

## REVISTA CIDOB D'AFERS INTERNACIONALS 85-86.

### LOS RETOS DE AMÉRICA LATINA EN UN MUNDO EN CAMBIO

#### CRECIMIENTO Y COHESIÓN SOCIAL

Políticas macroeconómicas para el  
desarrollo en América Latina.

Ricardo Ffrench-Davis

# Políticas macroeconómicas para el desarrollo en América Latina

Ricardo Ffrench-Davis

Profesor de Economía, Universidad de Chile

rffrench@econ.uchile.cl

## RESUMEN

En este artículo se analiza el vínculo entre el entorno macroeconómico y el desarrollo (crecimiento económico con equidad). El objetivo del análisis es contrastar dos enfoques alternativos de interpretar y hacer macroeconomía. El primer enfoque analizado es el *financierista* o neoliberal, que pone el acento en los equilibrios macroeconómicos privilegiando dos pilares: baja inflación y control del presupuesto fiscal, junto con una amplia apertura de la cuenta de capital. El segundo enfoque –que llamamos alternativo– es el *productivista*, que pone el acento en un conjunto integral de equilibrios macroeconómicos: esto es, junto con una baja inflación y la responsabilidad fiscal, incluye una economía real equilibrada, es decir, una demanda agregada consistente con la capacidad productiva de la economía y con un equilibrio externo sostenible. Este segundo enfoque involucra, en primer lugar, un elevado coeficiente de uso de los factores productivos (capital y trabajo) y, en segundo lugar, el hecho de procurar evitar la vulnerabilidad ante costosas crisis de origen externo. Finalmente, se plantea que los objetivos macroeconómicos más amplios exigen más y mejores instrumentos de políticas en un contexto de globalización de la volatilidad financiera.

*Palabras clave: América Latina, política económica, crisis económica, desarrollo*

*El tema lo abordamos con mayor detalle en Ffrench-Davis, R. Reformas para América Latina, después del fundamentalismo neoliberal. Buenos Aires: Siglo XXI, 2005. Caps. I y II (citado aquí como F-D, 2005).*

*Se agradecen los útiles comentarios de Diego Sánchez Ancochea y otros participantes en el Seminario realizado en La Caixa (Barcelona) y la valiosa colaboración de Rodrigo Heresi.*

Este artículo estudia, en particular, la interrelación de la macroeconomía con el crecimiento, más allá de situaciones caóticas como las generadas por las hiperinflaciones en décadas pasadas. Por ello se pregunta qué tipo de políticas macroeconómicas son funcionales para contribuir o facilitar el crecimiento con equidad. Por su relevancia, nos centraremos en la influencia del contexto macroeconómico sobre la formación de capital, posicionando la formación de capital como variable líder de la expansión del PIB potencial a través de sus efectos directos en ese factor de producción, pero asimismo por su impacto positivo sobre el empleo y la introducción de innovaciones. Destacamos la importancia de generar un contexto *productivista* en contraposición a otro de carácter *financierista*. Desde el punto de vista productivo, las políticas macroeconómicas eficientes son aquellas que contribuyen a lo siguiente: i) a utilizar de manera sostenida los factores productivos disponibles, esto es, mantener una elevada tasa promedio de uso de la capacidad productiva, del trabajo y del capital; ii) a estimular la formación de capital, y iii) a promover aumentos de la productividad, alentando mejoras en la calidad de los factores y en la eficiencia de su asignación. Estos son los tres ingredientes fundamentales que generan un crecimiento endógeno y determinan la tasa de crecimiento económico en la transición hacia un nuevo Estado estacionario.

Una alta tasa promedio de uso de la capacidad implica una adecuación o equilibrio entre el nivel de la demanda efectiva y el de la oferta agregada potencial; la composición entre bienes transables y no transables, así como el equilibrio de los precios relativos macroeconómicos (los macroprecios, tales como tasas de interés y tipo de cambio) son variables determinantes para alcanzar los objetivos de las políticas macroeconómicas. La formación de capital y su productividad efectiva dependen decisivamente de la calidad de esos equilibrios, dimensión en la cual el desempeño de los países de América Latina (PAL) ha sido deficiente desde los ochenta. En contraste con la experiencia de Asia Oriental, los PAL constituyen casos paradigmáticos en cuanto a la implementación de un enfoque macroeconómico *financierista* en el diseño y aplicación de sus políticas macroeconómicas. Como resultado de ello, el desempeño de la región ha estado dominado por un entorno macroeconómico en que los diversos actores –Gobierno, empresarios, trabajadores, inversionistas– han enfrentado fluctuaciones intensas de la demanda agregada, de la actividad económica y de los macroprecios. El éxito en la lucha contra la inflación y la mejora de las cuentas públicas no han sido suficientes para conseguir un entorno de estabilidad para los dueños de los factores productivos (trabajo y capital). En consecuencia, aunque el desempeño de la producción depende también de complejos procesos ligados a las estructuras micro y mesoeconómicas, la macroeconomía ha sido un factor determinante de un comportamiento volátil y deficiente. Ello es una falla grave en los PAL, así que se requiere una corrección profunda. Se precisa evitar o moderar las intensas y prolongadas recesiones, y lograr que los auges involucren la evolución sostenible de las principales variables macroeconómicas: cuentas externas y fiscales, endeudamiento nacional y privado, tipo de cambio real y, en general, evoluciones convergentes de la oferta agregada (PIB potencial o frontera productiva) y demanda efectiva.

La crisis global actual refuerza nuestros planteamientos de corrección. Sin duda, reformas de la arquitectura del sistema financiero internacional –que fortalezcan los segmentos de largo plazo de los mercados, impongan efectivas regulaciones contra-cíclicas y le impongan ese sello a las condicionalidades de las entidades financieras internacionales–, implicarían que los *shocks* o señales externas serían más favorables para la estabilidad macroeconómica real de los PAL. Pero, siendo realistas, aunque la volatilidad financiera se moderaría, ésta no desaparecería. Aun en un escenario internacional notablemente mejorado, se requieren correcciones profundas en la manera de hacer macroeconomía en los PAL. En este sentido, el presente trabajo, por una parte, se centra en la definición de equilibrios macroeconómicos y sus implicaciones para el diseño de políticas; y, por otra, analiza los avances y retrocesos en diversos PAL, así como sus efectos más generales sobre el crecimiento y la equidad. Como en el último tercio de siglo los flujos de capitales internacionales han desempeñado un papel dominante en las economías de la región, éstos tienen una presencia significativa en este texto. En la primera sección se definen los equilibrios macroeconómicos funcionales para el crecimiento sostenido, haciendo hincapié en el peso relativo que deben tener los factores reales y los financieros en las decisiones económicas. El análisis destaca que existen dos definiciones contrapuestas de los equilibrios macroeconómicos: los equilibrios financieros de dos pilares (control de la inflación y balance fiscal) y los equilibrios reales de tres pilares (esto es, empresarios, inversionistas productivos y trabajadores, que son los productores del PIB). La segunda sección examina cómo la inestabilidad financiera tiene efectos reales permanentes significativos, en particular en economías con gran heterogeneidad estructural o segmentación de mercados. Los efectos se manifiestan mediante la *brecha de producto* o *brecha recesiva* (distancia entre la capacidad o frontera productiva y su utilización o producto efectivo); se exponen las implicaciones positivas, económicas y sociales del hecho de mantener una brecha pequeña. La tercera sección analiza la evolución del entorno macroeconómico desde los años noventa, generalmente caracterizada por el predominio de dos pilares y, en consecuencia, grandes brechas recesivas. La última sección concluye con algunos retos para el futuro.

## LOS EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS FINANCIEROS Y REALES

Hay un amplio consenso en que los fundamentos o equilibrios macroeconómicos son esenciales para el crecimiento económico. Sin embargo, existe una grave falta de comprensión acerca de lo que constituyen “fundamentos sanos”, de cómo alcanzarlos y del hecho de lograr que éstos sean sostenibles. Con frecuencia se constata la coexistencia

de bajas tasas de inflación y déficits públicos moderados o superavitarios, y un desempeño macroeconómico con bajo crecimiento de promedio y alto desempleo, además de poca capacidad de atraer capital. En consecuencia, a continuación ampliaremos la visión de los equilibrios macroeconómicos al incorporar (i) la consideración de los incentivos enfrentados por trabajadores y firmas en el lado productivo o real de la economía; (ii) el análisis de la relación entre variables financieras y reales; y (iii) los efectos sociales de las políticas macroeconómicas. Esta visión ampliada es lo que llamamos macroeconomía para el desarrollo o un enfoque de tres pilares.

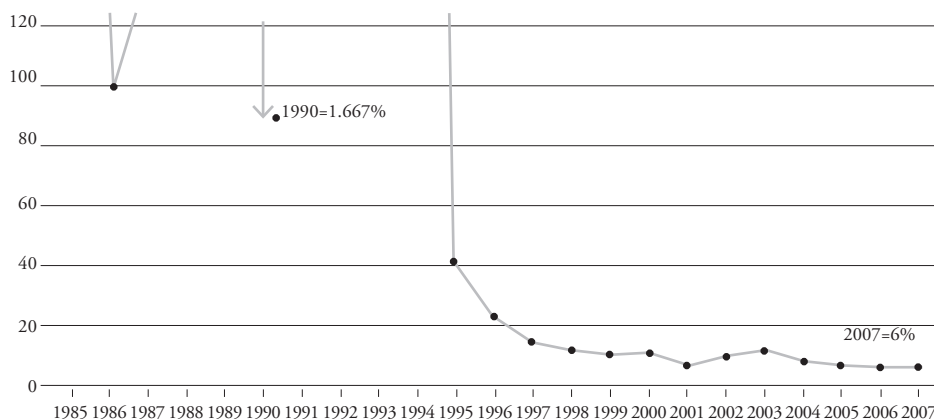
### **La macroeconomía financierista**

La visión más extendida hasta hoy, entre los círculos académicos ortodoxos y las instituciones financieras internacionales (IFI) hasta la explosión de la actual crisis global, implica que los equilibrios macroeconómicos fundamentales son el control de la inflación y el balance en las cuentas fiscales. Estos dos pilares involucran una omisión clara del entorno que deben enfrentar los productores del PIB, donde existen otras variables esenciales como el nivel y la estabilidad del tipo de cambio, así como la concordancia entre la demanda agregada y la capacidad productiva. A la visión sustentada en sólo los dos pilares antes mencionados la llamamos de “equilibrios macroeconómicos financieristas”. Este enfoque neoliberal incluye otros ingredientes, pero enfatiza que el requisito básico es construir los dos pilares señalados. Ello conduce a plantear que estos elementos son suficientes para proveer un entorno estimulante para el desarrollo productivo en una economía liberalizada<sup>1</sup>. Dos ejemplos ilustrativos de este enfoque son los de Fischer (1993) y Singh (2006). El primero, después de mencionar diversas variables, concluye que “la evidencia revisada y presentada en este artículo apoya la mirada convencional en cuanto a que un entorno macroeconómico estable, entendido como tasas de inflación razonablemente bajas y déficits fiscales pequeños, es conducente a un crecimiento económico sostenido”. El segundo es ilustrado por el director para el hemisferio occidental del Fondo Monetario Internacional (FMI) (véase Singh, *et al.*, 2005; y reiterado en Singh, 2006).

Adicionalmente, este enfoque también infiere, algunas veces explícitamente y con frecuencia implícitamente, que la apertura total de la cuenta de capitales contribuye a equilibrar las cuentas externas y fiscales, a situar automáticamente la demanda agregada en un nivel consistente con la capacidad productiva y a macroprecios “correctos”. Una aseveración frecuente en la literatura convencional es que una cuenta de capitales abierta impone disciplina macroeconómica a las economías emergentes<sup>2</sup>; sin embargo, está bastante documentado que esa no es la experiencia usual frente a los *shocks* financieros y comerciales externos –positivos y negativos– experimentados por las economías emergentes (véase Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Williamson, 2003)<sup>3</sup>.

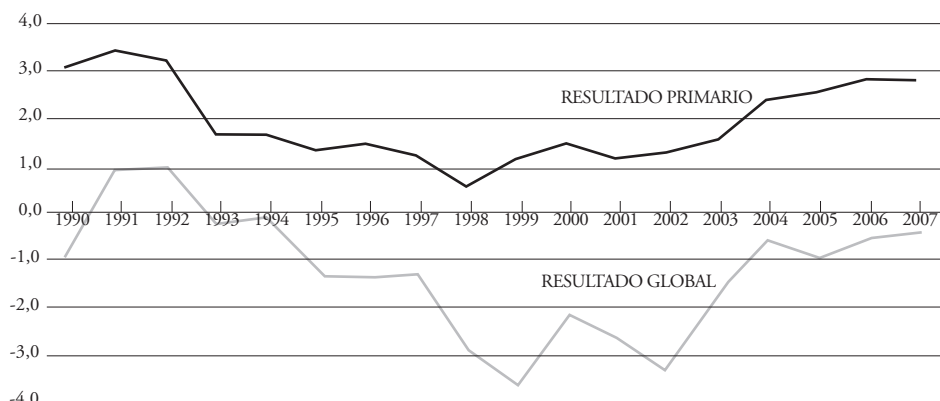
Estos dos equilibrios financieros (estabilidad del nivel de precios y balanza fiscal) son, sin duda, muy necesarios pero insuficientes. Aunque con frecuencia han tendido a ser conseguidos de un modo inconsistente con el desarrollo, la preocupación por ellos está plenamente justificada. Esto es válido particularmente en América Latina, una región que ha sufrido numerosos procesos hiperinflacionarios, muchas veces estimulados por déficits públicos descontrolados, que resultaron muy nocivos para el desarrollo económico y social. Los países latinoamericanos tuvieron éxito durante los años noventa en reducir la inflación (a cifras anuales de un dígito) y en equilibrar su presupuesto fiscal (el déficit fiscal promediaba sólo alrededor del 2% y 1% del PIB en 1994 y 1997, respectivamente, los años previos a las dos crisis globales de la región en los noventa), y la expansión monetaria por emisiones en favor del sector público perdió fuerza o desapareció. En efecto, Marfán (2005) demuestra que los aumentos de los déficits externos han pasado a estar concentrados en los sectores privados. Es evidente que, mayoritariamente, los PAL satisficieron los requisitos del equilibrio macroeconómico neoliberal (véanse gráficos 1 y 2)<sup>4</sup>. Sin embargo, los resultados en términos de crecimiento y equidad social han sido muy magros, a pesar de la recuperación de actividad registrada en 2004-2008. Como muestra el cuadro 1, el crecimiento promedio llegó apenas al 3,1% en 1900-2008; esto es notablemente menos que en Asia Oriental (que sufrió de lleno la crisis asiática) y algo menos que los Estados Unidos. América Latina, en vez de converger en ingreso per cápita con los Estados Unidos divergió.

Gráfico 1. América Latina: Aguda reducción en la tasa de inflación, 1985-2007 (Var. % anual, promedios ponderados por población)



Fuente: CEPAL, sobre la base de información oficial.

Gráfico 2. América Latina: Resultado primario y global del Gobierno central, 1990-2007 (% del PIB, promedios ponderados)



Fuente: Cálculos en base a datos oficiales procesados por CEPAL.

Cuadro 1. América Latina: Crecimiento del PIB, 1971-2008 (tasas anuales promedio, %)

	1971-1980	1981-1989	1990-1997	1998-2003	2004-2008	1990-2008	
Argentina	2,8	-1,0	5,0	-1,3	8,4	4,0	
Brasil	8,6	2,3	2,0	1,5	4,9	2,7	
Chile	2,2	3,1	7,6	2,7	5,0	5,4	
Colombia	5,4	3,7	3,9	1,1	5,6	3,6	
México	6,5	1,4	3,1	2,9	3,4	3,1	
Perú	3,9	-0,7	3,9	2,0	7,5	4,4	
Uruguay	2,7	0,4	3,9	-2,1	8,9	3,3	
Venezuela	1,8	-0,3	3,8	-2,7	10,4	3,5	
<b>América Latina</b>							
Total	5,6	1,3	3,3	1,4	5,4	3,1	→ EE.UU.=1,8%
Per cápita	3,0	-0,8	1,5	-0,2	4,0	1,7	→ Asia (6)=3,5%
Por trabajador	1,7	-1,5	0,6	-1,1	3,0	0,6	→ Mundo=1,7%

## Avanzando hacia equilibrios macroeconómicos reales

La presencia de desequilibrios significativos, en un marco de reiteradas declaraciones de adhesión a la necesidad de mantener equilibrios macroeconómicos, revela una inadecuada comprensión de cómo lograr esos equilibrios para hacerlos sostenibles y consistentes con el desarrollo. Con frecuencia la demanda efectiva divergió del PIB potencial y el tipo de cambio experimentó notables variaciones reales. Los equilibrios macroeconómicos financieros no son suficientes para lograr un entorno económico propicio para un

crecimiento alto y sostenido. Falta integrar un tercer pilar, vinculado al lado productivo de la economía. El comportamiento de la demanda agregada en niveles consistentes con la capacidad productiva (PIB potencial) y precios macroeconómicos claves, como la tasa de interés y un tipo de cambio no desalineados, son parte de un tercer pilar de los equilibrios macroeconómicos reales. Estos ingredientes han fallado reiteradamente en las experiencias neoliberales, lo que ha quedado reflejado en economías que, en un extremo (más frecuente), operan por debajo del producto potencial o, en otro extremo, utilizan toda la capacidad pero con sobrecalentamiento por auges insostenibles de la demanda agregada y altos déficits externos. En general, ambos extremos comparten pobres logros en los indicadores sociales.

Al margen de la masiva adhesión ciudadana que ha concitado, en países como Argentina, Brasil y Perú, la derrota de las hiperinflaciones y de casos de anarquía económica, el insuficiente o inadecuado balance alcanzado entre los diversos objetivos de la sociedad involucran una significativa insatisfacción de amplios sectores de la población con las políticas públicas en vigencia y con la distribución del ingreso y participación social resultantes (véanse diversos informes del Latinobarómetro). El éxito en la reducción de la inflación se conquistó, en varios casos, con el apoyo de apreciaciones cambiarias (con las denominadas *anclas cambiarias*); así, la gran mayoría de los PAL revaluó sus tipos de cambio reales entre 1990 y 1994, de nuevo entre 1995 y 1997, y entre 2004 y 2008 hasta la llegada del contagio de la crisis global. En efecto, la mejora en los términos del intercambio desde 2004 permitió o estimuló sucesivas apreciaciones reales, que sirvieron de ancla a los precios internos de los productos transables. Además, a comienzos de la década de los noventa, en el año 1995, y en 2004, muchos países exhibieron elevadas tasas de subutilización de su capacidad productiva. Este hecho, unido a la desaparición de la restricción financiera externa y a las revaluaciones cambiarias en las tres situaciones, hicieron posible que muchos países lograran incrementar la tasa de uso de los recursos junto con una reducción de la inflación. La oferta disponible de productos dirigidos al mercado interno fue capaz de responder rápidamente al crecimiento de la demanda agregada; mientras, los precios al consumidor experimentaron cambios a favor de los no transables, pero en un contexto de tasas de inflación promedio decrecientes.

Las apreciaciones cambiarias implicaron que, en combinación con la liberalización comercial, la recuperación de la demanda agregada, tanto por personas naturales como por empresas, fuese crecientemente intensiva en rubros importados. Con ello, las importaciones pasaron de un nivel reprimido por la recesión a un nivel sobreexpandido, particularmente en bienes de consumo, cuyos precios relativos se habían reducido con la liberalización comercial. En los países que se adentraron más en el terreno de la apreciación, con déficits externos más fuertes y acelerados, inducidos o sostenidos por flujos financieros o alzas transitorias de los términos del intercambio, la estabilización del nivel de precios interno tendió a ser más rápida<sup>5</sup>. Pero también se tornaron más vulnerables



a medida que la brecha entre el gasto interno y la producción efectiva (esto es, el déficit externo) se acrecentaba, y al mismo tiempo el *stock* de pasivos externos se acumulaba aceleradamente; ello aconteció en 1991-1994 y 1996-1998. Como consecuencia previsible, los acreedores externos se tornaron crecientemente más sensibles a las “malas noticias” políticas y económicas, que desencadenaron las crisis en el sector externo. Así, algunos países enfrentaron retrocesos traumáticos en la lucha antiinflacionaria (como México en 1995), o situaciones recesivas (como en el mismo México y también Argentina en 1995, y toda América Latina en 1998-2003). En todas estas ocasiones se produjeron fuertes brechas recesivas entre el PIB efectivo y el potencial<sup>6</sup>.

Detrás del surgimiento de brechas de producto o recesivas, estuvo la marcada inestabilidad de las tasas de crecimiento del PIB. El gráfico 3 muestra cómo América Latina, en reiteradas ocasiones, ha enfrentado ciclos económicos volátiles, con contracciones y expansiones muy intensas. Evidentemente, la frontera productiva impone un límite a las recuperaciones del PIB efectivo, pues éste sólo temporalmente puede exceder el PIB potencial y en magnitudes pequeñas. Por el contrario, en las coyunturas recesivas, el PIB efectivo puede situarse en un nivel notablemente inferior al del potencial. La consecuencia de esta asimetría evidente es que, en un contexto de alta inestabilidad real, el PIB efectivo promedio se ubicará significativamente más abajo que el PIB potencial promedio. Esta asimetría, intrínseca de la realidad económica, tiene implicancias muy significativas para la dosificación de objetivos y políticas, y para los trabajos econométricos (véase, por ejemplo, Ffrench-Davis, 2005: cap. II).

Durante las situaciones de emergencia de la crisis de la deuda, la crisis del tequila y el contagio de la crisis asiática, así como el prolongado episodio recesivo hasta 2003, en muchos países el dinamismo de los gastos públicos se redujo de manera generalizada, en una actitud evidentemente procíclica. Estos recortes no sólo afectaron gastos redundantes y burocráticos, sino también rubros en los que los desembolsos eran ya insuficientes; ello involucró disminuciones en inversiones esenciales para una transformación productiva con equidad. En aquellas áreas como infraestructura, educación, capacitación laboral e inversión (ya sea pública o privada) los presupuestos suelen ser muy inferiores a los montos adecuados para economías que experimentan importantes procesos de transformación (véase Easterly y Servén, 2003). La reducción excesiva durante varios años de esos gastos esenciales debilitó los esfuerzos por mejorar la calidad de los factores productivos y dificultó la plena utilización de la capacidad instalada, haciendo así menos eficientes las transformaciones productivas que ha experimentado la región. En consecuencia, las economías operan con fronteras productivas menos dinámicas y en posiciones efectivas marcadamente por debajo de la frontera. Es decir, la capacidad productiva se subutiliza y, con ello, tiende a expandirse más lentamente debido al menor nivel de inversión, con el correspondiente impacto negativo sobre la productividad efectiva, el empleo y la rentabilidad.

El efecto negativo de la inestabilidad de la macroeconomía real sobre las variables macrosociales, incluyendo la pobreza y la distribución del ingreso, ha sido bien documentado (véase Lustig, 2000; Rodrik, 2001). Es bien reconocido que son los grupos de menores ingresos los que más se ven perjudicados por esta inestabilidad: períodos de expansión excesiva de la demanda seguidos por períodos, a veces prolongados, de ajuste contractivo y así sucesivamente. Durante las etapas expansivas, normalmente se observa una aceleración de la tasa de inflación, y son precisamente los pobres los que tienen más problemas para proteger sus activos e ingresos del “impuesto inflación” y de otro tan regresivo como es el “impuesto recesión”. El período de ajuste contractivo viene normalmente acompañado de caídas en salarios y empleo y, así, tiene un impacto negativo sobre el consumo de los grupos de menores ingresos, los cuales tienen un acceso menos fluido al mercado de capitales para compensar las fluctuaciones cíclicas. La recuperación posterior tiende a alcanzar con mayor rezago a los grupos de menor ingreso que a los de mayor ingreso. De esta forma, suele resultar un comportamiento pro-cíclico de la participación del consumo de estos grupos sobre el consumo total, agravado con un sesgo regresivo bajo contextos de inestabilidad económica (Morley, 1995).

### **Financierismo y productivismo**

Evidentemente, el desarrollo financiero es un ingrediente esencial del desarrollo económico. La canalización de los recursos financieros hacia los sectores de mayor productividad mejora la eficiencia de la asignación de recursos y favorece el crecimiento económico. Sin embargo, los mercados financieros son imperfectos, y particularmente en las economías en desarrollo. La incertidumbre, la existencia de mercados de seguros incompletos, los costos de información y los cambios de estado de ánimo contagiosos hacen que la valoración de activos financieros pueda ser radicalmente diferente *ex ante* y *ex post*. En particular, el espacio de tiempo entre una transacción financiera y el pago de ésta genera externalidades que pueden magnificar y multiplicar errores en valoraciones subjetivas, hasta tal punto que, finalmente, las correcciones de mercado pueden ser abruptas, excesivas y desestabilizadoras (Stiglitz, 2000). Todo ello es magnificado por el hecho de que, dentro de la gran variedad de agentes que operan en los mercados financieros, adquirieron predominio los que operan en el corto plazo y con gran movilidad global (véase Ffrench-Davis, 2005: cap. V).

Un rasgo distintivo del manejo macroeconómico de las naciones desarrolladas y de las economías emergentes “exitosas”, en su tránsito hacia el desarrollo, ha sido el predominio de las dimensiones “productivistas” sobre las “financieristas”. Naturalmente, no se debe descuidar el control de la inflación y del balance fiscal, pero ese control no se hace a expensas de los incentivos al desarrollo económico. Se rechaza el fácil camino de mantener una inflación baja con el arbitrio de una economía, recurrentemente, en una situación recesiva

y/o con atrasos cambiarios. El desarrollo efectivo ha solido ser liderado por los agentes que toman decisiones en el sector real, con los aspectos financieros puestos a su servicio. Es una correlación de políticas opuesta a la del enfoque neoliberal y al de las tesis de liberalización financiera como ingrediente líder del desarrollo. Por el contrario, en los PAL ha predominado el fenómeno del “financierismo”, que se caracteriza por el predominio de la dimensión financiera de corto plazo en las decisiones macroeconómicas; asimismo, en ámbitos que afectan la asignación de recursos, en lugar de priorizar la innovación productiva y la ventaja comparativa real. Esta falla es fruto de la combinación dinámica de mercados incompletos y de la influencia desproporcionada de los agentes financieros en las decisiones de políticas públicas. Desde la crisis de la deuda, los agentes económicos vinculados a la esfera financiera lograron una mayor influencia general. Esta situación impuso, también en esos niveles, el predominio del cortoplacismo por encima de las preocupaciones tradicionales en el área de la productividad y el desarrollo productivo.

La apertura financiera total al exterior, como la desarrollada posteriormente, durante los años noventa y el decenio actual, suele implicar integrarse a los segmentos más especulativos de los mercados del mundo desarrollado (véase Ffrench-Davis, 2005: caps. VI y VII). En contraste, la inserción externa debe estar dirigida a promover los ingresos de capitales de largo plazo, acompañados de acceso a tecnologías y mercados externos. Desde mediados de los noventa, las visitas a Wall Street pasaron a ser un ritual para los candidatos en campaña o presidentes electos en América Latina. A su vez, los medios financieros internacionales comenzaron a hablar ante las elecciones de presidentes de la república, del “candidato del mercado”, esto es, el candidato de los mercados financieros. El fortalecimiento de esta dimensión ha derivado en una creciente dualidad, preocupante para la democracia, en áreas que competen a las autoridades de las economías emergentes. El actual proceso de globalización ha ido aumentando la distancia entre quienes toman las decisiones (autoridades y agentes financieros) y quienes sufren sus consecuencias (trabajadores, empresas, autoridades locales, el ingreso tributario). En este proceso de globalización, los expertos en intermediación financiera –con un entrenamiento microfinanciero– se han convertido en determinantes del entorno macroeconómico nacional y de su volatilidad.

La presión de los mercados externos ha llevado a algunos gobiernos a ofrecer garantías excesivas a los inversionistas extranjeros para ganar credibilidad, incluso más allá de lo necesario para conseguir la confianza de los mercados financieros internacionales de corto plazo. Esto es inconsistente con el crecimiento con equidad, e incluso innecesario para conseguir el respaldo de los mercados financieros internacionales. Como lo demuestra el caso argentino en el período 1991-2001, si los compromisos van más allá de lo que un país democrático puede sobrellevar, pueden obtenerse reconocimientos en el corto plazo de parte de los mercados financieros, pero el resultado tiende a ser una pérdida neta de credibilidad a medio plazo (Neut y Velasco, 2003). El caso de Chile, al inicio de su retorno a la democracia, es un ejemplo claro de las diferencias entre la dimensión productivista y la

financierista: mientras los medios financieros nacionales y extranjeros alababan las políticas liberalizadoras del Gobierno militar del general Pinochet, Chile registraba entonces la tasa de inversión productiva promedio más baja del último medio siglo. Por el contrario, las *reformas a las reformas* que se introdujeron en los noventa –que incluyeron alzas de impuestos para financiar la “inversión en la gente”, regulación de los ingresos de capitales, reformas laborales para fortalecer la capacidad de negociación colectiva de los trabajadores y alzas sustanciales en el salario mínimo– fueron recibidas con ácidas críticas por el sector financiero y la dirigencia de las grandes empresas; sin embargo, en los años siguientes se registraron las tasas de inversión y de crecimiento promedio más altas de su historia, acompañado todo ello de importantes progresos en los indicadores sociales (véase Ffrench-Davis, 2008: cap. I). El éxito alcanzado fue posible, en grado significativo, gracias a la adopción de una política macroeconómica de tres pilares, incluida la regulación de la cuenta de capitales, como se expone enseguida a continuación. En contraste, para el conjunto de América Latina, la adhesión de las autoridades políticas a “las reformas del Consenso de Washington” fue explícita desde los noventa, justo cuando la tasa de inversión se mantuvo en niveles mínimos históricos. Estos casos enseñan que el elogio entusiasta de parte de los mercados financieros frecuentemente no ha sido útil para el desarrollo productivo. Una falla decisiva ha sido la incapacidad para progresar desde una macroeconomía de dos pilares a una de tres pilares, con equilibrios macroeconómicos reales.

### **Regulación de los flujos de capitales**

Las regulaciones en la cuenta de capitales pueden funcionar como un instrumento macroeconómico prudencial, trabajando sobre la fuente directa de los ciclos de auge y contracción: los flujos de capitales volátiles. Si son eficientes, éstas reducen las presiones cambiarias apreciadoras y permiten la adopción de políticas monetarias contractivas durante los períodos de euforia financiera. Asimismo, estas regulaciones tenderán a reducir los costos cuasi fiscales de la acumulación esterilizada de reservas internacionales. Lo que es muy relevante, es que en el otro lado del ciclo, de restricción externa activa, la aplicación previamente de estas regulaciones permite abrir espacio para políticas monetarias y fiscales expansivas durante la coyuntura recesiva. Así resultan de enorme utilidad en situaciones como la crisis global actual.

En general, las experiencias de uso de restricciones de precio o cuantitativas sobre el conjunto de las entradas de capitales de corto plazo o líquidas revelan su utilidad, tanto al permitir la adopción de políticas macroeconómicas contracíclicas, como al estimular el mejoramiento de los perfiles de madurez de los pasivos externos (véase Agosin, 2007b; Ocampo, 2007). Estas regulaciones se dirigen a generar un entorno macroeconómico más estable durante el auge y minimizar los costosos ajustes recesivos durante las caídas desde posiciones de desequilibrio por sobrecalentamiento. Es decir, estas generan un entorno más amigable

con el mercado para (i) decisiones de inversión irreversibles; (ii) evitar brechas significativas entre el PIB efectivo y el PIB potencial; (iii) evitar macro-precios (tipos de cambio y tasas de interés) demasiado desalineados, y (iv) evitar desequilibrios en otras relaciones macroeconómicas fundamentales (*macro-ratios*), asociados al surgimiento de *zonas de vulnerabilidad* (con niveles insostenibles de déficit en la cuenta corriente, coeficientes precio/utilidad en las bolsas, relación entre pasivos líquidos y de corto plazo y las reservas internacionales).

La discusión sobre controles de capitales se intensificó con las difundidas acciones de Malasia en 1998, donde se impusieron duras restricciones cuantitativas a las salidas de capitales. Las cifras respaldan la interpretación de que estas medidas fueron efectivas para contribuir a la fuerte recuperación de la actividad económica en 1999 (Kaplan y Rodrik, 2001), ya que fueron determinantes para permitir la aplicación de políticas monetarias y fiscales activas, encaminadas a acelerar la reactivación. Pero no es suficiente saber cómo dejar atrás una crisis después de sufrirla. Tanto o más importante es evitar caer en una crisis o reducir drásticamente sus costos: y este es un papel de la regulación de los flujos de capitales para evitar que los macroprecios y macrocoeficientes penetren en *zonas de vulnerabilidad*. La exitosa y novedosa experiencia de Chile en el primer quinquenio de los noventa es una prueba contundente (véase Ffrench-Davis, 2008: cap. IX). Por otro lado, los controles más tradicionales, como los aplicados en China y en la India (por ejemplo, prohibiciones sobre endeudamiento financiero de corto plazo) han resultado más efectivos para el objetivo de la política macroeconómica de reducir más drásticamente la conexión de la economía interna a la volatilidad de los mercados internacionales.

## SHOCKS EXTERNOS, DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS REALES Y FORMACIÓN DE CAPITAL

En economías con inflexibilidades de precios e inmovilidades y mercados de factores *incompletos*, como las de América Latina, tanto *shocks* positivos como negativos provocan una desadecuación entre la oferta y la demanda agregada y la consiguiente brecha entre capacidad productiva potencial y uso de ella. Una demanda inestable, en un escenario de aceleraciones y frenadas (*stop and go*) asociadas a políticas pasivas, ineludiblemente implica un uso neto promedio menor de la capacidad productiva y una productividad efectiva en promedio inferior que en un escenario de demanda permanentemente cercana a la frontera; ello surte impactos negativos en la formación de capital y en la equidad.

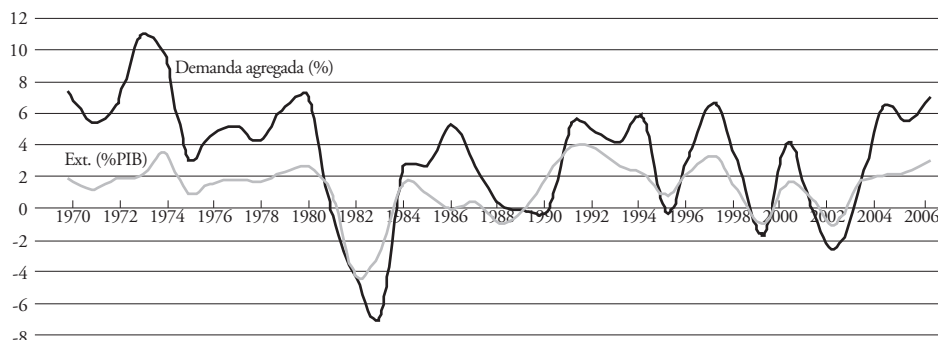
## Demanda agregada fluctuante y shocks externos

Dado que las autoridades nacionales han perdido varios grados de libertad como resultado de las reformas liberalizadoras de las últimas décadas, se ha exacerbado la transmisión interna de ciclos generados en el exterior, especialmente en los mercados internacionales de capitales. Frente a la aplicación de políticas económicas pasivas, en un contexto de mercados *incompletos* y precios inflexibles, un *shock* positivo se expresa en un aumento de los ingresos y, por consiguiente, del gasto interno. Es posible distinguir al menos tres fuentes externas de *shocks*, frente a las cuales la actividad económica puede responder en la medida en que haya disponibilidad de capacidad instalada. En primer lugar, con un aumento en los precios de las exportaciones. Una vez que la frontera productiva se ha alcanzado, la persistencia del *shock* positivo lleva a presiones de demanda que generan alzas de precios de rubros no transables y/o aumentos en el déficit externo. Como una parte significativa de las variaciones de los precios externos es transitoria, el uso y el acostumbramiento a la abundancia provocan luego ajustes traumáticos en la dirección opuesta. La creación de fondos de estabilización de ingresos de exportación resulta esencial; éstos deben cumplir un papel estabilizador dual, sobre el financiamiento del gasto fiscal y sobre la oferta de divisas.

En segundo lugar, otra fuente de *shocks* externos corresponde a variaciones de las tasas de interés internacionales, las cuales inciden sobre las tasas internas, y así sus efectos se transmiten vía precios relativos sobre la demanda agregada. También afectan al volumen de flujos de capitales netos, al ingreso nacional –una baja (alza) de las tasas de interés externas aumenta (reduce) el ingreso nacional de un país deudor neto–, y a la disponibilidad de moneda extranjera, con el correspondiente impacto en el mercado cambiario y en las cuentas externas. Y, en tercer lugar, las agudas fluctuaciones exógenas en los flujos de capitales son otra fuente de *shocks* externos. En particular, destacan por su volatilidad los flujos de capital privado distintos de la Inversión Extranjera Directa (IED). La gran afluencia de capitales externos, líquidos o de corto plazo, registrada por un gran número de PAL, ocultaba con un manto de sobreoptimismo –en el período de recuperación de los tres ciclos experimentados desde 1990– las debilidades que persistían en la economía real: la heterogeneidad estructural en el acceso al financiamiento, a la educación y a la innovación. Esta extrema heterogeneidad está en el centro del subdesarrollo y de la desigual distribución del ingreso, la productividad y las oportunidades. La vigorosa recuperación registrada en 2004-2008, asociada a una notable mejora de los términos del intercambio y a la exuberancia en los mercados financieros internacionales (véase Ocampo 2007), llevó, una vez más, a desatender las implicaciones negativas de la heterogeneidad estructural sobre el crecimiento y la equidad, en un marco de volatilidad financiera. Una reforma que corrija ese rasgo negativo de las economías de los PAL requiere de un cambio significativo en las reformas y políticas desarrolladas a nivel macro, micro y mesoeconómico, lejos del enfoque neoliberal.

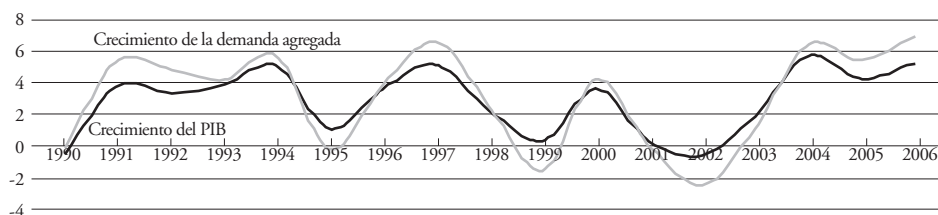
El gráfico 3 muestra la significativa fluctuabilidad de los fondos externos, en respuesta a altibajos de flujos de capitales y precios de exportación. Sus fluctuaciones han sido determinantes de la inestabilidad de la demanda agregada. A su vez, el gráfico 4 muestra que los cambios registrados en la demanda agregada han liderado las fluctuaciones del PIB.

Gráfico 3. América Latina: Crecimiento de la demanda agregada y *shocks* externos, 1970-2006 (%)



Fuente: Basado en datos de CEPAL. EXT: *shocks* externos, representa la transferencia neta de recursos desde el exterior resultante de los flujos de capital, más el balance de rentas, más el efecto de la relación de intercambio, medido como porcentaje del PIB.

Gráfico 4. América Latina: PIB y demanda agregada 1990-2006 (tasas de crecimiento anual, %)



Fuente: Basado en datos de CEPAL para 19 países.

## Inversión productiva y macroeconomía real

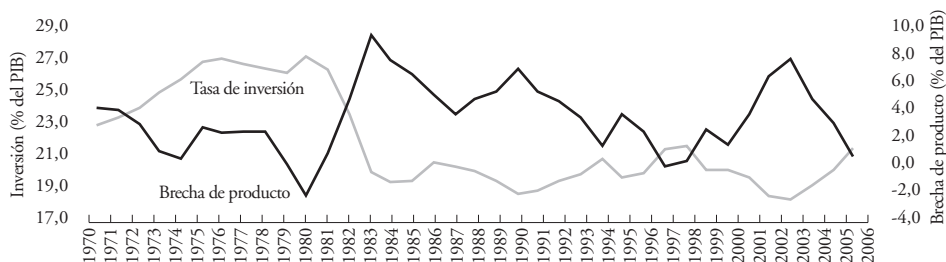
La magnitud de la brecha entre la demanda efectiva y la frontera productiva tiene importantes efectos estáticos y dinámicos. Respecto a la dimensión estática, por una parte, incide en la calidad de la evaluación de proyectos y en la productividad y rentabilidad *ex-post* de aquellos ya implementados; por la otra, la mayor tasa de uso del capital implica que el nivel promedio de empleo sea más alto, puesto que la masa laboral se combina con un *stock* de capital físico con una tasa de ocupación superior a la efectivamente en uso. Si bien la distribución entre trabajo y capital de los frutos de la mayor productividad depende de diversos factores, la mayor productividad efectiva implica que el bienestar potencial (las remuneraciones

y la rentabilidad) de ambos factores puede mejorar en el presente en virtud de la mayor tasa promedio de utilización. Si la rentabilidad del capital y/o el ingreso del trabajo se acrecientan, tenderán a crecer también los ingresos tributarios. En este sentido, trabajadores, empresarios y el Gobierno, de manera sostenible, podrán consumir y/o ahorrar más, y contribuir así a un aumento general del bienestar económico y a la reducción de la pobreza.

En su dimensión dinámica, la mayor tasa de uso y su consiguiente aumento de la productividad efectiva tienden a estimular la inversión en nueva capacidad. Para que la oferta de inversiones se expanda efectivamente, es preciso que los agentes inversionistas perciban una mejora real en el corto plazo y que prevean que la reducción de la brecha recesiva será persistente y sostenible en el futuro. Este efecto dinámico será más significativo en la medida que (i) se logre generar, y se sustente, una sólida expectativa entre los actores económicos de que se aplicarán políticas públicas con las que la demanda efectiva se mantendrá cerca de la frontera productiva; (ii) se confíe en que el tipo de cambio tendrá un nivel competitivo y estable, y (iii) se efectúen reformas que permitan *completar* mercados de capitales de largo plazo, capacitación laboral e innovación productiva.

Por su parte, el gráfico 5 muestra la estrecha relación entre la tasa de subutilización de la capacidad productiva (brecha entre el producto efectivo y el potencial) y la tasa de inversión para América Latina en las tres últimas décadas. La interpretación de que la evolución de la inversión ha respondido, en una medida significativa, a lo que ocurre con la tasa de uso de los recursos ya existentes aparece robusta. Este es un rasgo dominante de las economías latinoamericanas, dada la notoria inestabilidad macroeconómica real que la ha caracterizado en estas décadas. Esa inestabilidad ha dominado al resto de las variables estructurales y ha reducido su contribución al desarrollo. Cuando se logran equilibrios de la macroeconomía real, entonces se visualiza con mayor claridad la influencia de las variables meso y microeconómicas sobre la tasa de inversión y su calidad.

Gráfico 5. América Latina: Brecha de producto y tasa de inversión, 1970-2006 (precios constantes de 1995)



Fuente: CEPAL, y Hofman y Tapia (2003). Incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Venezuela. El coeficiente de inversión mide la razón entre la formación bruta de capital fijo y el PIB efectivo. La brecha de producto mide la diferencia entre el PIB efectivo y el potencial (PIB\*), como porcentaje de este último.



Otra consecuencia dinámica de reducir la inestabilidad de la economía real, con la consiguiente mayor tasa de utilización, es la generación de mayor equidad. Ello liga el logro de equilibrios macro reales con equilibrios macro sociales (incluyendo efectos sobre la pobreza y la distribución del ingreso; véase Bourguignon y Walton, 2007). En efecto, los sectores de menores ingresos, con menor capital humano, y las pequeñas y medianas empresas (PYME) tienen menor capacidad de reacción frente a cambios continuos e inestables: marchan más lentos en los casos de auge y enfrentan menores oportunidades de reconversión en los casos de contracción. Por lo tanto, la inestabilidad es una significativa fuente de inequidad y de premios a la especulación a expensas de las actividades productivas<sup>7</sup>. Ello demuestra la importancia que, en la economía real, poseen las inflexibilidades de precios, las inmovilidades de factores, los mercados incompletos y las fallas de información durante los procesos de ajuste. En el marco típico de una economía con inflexibilidad de precios y movilidad imperfecta de los factores, la aplicación de políticas “neutrales” de reducción de la demanda suele originar una caída significativa de la producción, porque disminuye la demanda tanto de transables como de no transables, generando entonces desocupación en estos últimos.

En efecto, en el mundo real, en procesos de ajuste reductores de la demanda, usualmente tiende a haber una baja en la producción, a debilitarse la creación y a acentuarse la destrucción de capacidad (Katz, 2007), lo cual da lugar a una menor tasa de utilización de la capacidad instalada y a una formación de capital deprimida. La adición de políticas reasignadoras que actúan sobre la composición de la producción y del gasto puede amortiguar los efectos reductores de la actividad económica. Estas políticas reasignadoras ya son selectivas en sí mismas, pero pueden ser globales como el tipo de cambio o profundizar la selectividad. Los países de Asia Oriental ofrecen casos muy diversos de variados niveles de éxito en políticas extremadamente selectivas, y procesos de ajuste notablemente eficaces (Amsden, 2001). Una buena combinación de políticas reductoras del gasto y reasignadoras debería tender a permitir un resultado más cercano a una tasa elevada y estable de utilización del PIB potencial. Sin embargo, como se ha comprobado, lo usual ha sido lo opuesto en la experiencia de América Latina en los dos decenios recientes; esto es, la ausencia o debilidad de políticas reasignadoras de la oferta y demanda.

## TRES CICLOS DE AUGE, CRISIS Y RECUPERACIÓN EN 1990-2008

El resurgimiento de la afluencia de capitales hacia América Latina a inicios de los noventa proporcionó el financiamiento necesario para aprovechar con mayor intensidad las capacidades productivas disponibles en ese momento en la mayoría de los PAL. Por consiguiente, se alivió o desapareció la restricción externa dominante (RED), tan determinante de la coyuntura macroeconómica y la presión que involucraban las negociaciones periódicas de la deuda externa, las cuales distraían la atención y energías de las autoridades de la tarea de resolver problemas más estructurales. Sin embargo, al mismo tiempo, el ingreso masivo de capitales planteó el desafío de garantizar la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos reales. Por una parte, la reactivación de la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano: removió la RED, lo que permitió que progresivamente se usara más plenamente la capacidad productiva, aumentando el ingreso nacional y el empleo. Consecuentemente, la inversión se recuperó, aunque parcialmente. El efecto expansivo de la actividad económica se generalizó en toda la región, y fue especialmente vigoroso en algunos países, como Argentina, Perú, Uruguay y Venezuela, que al inicio de ese período tenían brechas recesivas significativas.

La celeridad con que la afluencia de capital removió la restricción externa y generó un superávit de divisas, se tradujo en una tendencia a la apreciación del tipo de cambio real, a la rápida reducción de los superávits comerciales y al incremento del déficit en cuenta corriente (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; CEPAL, 1998: cap. XI): el gasto interno se elevó más rápido que la producción interna y el ingreso nacional, y apareció un déficit comercial a partir de 1992. Su magnitud fue particularmente notable en México, pues en este país acarrió la acumulación creciente de vulnerabilidad, que culminó en la “crisis del tequila”. Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles *normales* de demanda agregada, de importaciones y del tipo de cambio real, los cuales habían tenido que sobreajustarse por la restricción externa dominante durante los años ochenta. Sin embargo, la continua abundancia de capital y la pasividad de las políticas macroeconómicas de los PAL (con la excepción sobresaliente de Chile en 1990-1994) prolongó esas tendencias a lo largo del tiempo y, con ello, tendió a “pasarse de largo”, con niveles muy elevados tanto hacia 2004 como en 2007.

La política permisiva de la mayoría de los PAL ante el abultado ingreso de capitales solió generar desequilibrios insostenibles, pues el tipo de cambio se apreció en exceso y los déficits externos se acrecentaron fuertemente. El ahorro nacional resultó desplazado por el ahorro externo, como lo constata el hecho de que el incremento de la inversión total fue inferior al del aumento de la absorción de ahorro externo. En efecto, si se compara 1983-1991 con 1991-1998, se comprueba que mientras el ahorro externo utilizado

(los flujos netos de capital menos la acumulación de reservas) se elevó en 2,4 puntos porcentuales del PIB, el coeficiente de inversión creció apenas 0,8 puntos del PIB. Con el transcurso del tiempo, además, el *stock* de pasivos externos líquidos y de corto plazo también se elevó notoriamente, acentuando la vulnerabilidad.

Como ya se ha expuesto, el mencionado exceso de gasto por encima de la producción o ingreso nacional se concentró en el sector privado (véase Marfán, 2005). De hecho, los balances del sector público de muchos países mejoraron ostensiblemente, presentando un marcado progreso entre los años ochenta y la llegada de la crisis asiática a América Latina. En consecuencia, el empeoramiento de los déficits en cuenta corriente respondió a un aumento de los gastos netos del sector privado en el período 1991-1998. La reactivación de 2004-2008, más prolongada que las dos anteriores, gozó de la ventaja de que se basó, en vez de endeudamiento, en mejoras de los términos del intercambio. Esto es, en la medida que correspondía a producción por firmas nacionales o a captación de renta económica por parte del Estado, se trataba de fondos propios, no sujetos a amortizaciones e intereses devengados desde el extranjero. Se trató, además, de un fenómeno prolongado por casi un quinquenio. A pesar de estas virtudes, se repitió el error de atrasar los tipos de cambio, y la reacción de la formación de capital, aunque positiva, fue extremadamente modesta. Es notable constatar que, a pesar de la gran disponibilidad de fondos externos y la reducción gradual de la brecha recesiva, la tasa de inversión permaneció a niveles claramente insuficientes. En su *peak* en 2006 se elevó al 22%, cifra nítidamente inferior a la tasa promedio registrada en los setenta (véase gráfico 5).

En los inicios de las tres etapas de reactivación –registradas entre 1990 y 1994, entre mediados de 1995 e inicios de 1998, y desde el 2004–, el manejo de la política macroeconómica enfrentó menores exigencias que cuando se llegó a la frontera productiva. En efecto, en esa coyuntura, una política pasiva puede dar un resultado neto positivo para la actividad económica. El ingreso exógeno de capitales eleva la capacidad de gasto interno, directamente en economías dolarizadas, o a través de su monetización en economías con patrón dólar o “cajas de conversión”, o vía apreciación cambiaria. La demanda agregada por bienes nacionales e importados se expande, en un contexto de mejores expectativas empujadas por el acceso a fondos externos, intermediados, muchas veces con laxitud, por el sistema bancario interno. La oferta de bienes y servicios nacionales es capaz de responder ante la mayor demanda gracias a la capacidad instalada disponible, mientras que las mayores importaciones resultantes son cubiertas por el ingreso de capitales o la mejora de los precios de exportación. Al completarse la reactivación, y alcanzarse la frontera productiva, cualquier demanda agregada adicional requerirá nueva capacidad productiva para satisfacerla y, por consiguiente, mayor inversión para generarla. Por lo tanto, incluso para sostener las tasas modestas de crecimiento promedio de América Latina, registradas en los auges logrados en estos dos decenios, se requería una inversión bastante superior a la efectivamente lograda.

El otro punto sobresaliente es que, al acercarse a la frontera productiva, se requieren políticas más activas de regulación de la expansión de la demanda agregada. Resulta entonces imprescindible graduar la velocidad de expansión de la demanda al aumento de la capacidad productiva (más el financiamiento externo sostenible); de lo contrario, si se adoptan políticas macroeconómicas pasivas ante *shocks* positivos de origen externo (tales como bajas de tasas de interés internacionales, mejora de términos del intercambio o aumento de la disponibilidad de capital) o de origen interno (auge de la construcción o del consumo de durables o bursátiles en algunos países), la economía se verá sometida a presiones inflacionarias y/o a una creciente brecha entre gasto y producto.

Es relevante constatar que cuando las entradas de capitales estimulan la recuperación de economías que exhiben desempleo de factores productivos, la productividad efectiva aumenta debido al mayor uso del PIB potencial. Entonces, los agentes y autoridades (y también académicos) pueden confundir este salto en la productividad efectiva, que se basa exclusivamente en la mayor tasa de utilización de recursos (capital y trabajo) ya existentes pero ociosos, con un aumento estructural en la tasa de crecimiento de la productividad. Desde el punto de vista de consumidores “racionales”, se tenderá a asumir incorrectamente que se goza de un aumento del ingreso permanente. Consecuentemente, mientras la oferta externa de financiamiento permanezca disponible, la respuesta de mercado tenderá a ser un mayor consumo, financiado con crecientes entradas de capitales, y sesgado hacia las importaciones, dada la apreciación del tipo de cambio real. Ello implica un desplazamiento del ahorro nacional por parte del ahorro externo, sobre la base de información sesgada. El ajuste intertemporal termina, por tanto, siendo desestabilizador.

Las crisis que golpearon la región desde 1998 produjeron efectos recesivos generalizados que se tradujeron en un elevado desempleo y una subutilización de la capacidad instalada, en algunos casos comparables a los de la crisis de los ochenta. Como resultado, la tasa de inversión se estancó en un nivel muy deprimido entre 1998-2003, mientras el PIB por habitante se contraía, el número de pobres crecía y la distribución del ingreso empeoraba. Entre 2004 y 2008, estimulada por el vigor de la economía internacional y su impacto sobre los términos del intercambio, se registró una reducción significativa de la brecha recesiva. En tanto que el PIB potencial se expandía poco más que 3%, el PIB efectivo se elevó sobre 5% en ese quinquenio. Ello fue una prueba evidente de la existencia de una significativa brecha recesiva, con toda su ineficiencia estática y su impacto dinámico negativo sobre la generación de nueva capacidad productiva. En breve se precisa perfeccionar la capacidad de implementar políticas macroeconómicas focalizadas en el sector real, de manera que se concilien la proximidad de la economía a la frontera productiva con sostenibilidad y con estabilidad del nivel de precios.

## RETOS PARA EL FUTURO

Las economías emergentes, y en particular los países de América Latina, comparten tanto un consenso sobre la importancia de los equilibrios macroeconómicos, como un contexto donde la norma ha sido la presencia de costosos desequilibrios en amplios segmentos de la economía real, es decir, de la fuerza de trabajo y del capital físico. La gran recuperación del crecimiento en América Latina, desde el 1,4% en el quinquenio 1998-2003 hasta el 6,1% en el año 2004 y su prolongación hasta el 2008, es un hecho muy positivo, pero ocurrió después de seis años de un desequilibrio de la macroeconomía real: la gran brecha recesiva de 1998-2003. Fue necesario esperar la llegada de un nuevo *shock* externo, exógeno, totalmente independiente de las políticas internas, para reposicionar las economías de América Latina en una senda más convergente con sus capacidades productivas. Este hecho representa una costosa falla en las políticas macroeconómicas internas, asociada a la dificultad de posicionar a la economía en su frontera productiva. Esta falla, vinculada al comportamiento pro-cíclico de los términos del intercambio comercial y de las finanzas internacionales, revela la necesidad de efectuar reformas intensas en el diseño de las políticas macroeconómicas: política fiscal contra-cíclica en los gastos e ingresos, equilibrio entre los énfasis otorgados al control de la inflación y al empleo y crecimiento económico, intervención sistemática en los mercados cambiarios con un objetivo explícito para el tipo de cambio real, regulación de la cuenta de capitales, regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros, fondos de estabilización de precios de exportaciones primarias.

Para enfrentar esas ineficiencias se requiere una macroeconomía para el desarrollo sostenido o macroeconomía real, concentrada *no sólo* en la estabilización del nivel de precios y en el control de los déficits fiscales (como lo sostiene el enfoque neoliberal), sino también preocupada por los equilibrios externos y por las variables reales, que afectan el nexo entre el presente y el futuro. El principal equilibrio real es el uso de la capacidad productiva disponible; la capacidad de evitar brechas significativas entre el PIB potencial y el PIB efectivo resulta crucial para la determinación del ingreso efectivo, la equidad social, la formación de capital y el crecimiento futuro<sup>8</sup>.

La brecha de producto implica una notable ineficiencia, reflejada en la subutilización de capacidad productiva en firmas, en el desempleo de parte de la fuerza de trabajo y en una menor productividad total de factores existentes. Un efecto notorio de estos contextos recesivos ha sido, frecuentemente, una caída intensa de la tasa de inversión, el mal aprovechamiento del capital humano y el aumento de la desigualdad social.

Los equilibrios macroeconómicos reales –incluyendo una demanda agregada consistente con la capacidad productiva, tipos de cambio y tasas de interés no desalineadas, responsabilidad fiscal e inflación moderada– son esenciales para el crecimiento con equidad. Dado el carácter pro-cíclico de los flujos financieros, la consecución de esos

equilibrios macroeconómicos pasa por una regulación integral de los flujos de capitales. Así se logra una macroeconomía para el desarrollo. Ciertamente, al enfrentar la necesidad de regular la volatilidad de la globalización financiera, los países en desarrollo deben contar con un conjunto flexible de políticas contra-cíclicas que se ajuste a sus estructuras económicas, al grado de desarrollo de sus mercados y a sus objetivos democráticos.

#### Notas

1. Muchas de las reformas microeconómicas privilegiadas por los neoliberales se concretaron efectivamente en los noventa; véase Banco Mundial (1997), BID (1997).
2. Un documento de trabajo reciente del FMI (Tytell y Wei, 2004) examina el “efecto disciplinador” de la globalización financiera sobre los equilibrios macroeconómicos, concentrándose en los dos pilares mencionados y sin atender a los otros componentes de un conjunto integral de equilibrios de la macroeconomía real. Concluye que la liberalización de la cuenta de capitales ha sido más exitosa en reducir la inflación. El fuerte sesgo prevaleciente en favor de frenar la inflación, naturalmente, tiende a debilitar los ingresos fiscales, en la medida que va generando brechas recesivas.
3. John Williamson critica vigorosamente la liberalización de la cuenta de capitales, lo que no formó parte de lo que él denominó Consenso de Washington. De hecho, la implementación práctica fue muy desbalanceada, como lo certifica acertadamente en Williamson (2003).
4. Por otro lado, las reformas en la región consiguieron otro logro significativo, con implicancias macroeconómicas positivas, como fue el mayor dinamismo del volumen de exportaciones. Sin embargo, las reformas comerciales acompañadas de procesos de apreciación cambiaria, con frecuencia se tradujeron en una destrucción excesiva de actividades transables dirigidas a los mercados internos (véase Ros [2007], sobre el caso de México). Asimismo, el desarrollo exportador ha permanecido excesivamente ligado a materias primas con escaso valor agregado y con precios muy cíclicos, lo que ha dificultado que su dinamismo se transmita hacia el resto de la economía. Véanse Ffrench-Davis (2005, cap. IV); Agosin (2007a); Ocampo y Parra (2007).
5. En el auge más reciente, el atraso cambiario de la región llevó a un crecimiento del volumen de importaciones en el trienio 2006-2008 del 41%, frente a un magro 12% del quantum de las exportaciones (CEPAL, 2008). El alza transitoria de los términos del intercambio ocultaba el desequilibrio que se estaba generando en el sector externo, con detrimento de la economía real.
6. Aquí, a diferencia de la definición estándar utilizada en los Estados Unidos, definimos como recesión la existencia de una brecha notoria entre el PIB potencial y el efectivo.
7. Véase, por ejemplo, planteamientos de Dutt y Ros (2005); Rodrik (2001).
8. En Ffrench-Davis, 2005: cap. I.3, examinamos políticas contra-cíclicas monetarias, cambiarias, fiscales, de cuenta de capitales y supervisión financiera.

Referencias bibliográficas

AGOSIN, M. R. "Trade and growth: Why Asia grows faster than Latin America". En: R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (eds.) *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*. New York: Palgrave Macmillan, 2007a.

– "Why should emerging-market countries (still) concern themselves with capital inflows?". *IPD Working paper*, New York: Columbia University, 2007b.

AMSDEN, A.H. *The rise of "the rest": challenges to the West from late-industrializing economies*. Nueva York: Oxford University Press, 2001.

BID. *América Latina tras una década de reformas, Progreso económico y social, Informe 1997*. Washington, DC, 1997.

BANCO MUNDIAL. *The Long March: a Reform Agenda for Latin America and the Caribbean in the Next Decade*. Washington DC, 1997.

– *Inequality in Latin America & the Caribbean: Breaking with History?* Washington DC, 2003.

BOURGUIGNON, F. y WALTON, M. "Is Greater Equity Necessary for Higher Long-Term Growth in Latin America?". En: R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (eds.) *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*. Nueva York: Palgrave Macmillan, 2007.

CALVO, G.; LEIDERMAN, E. y REINHART, C. (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors". *IMF Staff Papers*. Vol. 40, No. 1 (1993). Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.

CEPAL. *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial* (Segunda Edición). Santiago: CEPAL/ Fondo de Cultura Económica, 1998.

– *Equidad, desarrollo y ciudadanía*. Santiago, 2000.

– "Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2008". (diciembre 2008).

DUTT, A. y ROS, J. "Contractionary effects of stabilization and long-run growth". *IPD Macroeconomic Task Force*. (2005). Universidad de Columbia.

EASTERLY, W. y SERVÉN, L. *The limits of stabilization: infrastructure, public deficits and growth in Latin America*. Stanford University Press, Ca., 2003.

FFRENCH-DAVIS, R. *Chile entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: Reformas y políticas desde 1973*. Buenos Aires: Siglo XXI, 2004. También publicado por J. C. Sáez Editor, Cuarta Edición, Santiago, 2008.

– *Reformas para América Latina después del Fundamentalismo Neoliberal*. Buenos Aires: Siglo XXI, 2005.

FFRENCH-DAVIS, R. y OCAMPO, J.A. "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes". En: R. Ffrench-Davis, (ed.) *Crisis financieras en países exitosos*. Santiago: CEPAL/McGraw-Hill Interamericana, 2001.

FISCHER, S. "The role of macroeconomic factors in growth". *Journal of Monetary Economics*. Vol. 32, No. 3 (1993).

HOFMAN, A. y TAPIA, H. "Potential output in Latin America: a standard approach for 1950-2002". CEPAL, julio 2003.

Latinobarómetro, varios números.

- LUSTIG, N. (2000), "Crises and the Poor: Socially Responsible Macroeconomics". *Economía*. Vol. 1, No.1 (diciembre 2000). LACEA/Brookings Institution.
- KAPLAN, E. y RODRIK, D. "Did the Malaysian capital controls work?". *NBER Working Paper*. No. 8142 (2001). Cambridge, Mass.
- KATZ, J. "Cambios estructurales y desarrollo económico". Seminario de la Caixa, 2007.
- MAHANI, Z.; SHIN, K. y WANG, Y. "Ajustes macroeconómicos y la economía real en Corea y Malasia: la respuesta a la crisis asiática". *Investigación Económica*. No. 254 (octubre-diciembre 2005). México.
- MARFÁN, M. "La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: un enfoque macroeconómico". En: J. A. Ocampo (ed.) *Los desafíos del desarrollo en América Latina*. Bogotá: CEPAL/Alfaomega, 2005.
- MORLEY, S. *Poverty and Inequality in Latin America*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1995.
- NEUT, A. y VELASCO, A. (2003), "Tough Policies, Incredible Policies?". *NBER Working Paper*. No. 9932 (septiembre 2003).
- OCAMPO, J. A. "La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana". *Revista de la CEPAL*. No. 93 (diciembre 2007).
- OCAMPO, J. A. y PARRA, M. A. "The Dual Divergence: Growth Successes and collapses in the Developing World Since 1980". En: R. Ffrench-Davis y J.L. Machinea (eds.) *Economic Growth with Equity: Challenges for Latin America*. Nueva York: Palgrave Macmillan, 2007.
- RODRIK, D. "¿Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina?". *Revista de la CEPAL*. No. 73 (abril 2001).
- "Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A review of the World Bank's *Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform*". *Journal of Economic Literature*. Vol. XLIV (diciembre 2006).
- ROS, J. "Inserción externa y crecimiento económico: retos para México". Paper presentado en las Jornadas América Latina en la era global: Desarrollo, democracia y participación organizadas por la Fundación Obra Social de La Caixa, Barcelona, 2007:  
<http://www.fundacio1.lacaixa.es/SGL/Actividad.jsp?idActividad=16850>
- SINGH, A. "Macroeconomic Volatility: The policy lessons from Latin America". *IMF Working Paper*. No. 166 (julio 2006).
- A. Belaisch; Collins C.; De Masi, P.; Krieger, R.; Meredith, G. y Rennhack, R. "Stabilization and Reform in Latin America: A Macroeconomic Perspective on the Experience Since the Early 1990s". *IMF Occasional Paper*. No. 238 (febrero 2005). Washington, DC.
- STIGLITZ, J. "Capital market liberalization, economic growth and instability". *World Development*. Vol. 28, No. 6 (junio 2000).
- "Responding to economic crises: policy alternatives for equitable recovery and development". *Documento de Trabajo IPD* (2005). Macroeconomic Task Force, Universidad de Columbia.
- TYTELL, I. y WEI, S-J. "Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?". *Working Paper* 04/84 (mayo 2004). Fondo Monetario Internacional.
- WILLIAMSON, J. "Overview: An Agenda for Restarting Growth and Reform". En: Kuczynski y Williamson J. (eds.) *After the Washington Consensus: restarting growth in Latin America*. Washington DC: Institute for International Economics, 2003.