deuda se demuestra al analizar la estructura de financiamiento de las importaciones. Durante los noventa, la financiación del creciente déficit comercial requiere cada vez más del financiamiento externo (Tabla n.º 9), por lo que la deuda tiende a crecer, no a pagarse con el fruto del superávit comercial generado por la industrialización y el crecimiento de la región.

TABLA N.º 9  
AMÉRICA LATINA: ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO  
DE LAS IMPORTACIONES  
(Porcentaje de las importaciones de Bienes y Servicios)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Exportación de bienes y servicios	107,3	96,0	92,3	86,3	90,1	89,3	91,0	86,6	81,3	92,1
Renta de empleados	0,3	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1
Renta neta del capital	-21,8	-18,6	-16,3	-14,2	-13,3	-12,1	-11,2	-9,9	-9,8	13,1
Transferencias corrientes netas	9,3	10,2	10,3	9,2	9,6	9,5	9,4	8,7	9,6	10,1
Requerimiento financiero externo	5,0	12,1	13,5	18,8	13,3	13,3	10,7	13,6	17,7	9,5

Siguiendo el análisis realizado por MICHEL AGLIETTA (1998) sobre el balance microeconómico de la liberalización de los mercados, es claro que éste es más bien débil. En América Latina, al igual que en otros mercados desarrollados y en vías de desarrollo, existe una singular simultaneidad entre el frenazo de los gastos en inversión productiva y la gran especulación sobre los activos bursátiles e inmobiliarios y el auge del consumo, lo cual compromete seriamente la eficiencia distributiva de los mercados libres, y lo que es peor, compromete el crecimiento de la región en el largo plazo.

Luego de una década de mercados libres, los estudios disponibles revelan que no hay una relación sistemática entre el nivel promedio de barreras arancelarias y no arancelarias de un país y su consiguiente tasa de crecimiento económico; la evidencia de los beneficios de la liberalización de los flujos de capital es aún más débil (RODRIG, 2001).

## D. Monedas fuertes: estabilización y estabilidad

*Los países más vulnerables hoy, como en el pasado, son aquellos con poca flexibilidad de la tasa de cambio.*  
IMF Research Department Staff (1997)

Para América Latina, la adopción de monedas fuertes a principio de los noventa, ya sea a través de la adopción de un tipo de cambio fijo, o algún grado de compromiso cambiario, obedeció a la urgencia de una política de estabilización.

América Latina en los años 80 fue un claro ejemplo de indisciplina monetaria. La posibilidad de la emisión inorgánica para financiar el déficit fiscal determinó el comportamiento de las monedas de la región, las cuales se caracterizaron por la pérdida de poder adquisitivo a nivel doméstico a través de la inflación, y externo a través de la devaluación.

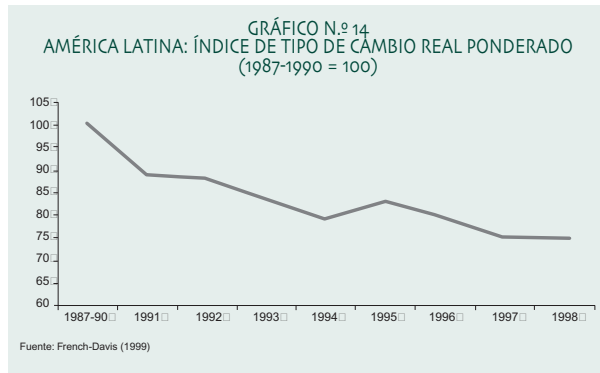
La independencia de la banca central, común denominador en la región, buscaba cortar con la indisciplina monetaria y la inflación, a la vez que se lograba recuperar la credibilidad y confianza de los inversionistas internacionales.

Además, y es un objetivo común para el Sudeste Asiático, que a diferencia de América Latina no sufrió de inflación exagerada en los ochenta, las monedas fuertes obedecían a la necesidad de asegurar el financiamiento externo del modelo económico.

A través del compromiso de un tipo de cambio estable, y en muchos casos fijo, se ofrece una garantía a los inversionistas extranjeros y a aquellos agentes con deudas nominadas en moneda extranjera, quienes no deben asumir riesgo cambiario alguno. De esta manera, al eximir a los inversionistas y deudores del riesgo cambiario, el flujo de capitales de inversión y deuda buscó aprovechar el alto diferencial de tasas de interés existente entre los mercados financieros desarrollados y en vías de desarrollo, asegurando la financiación de la balanza de pagos.

El objetivo de la estabilidad propuesto en los programas de ajuste se logró. Economías que como Argentina iniciaron la década en hiperinflación, a mediados de la década obtuvieron indicadores de un solo dígito. Lamentablemente el ajuste llegó demasiado lejos. Olvidando la importancia de contar con una tasa de cambio competitiva para impulsar las exportaciones, y a su vez, la importancia

de éstas en el crecimiento económico, la adopción de monedas fuertes implicó la sobrevaluación de las monedas de América Latina (Gráfico n.º 14).



El fenómeno de apreciación de la tasa de cambio real de la región obedece al rezago existente entre el descenso de la inflación y la estabilización de la tasa de cambio. Al ser fijada o controlada la tasa de cambio, la devaluación nominal no corrigió el diferencial de tasas de inflación existente con los principales socios comerciales, por lo cual se produjo la sobrevaluación real de las monedas latinoamericanas<sup>8</sup>; dado que la inflación sólo se controló hacia 1994, el tipo de cambio real cayó en más de un 20% en el periodo 1990-1994.

Según el Secretario Ejecutivo de la CEPAL JOSÉ ANTONIO OCAMPO (2000), la fuerte apreciación real de la tasa de cambio, acompañada por la liberalización comercial, causaron el deterioro estructural del crecimiento económico y de la balanza comercial experimentado por América Latina en los años 90.



Es paradójico y preocupante que el proceso de modernización productiva iniciado en los noventa, diez años después, muestre un desequilibrio crónico. América Latina y Colombia presentan a lo largo de la década déficit comercial (Gráfico n.º 15), el cual sólo se revierte en tiempos de crisis y fuerte caída del consumo de la región.

(LEÓN, 2001). Así mismo, los periodos de corrección del déficit en América Latina coinciden con el efecto tequila durante 1995 y la crisis de Brasil y Colombia en 1998-1999, periodos durante los cuales la sobrevaluación de la tasa de cambio real tendió a corregirse (Tabla n.º 10).

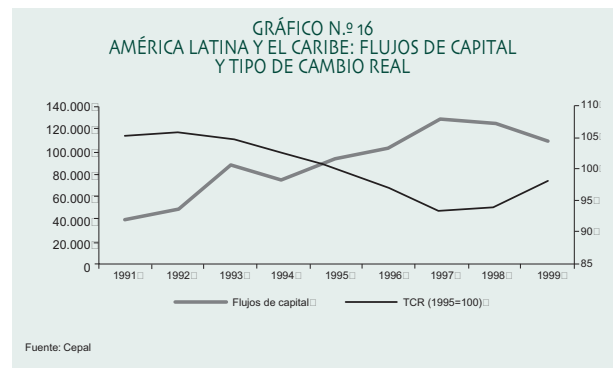
TABLA N.º 10  
AMÉRICA LATINA: INDICES DE TIPO DE CAMBIO REAL (1985 = 100)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Venezuela	130,6	124,4	121,3	126,4	100	119,2	92,6	76,3	68,3
Colombia	134,9	120	114,5	99,9	100	92,7	86,8	92,6	104,9
Argentina	116,3	103	94,4	93,8	100	101,9	98,9	96,8	89,4
Brasil	108,5	117,3	112,6	113,6	100	94,2	93,2	97,6	147,1
México	74,8	69,1	65,8	67,6	100	89	77,2	77,3	70,8
Chile	111,8	108,1	110,1	106,3	100	96,4	90	92,4	97,2

Pero el problema con las monedas fuertes no se limita a la esfera comercial. La apreciación real de las monedas de la región abrió una ventana a la inestabilidad macroeconómica y la especulación cambiaria.

Economías que sostenían una fuerte sobrevaluación real de la tasa de cambio empezaron a sufrir de problemas de competitividad, crecimiento y nivel de empleo; estas economías pronto se vieron forzadas, ante la presión cambiaria generada por la adversidad de los términos de intercambio y/o la inestabilidad de los mercados internacionales de capital, a abandonar precipitadamente los regímenes de moneda fuerte.

Para el caso de América Latina, es claro que la afluencia de capitales tuvo un efecto adverso sobre la evolución –apreciación– de los tipos de cambios reales (Gráfico n.º 16), contribuyó al auge o boom del crédito interno, y condujo a la acumulación de pasivos externos, muchos de los cuales tenían vencimientos de corto plazo; de este modo, hizo a la economía más vulnerable a los shocks externos adversos (FRENCH-DAVIS y REISEN, 1997).

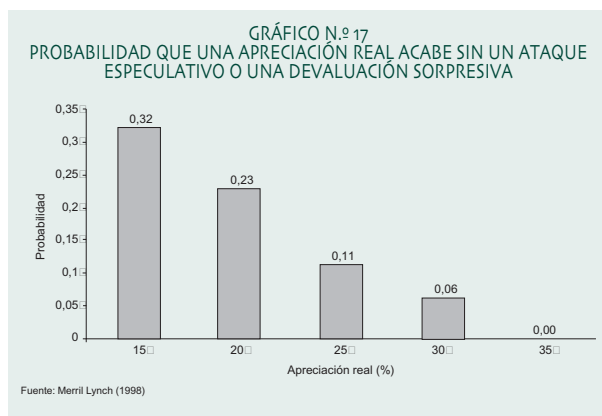


Enmarcados en una crisis de *segunda generación* (OBTSFELD, 1994; KRUGMAN, 1998), varias economías latinoamericanas fueron objeto de ataques especulativos

y fuertes ajustes cambiarios. Caracterizadas por la disyuntiva entre flexibilidad macroeconómica de corto plazo y credibilidad de largo plazo, dado un objetivo de tasa de cambio que presenta costos en materia de empleo y crecimiento, pero a la vez es fuente de confianza del modelo, las crisis de *segunda generación* fueron un común denominador en la región.

En determinado momento, cuando los fundamentos y/o percepción de los inversionistas hacia la región cambiaron negativamente<sup>9</sup>, la defensa del compromiso cambiario se hizo más costosa, ya que exigió mayores tasas de interés, en claro detrimento de la producción y el empleo. Esto hizo pensar en la posibilidad del abandono último de la tasa de cambio, generando fuertes salidas de capital y precipitando en muchos casos el ajuste cambiario.

Las economías latinoamericanas que presentaban un fuerte nivel de apreciación real de la tasa de cambio, como consecuencia de la adopción de monedas fuertes, fueron objeto de este tipo de crisis. De acuerdo con un estudio realizado por MERRIL LYNCH (1998), este tipo de crisis en América Latina era previsible: un nivel de apreciación real de 15% tiene un 32% de probabilidad de acabar sin un ataque especulativo o una devaluación sorpresiva, mientras que una apreciación real de 25%, similar a la presentada por América Latina para 1998, tiene apenas un 11% de probabilidad.



Felizmente, al abandonar el compromiso cambiario, y producirse el ajuste en el tipo de cambio nominal y real, el crecimiento y el empleo mostraron señales de recuperación; es el caso del Reino Unido en 1992, México en 1994, Brasil y Colombia en 1999.

No obstante en este tipo de crisis la devaluación tiene un efecto expansivo, las pérdidas anteriores a la resolución de la crisis son considerables. La defensa de los tipos de

cambio significó meses de fuerte contracción monetaria, que llevaron a mayores tasas de desempleo y menor crecimiento económico.

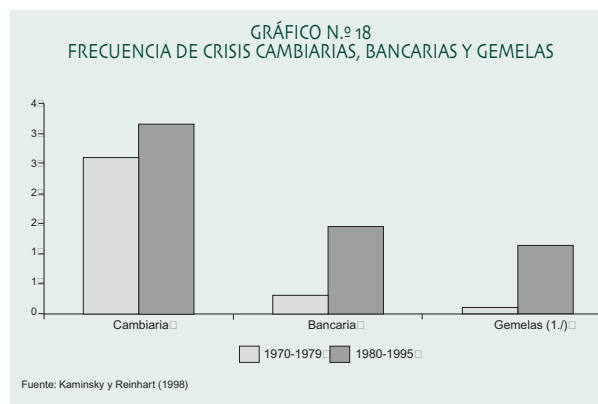
### E. Mercados libres y monedas fuertes: crisis bancarias y cambiarias

*Los problemas en el sector financiero típicamente preceden a una crisis cambiaria - la crisis cambiaria profundiza la crisis bancaria, activando un círculo vicioso; usualmente, la liberalización financiera precede la crisis bancaria.*

KAMINSKY y REINHART (1998)

La evidencia empírica muestra también otros efectos, no menos importantes, sobre la estabilidad y crecimiento económico de la región. Luego de poco más de una década de apertura financiera y de capitales, se ha encontrado que dicha liberalización ha acentuado el vínculo existente entre la ocurrencia de crisis bancarias y crisis cambiarias.

Un estudio realizado por KAMINSKY y REINHART (1998) demuestra que no existía mayor vínculo entre las crisis de balanza de pagos y bancarias durante los sesenta y setenta, cuando los mercados financieros eran altamente regulados; en los ochenta, posterior a la liberalización de los mercados financieros, las crisis bancarias y de balanza de pagos se hicieron fuertemente interdependientes (gemelas<sup>10</sup>), generando un círculo vicioso de grandes proporciones.



Según este estudio, en la década de los setenta el promedio anual de crisis cambiarias a nivel internacional ascendía a 2,6, mientras que el promedio de crisis bancarias y gemelas ascendía a 0,3 y 0,1 respectivamente. La llegada de la liberalización financiera y de capitales a nivel internacional, iniciada a principios de los ochenta, aumentó la recurrencia de estas crisis: en el periodo 1980-

1995 las crisis cambiarias ascendieron a 3,13 por año, lo cual implica un crecimiento del 20,38%; las crisis bancarias pasaron a 1,44 promedio anual, un incremento de 380%; y las crisis gemelas a 1,13 promedio anual, un aumento de más del 1000%. Es evidente entonces la fuerte relación existente entre la liberalización financiera y de capitales y la recurrencia de crisis cambiarias, bancarias y aquellas interrelacionadas (gemelas).

En el mismo estudio se resalta una dinámica bien conocida por varios países latinoamericanos durante la década de los noventa. Esta dinámica, característica de los programas de estabilización basados en monedas fuertes y la liberalización financiera y de capitales, muestra como, al reducirse la inflación sólo de manera gradual, hay una fuerte apreciación real de la tasa de cambio, la cual es acompañada por una fuerte expansión de la actividad económica, el crédito interno y las importaciones, financiadas por el flujo de capitales hacia la economía.

Al incrementarse el consumo y el déficit en cuenta corriente, los mercados financieros empiezan a dudar sobre la sostenibilidad en el mediano y largo plazo del programa de estabilización, por lo que, ante cualquier *shock* interno o externo, se produce un ataque en contra de la moneda nacional; dado que el auge económico fue financiado por entidades financieras nacionales, las cuales se apalancaron en el exterior, cuando los flujos hacia el país se revierten y los precios de los activos caen, el sistema bancario sucumbe.

Finalmente, los problemas del sistema financiero socavan la estabilidad de la moneda y hacen costosa la defensa de la tasa de cambio a través del aumento de las tasas de interés y la venta de reservas internacionales, por lo que se produce el ajuste de la tasa de cambio; la devaluación agrava los problemas del sector financiero.

Vale la pena resaltar que las crisis del sector bancario, cuya recurrencia se incrementó en los noventa (Gráfico n.º 18), tienen altos costos para las economías: la caída en el producto asciende a un 4,5% promedio anual durante la crisis (Tabla n.º 11) mientras que el costo fiscal asociado a la resolución de las mismas supera generalmente el 10% del PIB (CEPAL, 2000).

Se puede afirmar entonces que la inserción de los países en vías de desarrollo en los mercados internacionales, en particular de América Latina, a través de la liberalización desordenada de las economías y la permanencia de programas de estabilización basados en las tasas de

cambio, ha tenido efectos altamente nocivos, los cuales no se limitan a un crecimiento volátil y bajo, sino que involucran la recurrencia y profundidad de las crisis, bancarias y cambiarias.

TABLA N.º 11  
CRISIS BANCARIA: IMPACTO SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO  
PAÍSES SELECCIONADOS

País	Periodo	Duración (años)	Crecimiento promedio del PIB durante la crisis (%)	Crecimiento promedio del PIB antes de la crisis (%) (t.)	Caída en el crecimiento del PIB (%)
Brasil	1990	1	0,87	3,11	2,24
México	1995	1	-6,17	2,55	8,73
Rusia	1995	1	-4,14	-3,04	1,10
Suecia	1991	1	-1,66	2,07	3,73
Hong Kong	1982-1983	2	4,45	9,69	5,24
México	1981-1982	2	3,99	6,62	2,63
Venezuela	1994-1995	2	0,66	3,22	2,56
Argentina	1980-1982	3	-2,45	2,66	5,11
Chile	1981-1983	3	-3,10	2,74	5,84
Finlandia	1991-1993	3	-3,93	3,13	7,05
Reino Unido	1974-1975	3	0,12	3,34	3,22
Uruguay	1981-1984	4	-3,51	2,94	6,55
Hungría	1991-1995	5	-2,22	1,78	4,00
Colombia	1982-1987	6	2,95	5,16	2,20
Filipinas	1981-1987	7	-1,25	6,15	7,41
España	1977-1985	8	1,09	5,42	4,33
Promedio			-0,90	3,60	4,50

### III. Flujos de capital hacia América Latina en los noventa: ¿inversión productiva o capital especulativo?

*Los fondos sin función productiva pueden divagar alrededor del mundo desorganizando todos los negocios formales.*

JOHN MAYNARD KEYNES (1941)

El ahorro externo entró a las economías en desarrollo y a América Latina en una forma no vista en las últimas décadas, no obstante lo cual la contabilidad nacional y regional del ahorro, inversión, crecimiento o desarrollo fue simplemente decepcionante.

¿Qué ha cambiado de manera tan radical que el ahorro externo ha perdido la facultad para lograr el equilibrio ahorro-inversión adecuado para generar progreso técnico y genuino crecimiento?

8. "En Argentina, por ejemplo, el peso se ató al dólar en 1991. Sin embargo, en el curso de los siguientes dos años los precios de los consumidores crecieron un 40% contra el 6% que crecieron en Estados Unidos. Un proceso similar, aunque menos pronunciado, ocurrió en México. En ambos casos el efecto fue que los productos del país se hicieron más costosos en los mercados del mundo, lo que llevó a que los economistas se preguntaran si sus monedas no estaban sobrevaluadas" (KRUGMAN, 1999).

9. Por ejemplo, durante el efecto Tequila (1994-1995), la crisis de Rusia (1998), la crisis del real brasileño (1999).

10. Se denominan crisis gemelas aquellos episodios en los cuales una crisis bancaria es seguida por una crisis cambiaria en los 48 meses siguientes a la ocurrencia de la primera (KAMINSKY y REINHART, 1998).

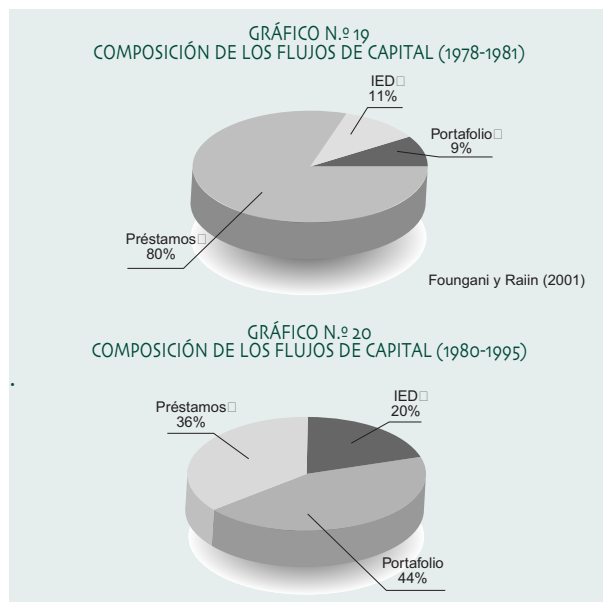
Al parecer, al cabo de un par de décadas las características de los flujos de capital internacional evolucionaron de manera tal que se perdieron sus facultades naturales para complementar el ahorro doméstico y financiar la inversión de las economías en desarrollo; si esto es cierto, sería mejor hablar de una involución, una modificación regresiva asociada a la pérdida de sus funciones y virtudes.

### A. El regreso del capital: inversión y deuda de corto plazo

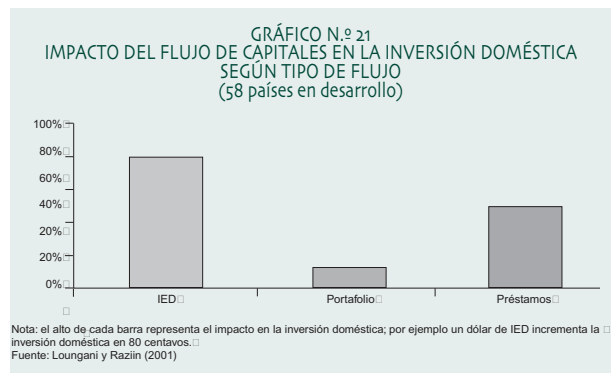
*El volumen de deuda de corto plazo creció más rápidamente en Asia del Este, seguida por América Latina. Los diez mayores receptores de préstamos de corto plazo entre 1990-1996 incluían a Brasil, Corea, México, Rusia y Tailandia.*  
 DADUSH, DASGUPTA y RATHA (2001)

Ciertamente, en el transcurso de un par de décadas llenas de transformaciones políticas, sociales y económicas, adelantos científicos y tecnológicos, la naturaleza de los mercados financieros internacionales y de los flujos de capital ha cambiado.

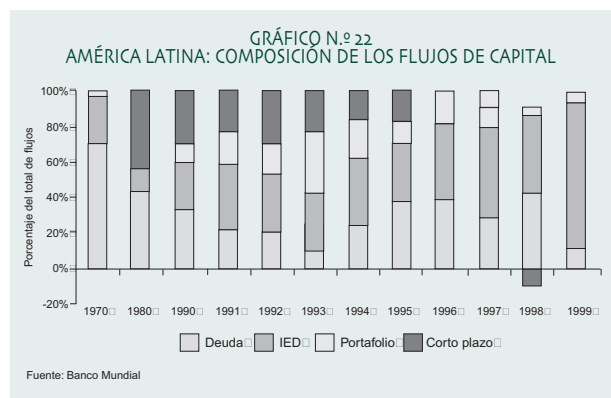
La composición de los flujos de capital a finales de los setenta mostraba una alta participación de los préstamos (deuda) bancarios, con un 80% del total de los flujos de capital a nivel mundial; por su parte, la Inversión Extranjera Directa (IED) y el capital de portafolio participaban con el 11 y 9% respectivamente. En el primer lustro de los noventa esta participación cambió radicalmente: la IED duplicó su participación, mientras que el capital de portafolio se cuadruplicó (Gráficos n.ºs 19 y 20).



Teniendo en cuenta el impacto de estos tres tipos de flujos de capital en la inversión en países en desarrollo (Gráfico n.º 21), y dada la preponderancia de los flujos de portafolio y de deuda a nivel internacional, es evidente que la composición del capital durante el primer lustro de los noventa poco tiene que ofrecer en términos de inversión doméstica y crecimiento.

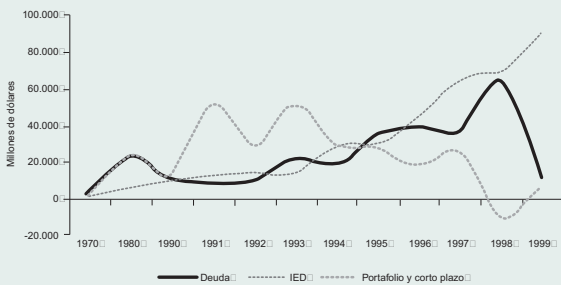


Para América Latina la composición de los flujos de capital se muestra similar. A principios de los noventa el capital de portafolio y de corto plazo tenían una participación importante, alcanzando en 1993 poco más del 55%, mientras que la IED era inferior al 20% (Gráfico n.º 22). Este patrón solo se revertiría luego de 1994-1995, cuando el efecto tequila generó corridas hacia mercados más seguros. Para finales de los noventa, luego de la crisis brasilera, el capital de corto plazo y la inversión de portafolio se contrajo fuertemente (Gráfico n.º 23).



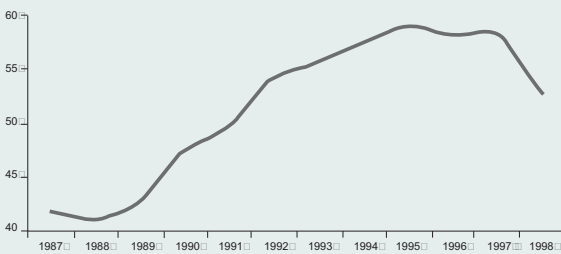
Respecto de los préstamos (deuda) que se hacen en el mercado internacional, desde mediados de la década de los ochenta es evidente la creciente participación de la deuda de corto plazo: para 1987 es cercana al 42%, diez años después se acerca al 56%, retrocediendo sólo después de la crisis internacional de 1998.

GRÁFICO N.º 23  
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DESCOMPOSICIÓN DE FLUJOS DE CAPITAL



Fuente: Banco Mundial

GRÁFICO N.º 24  
PARTICIPACIÓN DE PRÉSTAMOS A CORTO PLAZO  
(% TOTAL DE PRÉSTAMOS)



Fuente: Bank for International Settlements

Detrás de la dinámica y la recomposición de los flujos de capital está el proceso de integración financiera internacional, el cual responde principalmente a los adelantos en tecnología y comunicaciones, así como a la rápida desregulación financiera y de capitales llevada a cabo desde mediados de los ochenta.

Haciendo uso de los circuitos electrónicos de conexión, que permiten la transferencia de enormes masas de capital en un segundo, sin ningún control, y aprovechando la desregulación y liberalización de los mercados financieros y de capitales, se ha producido en los últimos veinte años, especialmente en los noventa, una extraordinaria inversión de dinero de los países industrializados en los ahora conocidos como mercados emergentes; la inversión de los países industrializados en estos mercados emergentes, entre 1970 y 1997 se multiplicó por 197 (CASTELLS, 1999).

Esa nueva naturaleza de los mercados financieros y de capitales permiten que haya una fuerte tendencia de los flujos de capital hacia las transacciones de corto plazo y la especulación, ya que la falta de regulación, la acelerada liberalización y el desarrollo tecnológico del sector financiero privilegian la inversión y endeudamiento de corto plazo.

## B. Flujos de capital de corto plazo y crisis financiera en los noventa

La deuda de corto plazo a cargo de los países en desarrollo pasó de 176 a 454 miles de millones de dólares entre 1990 y 1997. Esta rápida acumulación de deuda de corto plazo fue un factor crucial en las crisis financieras que golpearon a México en 1994-95, el Sudeste Asiático en 1997-98, y Rusia y Brasil en 1998-99.

DADUSH, DASGUPTA y RATHA (2001)

La transformación de la naturaleza de los flujos de capital, especialmente hacia los mercados emergentes, ha producido profundos cambios al interior del sistema económico internacional.

El primero y más evidente de estos cambios es la recurrencia de las crisis financieras durante los noventa. Como se afirmó anteriormente, la evidencia empírica muestra que con la liberalización financiera y de capitales se generó un círculo vicioso de crisis bancaria y cambiaria (Gráfico n.º 18).

Detrás del debilitamiento del sistema financiero y la vulnerabilidad de los mercados cambiarios de las economías receptoras de flujos de capital, está la primacía del capital de corto plazo.

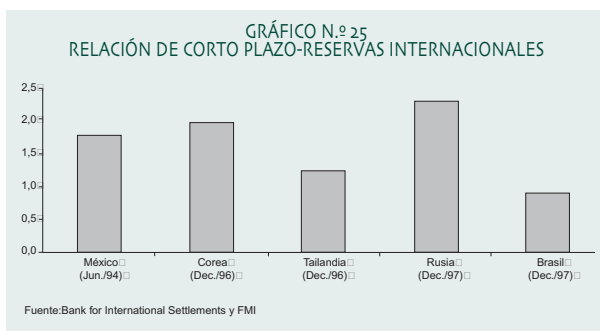
Las ventajas y oportunidades que a primera vista brindan el renovado acceso a los mercados internacionales de capital, han sido ensombrecidas por la vulnerabilidad de las economías a los grandes movimientos de capital de corto plazo, que responden instantáneamente a los cambios en la percepción de los inversionistas.

Los flujos de capital de corto plazo hacia los países en desarrollo han demostrado tener un comportamiento fuertemente procíclico. Basados en datos observados en 33 países en desarrollo en el periodo 1986-1998, DADUSH, DASGUPTA y RATHA (2001) encontraron que la elasticidad de la deuda de corto plazo con respecto a *shocks* positivos sobre el PIB es aproximadamente 0,9; mientras tanto, la elasticidad aumenta a 1,8 cuando se trata de un *shock* negativo sobre el PIB. Eso indica que la velocidad de salida del capital de corto plazo durante un *shock* adverso es dos veces mayor a la de entrada.

Esta diferencia en la velocidad de entrada y salida ha sido común denominador en las crisis bancarias y cambiarias ocurridas en los países en desarrollo. Según el Bank for International Settlements, en 1997 los países en desarrollo recibieron 43.5 miles de millones de dólares; un año

después, en 1998 los mismos países sufrieron salidas de capital por 85 miles de millones de dólares.

Buena parte de los países y regiones que sufrieron fuertes salidas de capital, ataques especulativos y crisis bancarias y cambiarias, presentaron indicadores que muestran la preponderancia y vulnerabilidad de las economías respecto del capital de corto plazo; uno de estos indicadores, la relación (ratio) deuda corto plazo-reservas internacionales, muestra que economías que entraron en crisis habían acumulado tal cantidad de obligaciones de corto plazo, que las reservas internacionales eran insuficientes para respaldarlas.



Otro indicador que tiene un alto poder explicativo en la ocurrencia de crisis financieras durante los noventa (MERRIL LYNCH, 1998), es la relación existente entre los agregados monetarios de corto plazo (M2) y el saldo de reservas internacionales. En economías que experimentaron fuertes salidas de capitales, este indicador excedía la unidad (Gráfico n.º 26).



La evidencia empírica muestra que el capital de corto plazo desempeñó un papel trascendental en las crisis financieras ocurridas a lo largo de la década de los noventa. Los países de América Latina que mostraron una acumulación de obligaciones de corto plazo por encima de índices sostenibles y prudentes fueron objeto de crisis financieras, ya sea por el deterioro de los fundamentos

económicos, inestabilidad política, contagio, o una combinación de las anteriores.

### C. Flujos de capital e inversión productiva

*Las políticas económicas de los países latinoamericanos se han desarrollado en un marco en que la formación de capital es comparativamente baja.*  
FRENCH-DAVIS (1999)

El segundo factor de cambio al interior del sistema económico internacional, es la evidente pérdida de productividad de los flujos de capital. En los años noventa se ha perdido el vínculo entre el ahorro externo y la inversión interna, haciendo que esta relación sea más bien indirecta (TURNER, 1996).

Si con los noventa se esperaba poder sentar las bases para el crecimiento y desarrollo de largo plazo de América Latina, al cabo de una década la evidencia empírica parece señalar que el regreso del capital no tuvo el impacto esperado; por el contrario, los resultados han sido simplemente decepcionantes.

El bajo impacto de la afluencia de capitales hacia la región, en términos de inversión productiva, es un hecho contundente. Como se analizó oportunamente, pese a haber recibido una gran cantidad de ahorro externo (entradas netas de capitales), el impacto en la inversión (formación bruta de capital), ahorro y crecimiento económico es decepcionante.

A este respecto, la representatividad del capital de corto plazo en las entradas netas de capitales durante los noventa parece explicar en alto grado este comportamiento.

Durante el primer quinquenio de los noventa la inversión creció mucho menos que la afluencia de capitales: la mayor parte de los flujos correspondieron a financiamiento de bonos de corto plazo, operaciones en el mercado accionario secundario y adquisición de empresas privatizadas. Solo un 25% de los flujos netos consistió en IED y títulos de American Depositary Receipts primarios del mercado estadounidense (CEPAL, 1995).

Teniendo en cuenta lo anterior, y volviendo sobre el estudio realizado por BORENSZTEIN, DE GREGORIO y LEE (1995), en el cual se encuentra que por cada punto porcentual de incremento en la relación IED/PIB la tasa de crecimiento de la economía receptora aumenta en 0,8



puntos porcentuales, es comprensible el porqué se ha perdido la conexión entre flujos de capital e inversión productiva.

Las consecuencias de la baja inversión productiva son preocupantes. Los aumentos de la productividad total de los factores, la capacidad productiva, la tecnología e infraestructura, son modestos, por lo que el crecimiento y desarrollo de la economía en el mediano y largo plazo están comprometidos.

Además, y como factor de creciente inestabilidad y vulnerabilidad de la economía latinoamericana, la baja inversión productiva asociada a los flujos de capital que colmaron la cuenta de capitales durante buena parte de los noventa, rompe con el ciclo de la deuda, aumentando paulatina e irremediamente el endeudamiento externo de la región, sin perspectivas claras sobre la capacidad de pago futura.

Es claro entonces que las reformas por sí mismas no han logrado sentar las bases para un crecimiento alto y sostenido de la economía latinoamericana, resaltando eso sí la vulnerabilidad de la inserción y la estrategia de desarrollo escogida por la región.

#### **IV. América Latina diez años después: recomendaciones para el manejo de los flujos de capital**

.....

*Los países que se han desempeñado bien en el periodo de la posguerra son aquellos que han podido formular una estrategia de inversión interna para empujar el proceso de crecimiento y han tenido las instituciones apropiadas para manejar choques externos adversos, y no los que se han concentrado en mantener bajas las barreras a los flujos comerciales y de capital.*

DANI RODRIK (2000)

Luego de repasar y evaluar el impacto de las reformas llevadas a cabo desde finales de los 80, representadas por la afluencia de capitales hacia América Latina, es necesario formular recomendaciones que busquen aprovechar las oportunidades que ofrece la integración a los mercados internacionales de capital.

Dado que la liberalización financiera no sólo responde a la voluntad política de los países, sino que es consecuencia de los grandes cambios en la tecnología financiera y de las comunicaciones, el cierre unilateral de los mercados financieros y de capitales parece poco útil o

probable. Por esta razón, es necesario adoptar mecanismos y políticas claras que permitan aprovechar de la mejor manera los flujos de capital, procurando su inversión productiva.

Una década de afluencia de capitales hacia América Latina demuestra que el ahorro externo por sí sólo no genera la dinámica de ahorro-inversión necesaria para asegurar un crecimiento alto y sostenido. Es necesario que las autoridades económicas busquen los mecanismos y herramientas para maximizar las ganancias de la integración financiera, pero que a la vez minimicen la vulnerabilidad y volatilidad experimentada hasta ahora.

En la búsqueda de este objetivo, y partiendo de la demostrada ineficiencia distributiva de los mercados financieros y su débil balance microeconómico (AGLIETTA, 2000), es necesario formular una estrategia de inversión. Esta estrategia debe propender por la canalización de los recursos de capital hacia actividades productivas, ya que sólo así se logrará reestablecer el vínculo perdido entre el ahorro externo y la inversión interna, lo que a su vez reconectará el también perdido ciclo de la deuda.

Conseguir la reconexión entre los flujos de inversión y la inversión real lograría que la entrada de capitales se tradujera en un mayor equilibrio ahorro-inversión para la economía receptora, lo cual, siguiendo el ejemplo del Sudeste Asiático, significaría el acceso a un nivel de crecimiento y desarrollo más alto. Por su parte, reconectar el ciclo de la deuda permitiría la sostenibilidad de la deuda externa, así como una mayor estabilidad económica.

A este respecto, un espacio fundamental le cabe a la regulación de los movimientos de capital, los tipos de cambio y la política comercial, y a la aplicación de una política de desarrollo productivo. Esta debe incluir el perfeccionamiento sistemático de los mercados de factores y orientar la asignación de recursos hacia la inversión de capital físico y humano, para así mejorar la distribución de la productividad y las oportunidades en la sociedad, y promover la adquisición de ventajas comparativas (FRENCH-DAVIS, 2000).

La experiencia de Chile en cuanto al manejo de los flujos de capital puede brindar herramientas y mecanismos importantes para complementar la estrategia de inversión escogida por cada economía. Entre los mecanismos utilizados por esa economía, figura la utilización de políticas e instrumentos activos para el manejo y recomposición de los flujos de capital.

Varios estudios (AGOSÍN, 1997; EICHENGREEN, 1999; EDWARDS, 1998, 2000; FRENCH-DAVIS, 2000) han demostrado que la utilización de encajes no remunerados sobre las entradas de capital en Chile permitió recomponer los flujos de capital hacia plazos más largos, redundando en la menor participación del capital de corto plazo, privilegiando la inversión productiva en la forma de Inversión Extranjera Directa; el resultado durante los noventa fue un crecimiento anual promedio de 6.5%, enmarcado en un alto equilibrio ahorro-inversión.

Así mismo, Chile demuestra que evitar la excesiva apreciación de la tasa de cambio real, promover las exportaciones y las reformas de segunda generación (educación, salud, capital humano), generan una inserción productiva y estable en la globalización.

Igualmente, revisando las políticas llevadas a cabo por los países del Sudeste Asiático, las cuales resultaron en el mejor ejemplo de rápido crecimiento económico de la historia, existe un común denominador en estas políticas: complementar la orientación aperturista con una estrategia coherente de inversión interna que elevó el retorno privado del capital, sin que ello indique la existencia de una manera única para hacerlo (RODRIK, 2000).

Los países que tuvieron más éxito, los del Sudeste Asiático, siguieron políticas económicas claramente heterodoxas, bien diferentes de las recomendadas por el FMI y el Banco Mundial. Siguiendo un "consenso de tercera vía" (STIGLITZ, 2000), estas economías lograron, a través de una visión equilibrada de los mercados y el Gobierno, tres décadas de crecimiento y reducción de la pobreza sin precedentes.

La estrategia de crecimiento y desarrollo adoptada por la región durante los noventa ha probado ser pobre y poco efectiva; el probado regreso del capital internacional hacia la región trajo pobres resultados en términos de crecimiento, ahorro e inversión.

Dado que los mercados producen una oferta insuficiente de tecnología, recursos humanos y bienestar social (STIGLITZ, 1998), el papel del Estado es primordial para canalizar los flujos de capital hacia estos productos, ya que son las inversiones con un rendimiento social más alto.

En resumen, y debe ser un reto de política económica por parte de los países receptores de ahorro externo, sobretodo luego de una década de afluencia de capitales y pobres resultados, existe la necesidad de adoptar políticas pragmáticas, donde se privilegie una utilización del capital en un entorno "productivista", focalizando la inversión en la formación de capital humano y fijo.

La estrategia de crecimiento y desarrollo adoptada por la región durante los noventa ha probado ser pobre y poco efectiva; el probado regreso del capital internacional hacia la región trajo pobres resultados en términos de crecimiento, ahorro e inversión.

Es menester de los gobiernos entender las fallas del modelo adoptado para insertarse en la globalización. Este modelo, caracterizado por la apertura desordenada en materia comercial, financiera y de capitales, junto con un manejo cambiario errado, debe ser revisado, lo cual no implica el cierre de los mercados, pero sí la adopción de una política activa y pragmática en defensa del interés nacional, que no debe ser otro que el crecimiento y desarrollo económico.

Sólo la formulación de una estrategia de crecimiento y desarrollo adecuada, con base en un modelo de inserción apropiado, podrá finalmente hacer una utilización productiva y ventajosa de la integración internacional en la esfera comercial y financiera.

*El pánico no destruye el capital; tan sólo revela que ha sido previamente destruido por su desviación hacia labores desesperanzadoramente improductivas.*  
JOHN STUART MILL, 1867

## Bibliografía

- AGLIETTA, Michel (1998). *Macroeconomie Financiere*, Paris, Editions La Decouverte, Collection Repères.
- AGOSÍN, Manuel (1997). "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", *Flujos de capital e inversión productiva*, CEPAL y OECD, McGraw Hill, Chile.

- Banco Mundial (2000). *Global Development Finance 2000*, Washington, World Bank.
- BARRO, Robert (1989). *Modern Business Cycle Theory*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- BLANCO, Luis Armando (1999). *Macroeconomía y desarrollo económico*, Bogotá, Universidad Externado de Colombia.
- BORENSZTEIN E., J. DE GREGORIO y W. LEE (1995). "How Does Foreign Investment Affect Economic Growth", *NBER Working Paper*, n.º 5057, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- BULMER-THOMAS, Victor (1997). "El nuevo modelo económico en América Latina", *Lecturas Trimestre Económico*, México, FCE.
- CALVO, Guillermo; Leonardo LEIDERMAN y Carmen REINHART (1993). "The capital inflows problem: concept and issues", *Documento de análisis y evaluación de la política económica*, Fondo Monetario Internacional, July.
- CASTELLS, Manuel (1999). "Globalización, sociedad y política en la era de la información", *Análisis político*, n.º 37.
- CEPAL (2000). "El financiamiento del desarrollo en los años noventa", (mimeo).
- DADUSH, Uri, Dipak DASGUPTA, y Dilip RATHA (2001). "The Role of Short-Term Debt in Recent Crises", *Finances & Development*, IMF, December.
- EDWARDS, Sebastian (1995). "Why are Saving Rates So Different Across Countries?: An International Comparative Analysis", *NBER Working Paper*, n.º 5097, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- EDWARDS, Sebastian (1998). "Interest rate volatility, contagion and convergence: an empirical investigation of the cases of Argentina, Chile and Mexico", *Journal of Applied Economics*, vol.1, n.º 1, November.
- EDWARDS, Sebastian (2000). "Interest rates, contagion and capital controls", *NBER Working Papers Series*, n.º 7801, July.
- EICHENGREEN, Barry (1999). *Towards a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics.
- EICHENGREEN, Barry y Michael MUSSA (1998). "Capital Account Liberalization and the IMF", *Finance and Development*, vol. 35, n.º 4, December.
- FÉLIX, David (1996). "Financial globalization versus free trade: the case for the tobin tax", *UNCTAD Review*, New York, United Nations.
- FRENCH-DAVIS, Ricardo y Helmut REISEN (1997). *Flujos de Capital e Inversión Productiva*, CEPAL y OECD, Santiago, McGraw Hill.
- GARAY, Luis Jorge (1999). *Globalización y Crisis-¿Hegemonía o Corresponsabilidad?*, Bogotá, Tercer Mundo Editores y Colciencias.
- GHOSH, Atish; Jonathan OSTRY, Anne-Marie GULDE y Holger WOLF (1998). "Does the exchange rate regime matter for inflation and growth?", *Economic Issues*, n.º 2, IMF, Washington D. C.
- GUELLEC, D. y P. RALLE (1995). "Les Nouvelles Théories de la Croissance", *La Découverte Reperes*, Paris.
- GUITIÁN, Manuel (1998). The Challenge of Managing Global Capital Flows, *Finance & Development*, IMF, vol. 35, n.º 2, June.
- HAUSMANN, Ricardo (2000). "Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five?", *Foreign Policy*, Fall.
- IMF-Research Department Staff (1997). "Capital Flows Sustainability and Speculative Currency Attacks", *Finance & Development*, IMF, December.
- KAMINSKY, Graciela y Carmen REINHART (1998). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *The American Economic Review*, vol. 89, n.º 3, June.
- KEYNES, John Maynard (1941). "The Post-War Currency Policy", *Keynes Papers*, vol. xxv, Basingtoke, Macmillan, September.
- KRUGMAN, Paul (1993). "Desafiando el saber convencional", *Internacionalismo Pop.*
- KRUGMAN, Paul (1995). "Dutch Tulips and Emerging Markets", *Foreign Affairs*, July/August.
- KRUGMAN, Paul (1998). "What happened to Asia?", enero [[www.web.mit.edu/krugman/www/disinter.html](http://www.web.mit.edu/krugman/www/disinter.html)].

- KRUGMAN, Paul (1999). *De vuelta a la economía de la Gran Depresión*, Bogotá, Vitral, Norma.
- LEÓN RINCÓN, Carlos Eduardo (2001). "Colombia y Latinoamérica en la globalización: hacia una inserción ventajosa y estable", en revista *Contexto*, n.º 10, Bogotá, Universidad Externado de Colombia.
- LOUNGANI, Prakash y Assaf RAZIN (2001). "How beneficial is Foreign Direct Investment for developing countries?", *Finance & Development*, IMF, June.
- MASSON, P.; T. BAYOUMI y H. SAMIEL (1995). "International Evidence on the Determinants of Private Savings", *IMF Working Paper*, n.º 95/91, Washington D.C., FMI.
- MATHIESON, Donald; Anthony RICHARDS y Sunil SHARMA (1998). "Financial Crises in Emerging Markets", *Finance & Development*, IMF, December.
- MERRILL, Lynch (1998). "Currency crises in emerging markets", Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., July.
- MICHIE, Jonathan y John GRIEVE SMITH (1999). *Global Instability*, London-New York, Routledge.
- MISHRA, Deepak; Ashoka MODY y Antu PANINI (2001). "Private capital flows and growth", *Finance & Development*, IMF, June.
- MONTES, Manuel (1998). *The Currency Crisis in South East Asia*, Institute of Southeast Asian Studies, ISEAS.
- NAIM, Moisés (2000). "Washington Consensus or Washington Confusion?", *Foreign Policy*, n.º 118, Spring.
- NSOULI, Saleh y Mounir RACHED (1998). "Capital Account Liberalization in the Southern Mediterranean", *Finance & Development*, IMF, December.
- OBTSFELD, Maurice (1994). "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, n.º 43, París.
- OCAMPO, José Antonio (2000). "Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world", *Serie Temas de Coyuntura*, Santiago, CEPAL.
- PARRA-PEÑA, Isidro (1989). *¡Silencio! ¡Enfermo grave! ¡América Latina en crisis!*, Bogotá, Ecoe.
- PFEFFERMAN, Guy (2001). "Poverty reduction in developing countries", *Finance & Development*, IMF, June.
- REQUEIJO, Jaime (1995). *Economía mundial*, McGraw Hill.
- RODRIG, Dani (2000). *Como hacer que la apertura funcione*, Tercer Mundo Editores, Overseas Development Council.
- RODRIG, Dani (2001). "Espejismos comerciales", en revista *Cambio*, 5 de marzo.
- ROMER, Paul (1989). "Capital Accumulation in the Theory of Long Run Growth", *Modern Business Cycle Theory*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- SACHS, Jeffrey y Felipe LARRAIN (2000). "Why Dollarization Is More Straitjacket Than Salvation", *Foreign Policy*, Fall.
- SALAZAR-XIRINACHS, J. M. y Jr. J. TAVARES DE ARAUJO (1999). "The Free Trade Area of the Americas: A Latin American Perspective", *The World Economy*, vol. 22, n.º 6, Oxford.
- SCHMIDT-HEBBEL, K.; L. SERVÉN y A. SOLIMANOM (1996). "Savings and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies", *World Bank Research Observer*, vol. 11, n.º 1, Washington D. C., World Bank.
- SINGH, Ajit (1999). "Asian Capitalism and the financial crisis", *Global Instability*, London-New York, Routledge.
- SOLOW, Robert (1957). "Technical Change and the Aggregate Production Function", *Review of Economics and Statistics*, August.
- STIGLITZ, Joseph (1998). "Más instrumentos y metas más amplias para el desarrollo: hacia el consenso post-Washington", *Desarrollo económico*, vol. 38, n.º 15, Buenos Aires, octubre-diciembre.
- STIGLITZ, Joseph (2000). "Hacia un Nuevo consenso de 'tercera vía'", *Project Syndicate*.
- TAYLOR, Alan (1999). "Latin America and Foreign Capital in the Twentieth Century: Economics, Politics and Institutional Change", *NBER Working Papers Series*, Cambridge, National Bureau of Economic Research, October.
- TURNER, Ph. (1996). "Comments on Reisen", *Promoting Savings in Latin America*, Interamerican Development Bank / OCDE, París.
- URIBE, José Darío (2001). "Las economías emergentes y su dificultad para adoptar políticas económicas anticíclicas", *Reportes del Emisor*, n.º 26, Bogotá, Banco de la República, julio.